

信用等级通知书

信评委函字 [2019]0001D 号

山东出版集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“山东出版集团有限公司2019年度第一期
中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评
级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为
稳定，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年一月二日

山东出版集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	山东出版集团有限公司
发行主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AAA
注册额度	6 亿元
本期规模	6 亿元
发行期限	5 年
偿还方式	每年支付利息，到期还本付息
发行目的	偿还付息债务及补充营运资金



概况数据

山东出版	2015	2016	2017	2018.9
总资产(亿元)	154.74	168.46	209.41	219.33
所有者权益合计(亿元)	75.10	84.06	124.82	136.30
总负债(亿元)	79.64	84.40	84.58	83.03
总债务(亿元)	15.03	14.56	13.52	9.41
营业总收入(亿元)	79.92	83.06	95.96	72.94
净利润(亿元)	8.10	8.90	13.89	10.98
EBIT(亿元)	8.42	9.10	14.24	--
EBITDA(亿元)	11.51	12.25	17.21	--
经营活动净现金流(亿元)	2.44	12.14	11.67	-0.92
营业毛利率(%)	32.01	33.27	35.70	33.03
总资产收益率(%)	5.65	5.63	7.54	--
资产负债率(%)	51.47	50.10	40.39	37.86
总资本化比率(%)	16.68	14.77	9.77	6.46
总债务/EBITDA(X)	1.31	1.19	0.79	--
EBITDA 利息倍数(X)	40.24	94.75	121.89	--

注：公司财务数据均依照新会计准则编制；2018 年前三季度财务报表未经审计；中诚信国际将其他应付款中有息债务调至短期债务。

分析师

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn
 项目组成员：邹 达 dzou@ccxi.com.cn
 邵 飞 fshao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 1 月 2 日

基本观点

中诚信国际评定山东出版集团有限公司（以下简称“山东出版”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“山东出版集团有限公司 2019 年度第一期中期票据”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了山东省深厚的地域文化积淀和丰富的教育资源、公司突出的市场地位、营业收入及净利润水平持续上升、稳健的财务结构和极强的偿债能力以及公司主要子公司山东出版传媒股份有限公司（以下简称“山东传媒”）首次公开发行股票完成等优势。同时中诚信国际也关注到中小学教材教辅政策变化、公司人员负担较重等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- 山东省具有深厚的地域文化积淀和丰富的教育资源。山东省素来具有重视文化教育的传统，且人口基数较大，学生人数众多；山东省丰富的教育资源为公司业务发展提供了坚实的基础。
- 突出的市场地位。公司下属子公司山东传媒是山东省内中小学教材总发行商，且拥有中小学教材若干类别的独家版权，在山东省内具有突出的市场地位并享有一系列的政策及税收优惠。
- 主要子公司首次公开发行股票完成，公司资本实力进一步增强。公司子公司山东传媒于 2017 年 11 月 22 日在上交所首次公开发行股票完成，公司拥有畅通的融资渠道，资本实力进一步增强。
- 业务规模持续扩大，收入及净利润水平稳定上升。近年来，受益于公司业务规模持续扩大，2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 79.92 亿元、83.06 亿元和 95.96 亿元；同期净利润分别为 8.10 亿元、8.90 亿元和 13.89 亿元，均实现稳步增长。
- 财务结构稳健，偿债能力极强。截至 2018 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 37.86%和 6.40%；同期末公司货币资金和总债务规模分别为 43.85 亿元和 9.41 亿元，公司财务结构稳健，拥有极强的偿债能力。

关注

- 中小学教材教辅政策发生变化。若未来教材出版政策发生变化或教材出版发行市场化程度进一步提高导致市场竞争加剧，山东传媒在一定程度上存在产品价格变化、利润空间被压缩的风险，将对其业绩带来一定的不确定性。
- 人员负担较重。2015~2017 年，公司的管理费用分别为 11.05 亿元、11.21 亿元和 12.07 亿元；公司人员历史负担较重，管理费用规模较大，对盈利侵蚀现象较明显。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

山东出版集团有限公司前身是成立于1951年1月的山东人民出版社；1958年山东省出版事业管理局与山东人民出版社合署，并于1980年12月在山东省工商行政管理局注册登记设立；1984年7月更名为山东省出版总社，1987年9月局社分设，1992年经山东省体改委等主管部门批准成立山东省出版（集团）总社；2000年末开始组建山东出版集团有限公司，至2005年8月完成工商注册登记；2008年末山东出版集团有限公司实施全系统建制转企改制。2011年末，山东出版完成了规范的股份制改造，发起设立山东出版传媒股份有限公司。2017年11月22日，山东传媒在上海证券交易所挂牌，股票代码：601019。山东出版集团有限公司系由山东省人民政府作为出资人的国有独资公司。截至2018年9月末，公司注册资本为10.68亿元，实收资本为12.00亿元¹，公司持有山东传媒78.38%²的股权。

公司属于出版印刷行业，经营范围包括图书期刊发行；出版行业投资，资产经营与管理；印刷物资销售，仓储，第三方物流服务；装潢设计，广告业务及出版物版权代理等。

截至2017年末，公司总资产209.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）124.82亿元，资产负债率40.39%；2017年，公司实现营业总收入95.96亿元，净利润13.89亿元，经营活动净现金流11.67亿元。

截至2018年9月末，公司总资产219.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）136.30亿元，资产负债率37.86%；2018年1~9月，公司实现营业总收入72.94亿元，净利润10.98亿元，经营活动净现金流-0.92亿元。

本期票据概况

本期中期票据拟注册规模为6亿元，本期发行6亿元，发行期限为5年。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

¹山东省财政厅于2018年3月16日下发了“鲁财文资指[2018]4号”《关于下达山东出版集团有限公司增加注册资本金预算指标的通知》，下达增加山东出版集团有限公司注册资本金预算指标13,210万元，且已出资到位，但尚未办理工商变更登记。

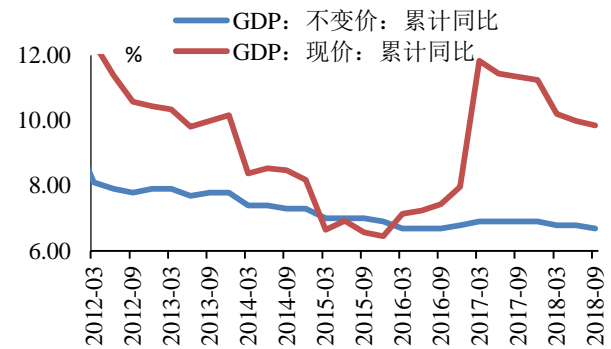
募集资金用途

本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务及补充营运资金。

宏观经济和政策环境

2018年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于预期。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP同比增长6.7%，较上半年回落0.1个百分点，较去年同期回落0.2个百分点，名义GDP持续回落。其中，三季度GDP同比增长6.5%，较二季度回落0.2个百分点，较去年同期回落0.3个百分点，为2009年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在60%以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献

²其中，公司本部持有山东传媒76.81%的股权，公司全资子公司山东新地投资有限公司（以下简称“新地投资”）持有山东传媒1.57%的股权。

率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信国际认为，中国经济虽然短期存在下行压力，

但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

行业及区域经济环境

新闻出版行业

一般而言，新闻出版业涵盖出版、印刷、复制、发行和物流等环节，其中上游出版图书、期刊、报纸、音像制品、电子出版物和数字出版物，出版物发行行业是新闻出版业的下游，是整个出版发行产业链的终端，直接面对最终的消费者。在国民经济快速增长和居民收入不断增加等因素拉动下，近年来我国新闻出版业发展较快。2017 年，全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入 18,119.2 亿元，同比增长 4.5%；拥有资产总额 22,165.4 亿元，同比增长 3.0%；利润总额 1,344.3 亿元，同比增长 2.7%。另据中国新闻出版研究院调查汇总数据显示，2017 年我国数字出版实现营业收入 7,071.9 亿元，同比增长 23.6%。

表 1：2017 年我国出版业营业收入情况

类型	实现营业收入 (亿元)	增速 (%)	占比 (%)
图书	879.60	5.68	4.85
报纸	578.25	-0.04	3.19
期刊	196.54	1.46	1.08
音像	28.36	3.10	0.16
电子出版物	14.95	13.29	0.08
印刷复制	13,156.49	4.68	72.61
出版物发行	3,179.54	4.35	17.55
出版物进出口	85.45	2.82	0.47

资料来源：国家新闻出版广电总局，中诚信国际整理

新闻出版是信息密集型的文化产业，是一项涉及经济、政治、科技、文化等领域的综合性工作。据《2017 年新闻出版产业分析报告》显示，2017 年，我国主题出版、主流媒体报道力影响力进一步彰显，图书出版结构进一步优化，本土原创文学和少儿类图书表现抢眼。2017 年，全国出版新版图书 25.5 万种，降低 2.8%，总印数 22.7 亿册（张），降低 5.6%；重印图书 25.7 万种，增长 8.4%，总印数 53.9 亿册（张），增长 5.3%；新版图书品种与印数首次双双

下降，而重印图书品种与印数保持了较快增长，在品种上首次超过新版图书；这在一定程度上说明，出版企业正在从依靠增加品种数量谋求增长的粗放模式，转向从选题源头开始精细化运作的新发展模式。2017年，我国图书出版中课本品种、总印数及其所占比重继续降低，人文社科类书籍品种、总印数及其所占比重继续提高，科学技术类书籍品种增速（7.8%）高于其他类别图书，图书结构进一步优化。2017年，少儿图书出版继续保持快速增长，本土经典原创图书愈发畅销。2017年，全国出版文学类图书7.4亿册，较2016年增加1.0亿册，增长14.5%，在22个图书类别中增幅名列前茅；全国出版少儿图书8.2亿册，增长5.4%；年度累计印数超过50万册及以上的80种，增加55种，其中本土原创图书48种，占60.0%。年度单品种印数超过100万册的本土原创文学、少儿类图书有18种，较2016年翻番。

2017年，数字出版继续保持快速增长，全年实现营业收入7,071.93亿元，同比增长23.6%，对全行业营业收入增长贡献超三分之二。2017年我国成年国民包括书报刊和数字出版物在内的各种媒介的综合阅读率为80.3%，较2016年的79.9%有所提升，数字化阅读方式（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad阅读等）的接触率为73.0%，较2016年的68.2%上升了4.8个百分点。图书阅读率为59.1%，较2016年的58.8%上升了0.3个百分点；报纸阅读率为37.6%，较2016年的39.7%下降了2.1个百分点；期刊阅读率为25.3%，较2016年的26.3%下降了1.0个百分点。数字化阅读的发展，提升了国民综合阅读率和数字化阅读方式接触率，整体阅读人群持续增加，但也带来了图书阅读率增长放缓的新趋势。数字阅读与纸书阅读此长彼长，“听书”正在成为新兴阅读方式。2017年，我国有两成以上的国民有听书习惯。其中，成年国民的听书率为22.8%，较2016年的平均水平（17.0%）提高了5.8个百分点；未成年人的听书率为22.7%，与成年国民基本持平。“听书”正成为国民新兴阅读的重要方式之一。

发行业务方面，一般图书市场，根据北京开卷

信息技术有限公司发布的《2017年中国图书零售市场报告》显示，2017年全国图书零售市场总规模首次突破800亿元，达到803.2亿元，比上年增长14.55%。其中，线上渠道零售规模达459亿，比上年增长25.82%，依然保持较高的增长速度。2017年实体书店零售渠道走出了多年来负增长的态势，实现了2.33%的同比增速，达到344.2亿元。线下渠道实现正向增长，一方面是实体书店改造升级成果逐渐显现；另一方面是国家政策不断扶持、“全民阅读”持续拉动之下，线下文化消费需求回暖、旺盛的趋势显现。

教材教辅市场，自2008年秋季开始，中小学教材出版发行在全国范围内实行招标投标方式。目前，各主要出版集团凭借多年来深耕地区教材市场积累的深厚底蕴，在出版资源、发行渠道和物流配送等方面保持着一定优势，占据当地国标教材主要出版发行商的地位。但随着国家对教材出版发行体制改革不断深入，市场化程度将逐渐提高，可能使出版集团在未来经营中面临市场竞争加剧或产品价格下降的风险，将对其经营业绩产生一定不利影响。

总体来看，近年来我国新闻出版行业发展较快；其中数字出版产业增速突出，图书出版向精品化方向演进。

行业政策

新闻出版业作为传播意识形态的重要产业之一，关系到国家的文化安全，我国对该行业一直实行严格管理。目前，我国对出版物发行行业实行许可制度，出版物发行主体需分别获得由各级新闻出版行政部门批准并获得《出版物经营许可证》方可从事报纸、期刊、图书批发业务和通过传统渠道或互联网等信息网络的发行工作。

表 2：出版物发行许可制度及准入政策

法规	相关内容概要
《出版管理条例》	对从事报纸、期刊、图书全国性连锁经营业务、总发行业务、批发业务或零售业务的单位或个人通过国家各级出版行政部门审核批准做出了规定

《出版物市场管理暂行规定》	对通过互联网等信息网络从事出版物发行业务的企业或其他单位的审批做出了规定
《中小学教材发行招标投标试点实施办法》	规定了将以招标的方式授予试点省、自治区、直辖市范围内使用的中小学教材全部品种的总发行权，及投标人资质要求
《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》	鼓励和支持非公有资本进入分销和印刷等领域，允许其投资参股特定领域国有文化企业。
《关于文化领域引进外资的若干意见》	允许外商以独资或合资、合作的方式进入印刷和分销等领域。禁止外商从事出版、总发行和进口业务等。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，文化产业已上升为我国的战略性产业。近年来，我国从维护国家文化安全、做强民族文化产业的战略高度，推动实施了文化体制改革，并且在涉及国有文化资产管理、资产和土地处置、收入分配、社会保障、人员分流安置、财政税收等方面出台了一系列支持文化产业发展的政策文件。

2013年11月，中国共产党十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出“完善文化管理体制、建立健全现代文化市场体系、构建现代公共文化服务体系、提高文化开放水平”四大方向，并提出“继续推进国有经营性文化单位转企改制”，“推动文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平”等具体措施。

2014年8月18日，中央全面深化改革领导小组第四次会议审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》（以下简称“意见”）。

《意见》对新形势下如何推动媒体融合发展提出了明确要求，做出了具体部署，并强调要着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，建成几家拥有强大实力和影响力的新型媒体集团。

2015年4月9日，中央办公厅、国务院办公厅发布《关于推动传统出版和新兴出版融合发展的指导意见》（下称《指导意见》）；《指导意见》鼓励切实推动传统出版和新兴出版在内容、渠道、平台、

经营、管理等方面深度融合；在发展目标方面，未来3~5年内打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，建设若干家具有强大实力和传播力公信力影响力的新型出版传媒集团；而在财政支持方面，通过设立专项基金、完善和落实项目补助全面支持出版业转型升级与融合发展。

2015年9月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的指导意见》，提出建立有文化特色的现代企业制度为重点，落实和完善文化经济政策、强化国有文化资产监管，建立健全确保国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的体制机制。

2015年10月19日，中共中央发布《中共中央关于繁荣发展社会主义文艺的意见》；提出“坚持政府引导和市场调节两轮驱动，创新资金投入方式，健全政府采购、项目补贴、贷款贴息、捐资激励等制度，落实公益性捐赠税前扣除等措施，鼓励和引导社会力量参与文艺创作生产和公益性文化活动，逐步建立健全文艺创作生产资助体系”。

2016年6月，文化部、教育部等11部委联合发文印发《关于支持实体书店发展的指导意见》，意见提出，要将实体书店建设纳入国民经济和社会发展规划，纳入文明城市、文明村镇、文明校园考核评价体系。加强财税和金融扶持，对实体书店创新经营项目和特色中小书店转型发展通过奖励、贴息、项目补助等方式给予支持。

2016年12月，国务院发布了《“十三五”时期国家战略性新兴产业发展规划》，其中与文化产业结合紧密的数字创意产业，首次被纳入国家战略性新兴产业发展规划。国家将实施一系列有力政策措施支持数字创意产业发展。数字创意产业将由此享受到相关优惠政策，纳入国家技术创新工程、战略性新兴产业创业投资和股权投资基金、国家融资担保基金、国家新兴产业创业投资引导基金、战略性新兴产业创新领军人才行动等的支持范围。

2017年2月，文化部发布《文化部“十三五”时期文化发展改革规划》，提出全面推动文化产业

十三五期间成为国民经济支柱性产业，加快发展动漫、游戏、创意设计、网络文化等新型文化业态，继续引导上网服务营业场所、游戏游艺场所、歌舞娱乐等行业转型升级，全面提高管理服务水平，推动“互联网+”对传统文化产业领域的整合。

民阅读“十三五”时期发展规划》，全民阅读由倡导转向推动落实；2018年全国两会期间“全民阅读”再次成为热点，国务院办公厅将制定“全民阅读”促进条例列入2018年立法工作计划。

2017年5月，国家新闻出版广电总局发布《全

总的来说，国家对重点文化企业的扶持政策不断出台，当前文化产业面临着重大发展机遇。

表 3：近年来政府发布的文化产业政策

政策	发布时间	意义
《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》	2012.2	提出了“十二五”期间文化部门管理的文化产业增加值年平均现价增长速度高于20%，2015年比2010年至少翻一番，实现倍增的奋斗目标
《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	2012.2	继续执行文化体制改革配套政策，对转企改制国有文化单位扶持政策执行期限在2013年到期后再延长5年
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013.11	完善文化管理体制、建立健全现代文化市场体系、构建现代公共文化服务体系、提高文化开放水平；继续推进国有经营性文化单位转企改制；推动文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平
《进一步支持文化企业发展的规定》	2014.4	加强财政税收与投资融资方面支持文化产业力度
《关于深入推进文化金融合作的意见》	2014.4	加强文化金融中介服务体系建设，支持有条件的地区建设文化金融服务中心，服务于文化企业和金融机构，促进文化与金融对接，扶持骨干文化企业和小微文化企业，搭建文化金融中介服务平台
《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	2014.8	强调着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，建成几家拥有强大实力和传播力公信力影响力的新型媒体集团
《深化新闻出版体制改革实施方案》	2014.10	在“完善新闻出版管理体制”、“增强新闻出版单位发展活力”、“建立健全多层次出版产品和要素市场”、“推进出版公共服务体系标准化均等化”、“提高新闻出版开放水平”5个方面的改革任务提出政策措施
《关于推动传统出版和新兴出版融合发展的指导意见》	2015.4	提出将传统出版的专业采编优势、内容资源优势延伸到新兴出版，依托先进的技术和渠道，借力推动出版融合发展，建立健全生产经营运行方式，激发出版融合发展的活力和创造力
《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的指导意见》	2015.9	落实和完善文化经济政策、强化国有文化资产监管
《中共中央关于繁荣发展社会主义文艺的意见》	2015.10	创新资金投入方式，健全政府采购、项目补贴、贷款贴息、捐资激励等制度，落实公益性捐赠税前扣除等措施，鼓励和引导社会力量参与文艺创作生产和公益性文化活动
《关于支持实体书店发展的指导意见》	2016.6	将实体书店建设纳入国民经济和社会发展规划，纳入文明城市、文明村镇、文明校园考核评价体系。加强财税和金融扶持，对实体书店创新经营项目和特色中小书店转型发展通过奖励、贴息、项目补助等方式给予支持
《“十三五”时期国家战略性新兴产业发展规划》	2016.12	将数字创意产业列为我国战略新兴产业
《文化部“十三五”时期文化发展改革规划》	2017.2	全面推动文化产业十三五期间成为国民经济支柱性产业
《全民阅读“十三五”时期发展规划》	2017.5	开展全国范围的“属相中国”系列活动；推出3,000种重点主体出版物；以政府购买服务方式，定期向全国进城务工人员、边疆民族地区推送优秀图书，到2020年覆盖5,000万人等。

资料来源：中诚信国际整理

行业关注

政策支持下行业整合进一步提速；文化企业资本市场表现活跃

目前，我国出版业经营主体较多，单个企业规模较小，产业集中度较低；而出版行业业务运营从客观上需要大规模的流转资金、较强的业务协同性和广泛的销售渠道，进而实现规模经济。

近年来，国家不断出台相关政策，鼓励和支持大型国有文化企业和集团实行跨地区、跨行业兼并

重组。新闻出版总署《关于进一步推行新闻出版体制改革的指导意见》明确指出，要在3到5年内，培育出六七家资产和销售均超过百亿的国内一流、国际知名的大型出版传媒企业；这意味着政策指导下的资本运营作为一种资源配置的新手段，将在我国出版传媒行业中发挥越来越重要的作用。而率先进行改制上市的出版集团，势必在政策的推动下成为跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制的战略重组的主导者和先行者。

近年来，出版发行产业迎来一轮融资上市潮。

仅 2017 年，就有中国出版传媒股份有限公司、中国科技出版传媒股份有限公司、山东出版传媒股份有限公司、新经典文化股份有限公司等 7 家出版传媒公司完成 A 股上市，上市数量为历年之最。此外，借助金融工具拓展业务的出版传媒企业也逐步增多。如中文天地出版传媒股份有限公司等企业成立担保公司与投资公司，江苏凤凰出版传媒集团有限公司依托上海金融事业部拓展文化贸易金融、艺术金融领域等。另外文化企业跨地区、跨行业、跨所有制并购重组持续升温。

总体来说，近年来我国新闻出版行业发展较快；其中数字出版在政策及资金支持下蓬勃发展；同时出版发行行业掀起融资浪潮，部分大型出版集团借助金融工具拓展业务，产业更加多元化；传统出版行业 and 新兴数字出版融合发展进一步深入。

随着我国教育体制改革不断深化，教材出版发行体制改革以及教辅政策变动给公司出版发行业务经营带来一定不确定性

各地中小学教材主要由政府采购，免费发放给学生，其规格、用纸以及价格均受严格限制。由于教材业务规模大、相对稳定，是出版发行公司产品类别中的重要组成部分。

根据《国务院办公厅转发体改办等部门关于降低中小学教材价格深化教材管理体制改革的意见的通知》（国办发[2001]34 号）、《国务院关于扩大中小学教材出版发行招标投标试点有关问题的批复》（国函[2005]15 号）等规定，为深化教材出版发行体制改革，从 2008 年秋季开始，中小学教材出版发行在全国范围内实行招标投标方式。

近年来，教育主管部门加强了对减轻中小学生学习负担的相关管理，要求学校对学生家庭作业等方面作出科学合理安排，切实减轻课内外过重的课业负担，依法保障学生的休息权利。根据新闻出版总署《关于进一步加强中小学教辅材料出版发行管理的通知》（新出政发[2011]12 号），教育部、新闻出版总署、国家发改委、国务院纠风办《关于加强中小学教辅材料使用管理工作的通知》（教基二[2012]1 号）的规定，一个学科每个版本选择一套教

辅材料推荐给本地区学校供学生选用，且文件对教辅评议、推荐、发行和编写等诸环节进行了明确规范。同时，国家发改委、新闻出版总署、教育部《关于加强中小学教辅材料价格监管的通知》（发改价格[2012]975 号）对于进入推荐目录的教辅材料规定了最高零售价格和最低发行折扣。2015 年 8 月，国家新闻出版总局、教育部和国家发展改革委联合下发《中小学教辅材料管理办法》规定中小学教辅材料须由新闻出版行政主管部门依法批准、取得《出版物经营许可证》的发行单位发行。未经批准，任何部门、单位和个人一律不得从事中小学教辅材料的发行；同时在中小学教科书发行中，不得搭售中小学教辅材料。

总体来看，随着我国教育体制改革不断深化，教材出版发行体制改革以及教辅政策变动给公司出版发行业务经营带来一定不确定性。

竞争及抗风险能力

山东省具有深厚的地域文化积淀，为公司发展提供了坚实基础

山东省素来具有重视文化教育的传统，拥有丰富的教育资源，在公司产品线覆盖的小学及初中年龄段受教育的人口基数较大。根据《2017 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017 年山东省普通初中在校学生数 329.4 万人，普通小学在校学生数 708.5 万人；山东省拥有普通初中 2,968 所，普通小学 9,738 所，数量均居全国各省市前列。山东地区丰富的教育资源，为公司的发展奠定了坚实的基础。

政策及税收优惠

国家在推进文化体制改革的同时，相应对文化企业实行一定的优惠政策。依据财政部、国家税务总局《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》（财税[2018]53 号），经营出版物自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日在出版环节实行先征后退政策；图书批发、零售环节自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日免征增值税。

2012 年 12 月 14 日由山东省委宣传部、山东省财政厅、山东省国家税务局和山东省地方税务局联

合下发《关于山东出版传媒股份有限公司等文化企业所得税问题的通知》(鲁宣发[2012]49号)文件,按照财政部、国家税务总局、中宣部《关于转制文化企业名单及认定问题的通知》(财税[2009]105号)和省政府《关于山东出版集团有限公司重组改制并境内上市方案的批复》(鲁政字[2011]268号)文件规定,公司下属的山东传媒、新地投资、山东新力资产管理经营有限公司(以下简称“新力公司”)、山东新昕资产管理经营有限公司(以下简称“新昕资产”)、山东明天传媒科技有限公司、山东数字出版传媒有限公司六家文化企业按照事转企的单位对待,从公司工商注册之日起享受免征企业所得税政策,已经缴纳应减免税款的按规定办理税款抵退手续。

凭借完整的产业链条和渠道优势,山东传媒在区域市场拥有极高的市场地位

出版发行业产业链主要包括出版、印刷、发行、物流等多个环节,并通过终端市场销售最终实现整个产业链的价值。同时山东传媒拥有丰富的优秀作者和出版内容等重要资源,形成了较为完整的一体化产业链。山东传媒上述各环节均已实现规模化,并在细分领域具备极强的竞争优势。

出版业务方面,山东传媒下辖的山东人民出版社和明天出版社进入全国百佳出版单位行列。根据国家新闻出版总局发布的《2017年新闻出版产业分析报告》,山东出版在全国图书出版集团总体经济规模排名第七,明天出版社列全国少儿类图书出版单位第三位。

发行业务方面,公司下属山东新华书店集团有限公司(以下简称“新华集团”)经过70余年发展已成为山东省规模最大、实力最强和服务最专业的图书音像发行商和文化渠道运营商。新华集团下辖279家市、县、区分公司及门市店,卖场总面积约15万平方米;并形成了以新华集团总部为龙头、山东省内各地级市书城为骨干、县(市、区)中心门市为依托、乡镇网点为延伸、农村流动供应和农家书屋为补充的遍布全省的五级发行网络及高效快捷的物流配送体系。新华集团凭借自身出版资源、

发行网络、物流保障和专业服务等方面的优势,近年来一直保持山东省内最大教材出版发行商的主导地位。

主要子公司上市成功,公司资本实力进一步增强

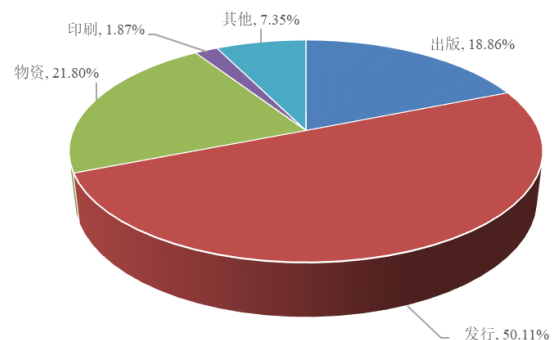
2017年11月22日山东传媒于上交所实现首发上市,公司资本实力进一步增强。山东传媒的上市有助于优化公司的管理结构和拓宽融资渠道,从而提升公司的运营效率和抗风险能力。

总体来看,山东省具有深厚的文化底蕴和丰富的教育资源;在政府的大力支持下,公司主要子公司山东传媒在区域市场上具有很高的市场占有率;而完善的出版发行一体化产业链降低了其可能面临的来自个别环节的局部风险,降低了经营的波动性和周期性。此外,2017年11月,山东传媒完成首次公开发行股票计划,公司资本实力得到明显增强并有助于优化公司的管理结构和拓宽融资渠道,从而提升公司的运营效率和抗风险能力。综上所述,公司具有极强的竞争优势与抗风险能力。

业务运营

山东出版的主营业务可分为出版、发行、印刷及物资贸易等几个业务板块。2015~2017年公司分别实现营业总收入79.92亿元、83.06亿元和95.96亿元,年均复合增长率为9.58%,呈稳定上升态势;其中2017年出版和发行业务作为公司的传统主营业务,分别实现收入(未合并抵消)22.34亿元和59.36亿元。2018年1~9月,公司实现营业总收入72.94亿元,较上年同期增长7.37%。

图2: 2017年公司营业总收入构成



资料来源:公司2017年审计报告,中诚信国际整理

出版业务

公司的出版业务主要由山东传媒下属出版社承担。山东传媒下辖山东人民出版社、山东文艺出版社，山东教育出版社、山东科学技术出版社、齐鲁书社等 10 家出版社，3 家期刊社和 1 家数字出版公司。其中山东人民出版社和明天出版社为国家一级出版社。

表 4：下属主要图书出版社

出版社名称	主要出版内容
山东人民出版社有限公司	出版马列主义、毛泽东思想理论著作；以马克思主义为指导的哲学、政治、法律、经济、历史等研究著作，上述各门类辞书、工具书；当地党委、政府责成出版的宣传方针、政策读物和时事宣传读物；党史、党建和通俗政治理论读物、青年思想教育读物以及中小学教辅材料的出版。
山东文艺出版社有限公司	主要出版当代和现代文学、艺术作品及理论、文学批评专著等。
山东教育出版社有限公司	出版学校和业余教育教材、教学参考书，教育科学理论及学术著作。
山东科学技术出版社有限公司	出版各类科技读物。以普及自然科学基础知识和介绍应用技术为主，兼顾提高性读物；以农村科技读物为重点，突出地方特色，有选择地出版国内外科学专著及科技工具书。
明天出版社有限公司	出版以 15 岁以下少年儿童为对象的政治、思想、品德教育读物，儿童文学作品、连环画、科普读物等。
山东齐鲁书社出版有限公司	出版当地所藏古籍、方志以及文史知识读物；承担国家交办的古籍出版任务及中小学教辅材料出版。
山东美术出版社有限公司	出版画册、连环画、年画、挂历、宣传画、图片、书法等美术类读物；一级美术理论、技法读物和美术工具书。

山东友谊出版社有限公司

出版宣传对外开放的方针、政策方面的图书，宣传山东外贸、侨务政策、侨乡新貌的中外图书、画册；宣传山东资源优势和旅游方面的读物。

山东画报出版社有限公司

出版摄影理论、技法、知识类图书，以及摄影画册、图书，人文社科、文化教育、文学艺术等图书。

山东电子音像出版社有限公司

文化、教育、科技等方面的电子出版物和音像制品。

资料来源：公司提供

公司的出版业务按产品分类可分为教材教辅和一般书两类。其中教材教辅包括本版及代理两种。本版是指公司组织编写、拥有专有出版权的教材教辅；外版代理则由公司通过签订协议、支付版权使用费的方式向版权所有人取得代理权，并负责推广、印制、发行和售后服务等工作。

中小学教育阶段，山东传媒作为国家教材重要的出版基地之一，旗下山东人民出版社、山东教育出版社及山东科学技术出版社拥有自主知识产权及共有知识产权的鲁教版、鲁人版等多版本小学、初中、高中各科教材共 14 科、30 种、246 册。职业教育教材方面，公司以山东科学技术出版社职业教育教材出版为基础，建立了山东省职业教育出版中心，目前已开发了 600 余种高职高专、中职中专及实训教材，其中 5 种高职高专教材被教育部评为国家级规划教材，44 种图书被列为“十二五”国家级中等职业学校规划教材，465 种列为山东省教育厅职业教育课程改革教材。高等教育教材方面，公司以山东人民出版社高等教育出版中心为基础建立了山东省高等教育出版基地，目前已出版教材共有 600 个品种。教材开发和使用范围遍布山东省 55 个大中专院校。

外版教材的引进主要方式为代理及代印；山东传媒是人民教育出版社和人民音乐出版社等多家具具有全国影响力的出版单位在山东省内义务教育教材及配套图书出版、发行代理商。公司与主要教材供应单位签订了 5~10 年的中长期代理合同，保持公司教材收入长期稳定发展。近年来，山东传媒教材教辅的区域优势不断巩固，出版数量和造货码

洋持续增加。教辅方面，公司旗下图书出版社已全部获得中小学教辅材料相关科目出版资质。近年来，公司抓住全国一、七年级《语文》、《历史》和《道德与法治》使用教育部组织统一编写教材的机会，加强培训与售后服务工作，进一步扩大了公司的市场占有率。截至 2018 年 9 月末，公司中小学教材及教辅出版业务在山东省的市场份额分别为 76.63% 和 78.60%，市场地位很高。

一般图书方面，山东传媒一般图书出版广泛涉及人文社科、艺术、教育、文学、美术、科技、少儿读物等多个大类；近年来山东传媒着力发展一般

图书出版，引导下属各出版子公司进行市场运作，推动出版社根据消费者需求进行选题策划，通过进行“进销存”分析，调整产量和销售策略，大幅提高精细化、市场化运作能力，持续出版了社会效益和经济效益兼备的优秀图书。2017 年，明天出版社总体经济规模位列全国地方少儿出版社第三名。

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，山东传媒图书出版种类分别为 12,580 种、13,332 种、14,116 种和 10,053 种，图书出版数量分别为 40,438.18 万册、37,200.31 万册、41,570.00 万册和 35,938.00 万册；整体呈增长态势。

表 5：近年来山东传媒图书出版量及收入情况

指标	2015	2016	2017	2018.1~9
图书出版种类（种）	12,580	13,332	14,116	10,053
其中：教材教辅（种）	8,258	8,817	9,678	6,749
一般图书（种）	4,322	4,515	4,438	3,304
图书出版数量（万册）	40,438.18	37,200.31	41,570.00	35,938.00
其中：教材教辅（万册）	37,033.15	33,304.62	36,153.72	32,370.35
一般图书（万册）	3,405.03	3,895.69	5,416.28	3,567.65

资料来源：公司提供

采购方面，山东传媒出版业务的采购范围主要包括内容以及纸张等。内容有三种来源，一是通过委托独立撰稿人撰写并支付稿费，稿酬按字数（30~300 元/千字）或者版税（6%~12%）付费；二是从出版所有人处购买图书版权并支付版权转让费，版权费按照出版图书码洋或者实洋³的一定比例（6%~15%）抽取；三是与原创出版单位签订代理合同、支付代理费用（4%~12%）。纸张分为教材教辅用纸和一般图书用纸，教材教辅用纸量大且质量同一性要求较高，由山东传媒旗下全资子公司山东省印刷物资有限公司（以下简称“物资公司”）具体实施采购；一般图书用纸的采购则由物资公司和各出版单位采购部门按需求采购。目前，公司纸张的主要供应商有山东华泰纸业股份有限公司、山东江河纸业有限公司、山东东昊纸业有限公司和山东晨鸣纸业集团股份有限公司等 4 家供应商，其中占比较大的为山东华泰纸业股份有限公司。印刷方面，公司目前拥有 4 家印刷企业，由于出版图书量较大，

公司的印刷任务除依靠内部印刷厂外，同时也借助社会印刷厂。2017 年，公司图书的印刷业务量方面，自有印刷厂和外包印刷厂的比例分别为 52.77% 和 47.23%。印刷定价方面，印刷厂承印的教材教辅等由公司统一定价，按照工价成本进行结算；通过开拓市场或招投标取得的杂志、图书、志书及商场 DM 单等，双方按照市场情况约定加工价格。近年来，纸张采购价格整体有所上升，中诚信国际将持续关注纸张价格波动对公司采购成本带来的影响。

表 6：2017 年山东传媒出版业务成本（单位：万元、%）

项目	2017 年度	
	金额	比例
印装费	56,455.32	37.40
纸张材料费	53,720.53	35.58
稿费	19,155.74	12.45
加工费、材料费及制作费	7,744.65	5.13
租型费	7,104.75	4.71

³实洋指按码洋扣除折扣以后的金额。

项目	2017 年度	
	金额	比例
编录经费	6,414.35	3.96
其他	501.66	0.33
出版主营业务	151,096.64	100.00
成本总计		

注：由于四舍五入，上述各项加总与总计略有出入。

资料来源：山东传媒 2017 年年报

销售方面，山东省内中小学教材及交付采用征订销售的方式，由于中小学教材教辅采用征订方式，因此基本无退货。一般图书则由出版单位向新华集团以及经销商、零售书店及网络销售等渠道签订协议的方式进行销售。一般图书一般采用包退包销模式。

发行业务

发行业务主要通过山东传媒旗下的新华集团来进行。凭借经过长期发展建立起来的出版资源、发行网络、物流保障和专业服务等方面的优势，近年来新华集团一直保持山东省内最大教材出版发行商的主导地位；一般图书方面，新华集团亦为山东省规模最大的图书音像发行商和文化渠道运营商。2017 年新华集团在全国发行集团中总体经济规模综合排名第五。

发行业务主要分为教材教辅和一般图书的发行。就采购环节来看，教材教辅采购业务由新华书店集团下属教育图书发行公司（以下简称“教图公司”）负责。为确保“课前到书、人手一册”，各书店分公司根据教育行政主管部门选定的教材教辅品种在本地区布置征订，并将学校订数上报教图公司；教图公司根据订数及备货等因素向出版单位采购。在教材采购付款方面，新华集团通常采取按季对账结算的方式，即在每季结束之后按供销协议与供应商结算付款。

一般图书采购由山东新华书店集团有限公司连锁分公司（以下简称“连锁公司”）负责。新华集团旗下各书店收集采购信息后汇总至连锁公司；连锁公司与确定的供应商商定购销方式并签订采购合同、实施采购；各供应商接受连锁公司的订单后组织印制并按照合同约定时间供货，物流中心则根据连锁公司提供的采购信息对到货图书进行核

对，确定无误后进行配送或入库。一般图书采购付款方面，新华集团通常与供货商采用按照实际销售量约定周期结算；货款结算期限通常为 180 天。

发行业务的销售模式包括征订渠道销售、零售销售模式和批发销售模式。义务教育阶段教材的发行采用征订方式；教材采购方面，山东省义务教育阶段教材由政府通过单一来源的方式进行采购，采购来源为新华集团。义务教育阶段教材由山东省教育厅通过公开招标的方式进行采购，新华集团中标签署采购合同，取得山东地区的发行权。公司旗下全资子公司新华书店集团已通过公开招标获取 2017~2018 年发行资质。目前，山东传媒为山东省内中小学教材总发行商，并拥有山东省中小学教材若干类别的独家出版权；此外，山东传媒还拥有山东省高中教材的独家发行权；山东传媒自有版权教材及代理教材在山东省内的市场占有率达到 70% 以上。结算方面，由财政负担的义务教育阶段中小学免费教材资金，山东省财政厅收到中央财政专项资金预拨款后，在每学期开学前预拨本学期免费教材资金的 70% 给山东新华书店集团，在教材到货验收合格之后，支付合同剩余 30% 余款。

中诚信国际注意到近年来出版发行市场化程度不断加深，存在山东传媒可能丧失中小学教材的总发行权或高中教材市场引入公开招标程序等情况，山东传媒在一定程度上面临产品价格变化、市场份额下降、利润空间被压缩的风险，中诚信国际将对此保持关注。

新华集团的批发模式主要包括团购、馆配销售及各类招标业务。新华集团的零售渠道销售主要包括连锁门店销售和网上销售，门店零售坚持“钱货两清”的结算原则，每日销售情况通过 POS 系统汇总至新华集团 ERP 系统。

退货管理方面，征订方式发行的教材教辅由各中小学报订，基本无退货；而一般图书方面，产品超过 6 个月滞销的图书品种公司及时向供应商做退货处理。

总体看，公司是我国教材教辅的主要出版单位，且拥有其他主要中小学教材出版单位在山东省的总发行权；凭借资源丰富的出版优势、高效快捷的

物流配送体系和覆盖山东省的新华书店营销网络，公司在省内出版发行市场具有突出的优势。

物资贸易及对外贸易

物资贸易业务主要由山东传媒旗下子公司山东省印刷物资有限公司承担；对外贸易则由山东省出版对外贸易有限公司（以下简称“外贸公司”）经营。物资公司总部承担公司教材用纸及部分一般图书用纸的供应业务，在满足公司内部出版、印刷需求的基础上，同时对外销售纸张和造纸原料；外贸公司主要经营木浆和汽车进出口业务，同时面向境内造纸厂商销售木浆，通常不对内销售。

2015~2017年及2018年1~9月，公司物资贸易和外贸业务合计分别实现营业收入27.96亿元、25.00

亿元、25.82亿元和20.38亿元，其中物资贸易方面分别实现营业收入14.18亿元、11.22亿元、11.25亿元和8.67亿元；公司在物资贸易方面拓展木浆、化工品、造纸原材料贸易等产品，但业务投入和产出的效益不匹配等原因，近年来公司逐渐退出相关业务，物资贸易收入规模整体有所减少。

外贸业务方面，2015~2017年及2018年1~9月，外贸业务分别实现营业收入13.78亿元、13.78亿元、14.57亿元和11.71亿元。2017年，受公司多元化发展战略影响，公司平行进口汽车销售规模增加，公司外贸业务收入上升；但由于贸易毛利率较低，对公司总体盈利能力影响较小。

表 7：山东传媒物资贸易及对外贸易情况

（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物资贸易	14.18	6.37	11.22	7.22	11.25	8.11	8.67	7.49
对外贸易	13.78	1.74	13.78	2.12	14.57	3.80	11.71	3.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，物资公司有提前备货和现需现购两种模式；教材教辅用纸等大宗商品需要提前备货时，物资公司确定需求后成立采购招标小组进行招标采购；而现需现购模式下，物资公司通过与供货商达成供货协议进行采购。外贸公司的购销模式分为进口、转口和国内购销三种模式。进口和国内采购的木浆及纸张等相关产品在国内进行销售通常是采取收到货款再放货的模式；转口贸易方式下，外贸公司根据客户需求进口木浆和纸制品，定价方式参考当月木浆市场外商报价进行适当调整后销售给客户，并将提单等货权单据转给客户。

物资公司和外贸公司与欧美多个国家的大型供应商建立了长期稳定的贸易关系，并与国内多家知名造纸企业保持着良好的业务往来，形成了较为稳定的营销网络。销售方面，物资公司的客户主要是公司内部；而外贸公司客户主要是贸易商和造纸企业；2018年1~9月，外贸业务前五大客户销售金额为8.83亿元，集中度较高。结算方面，外贸公司主要采用信用证结算，收款风险可控。

总体看，物资贸易的发展有助于完善公司的出版产业链条，规避原材料波动风险。近年来受公司多元化发展战略影响，公司拓展经营领域并调整贸易业务结构，物资贸易规模整体有所减少，外贸业务收入有所上升。

多元化业务

由于山东传媒设立时，公司内权属存在瑕疵的土地、房产用于出资存在障碍，且当时不能够预计权属证书完善时间进度，因此该等资产改制时分别被剥离至公司全资子公司新昕资产和新力公司。上述剥离的土地房产中，部分为山东传媒主业经营所用，因此自山东传媒成立后，向新昕资产租赁该部分土地、房产，形成关联交易。

新昕资产下设山东省十七市资产管理分公司、济南国际创新设计园分公司及山东省东方图书公司、山东新华置业有限公司、山东新展物业管理有限公司、山东书苑置业有限责任公司、山东岱宗文化艺术品有限公司、莱阳市新华宾馆、烟台文豪大酒店、莱州市云峰中学、莱州市新华文化发展有限

公司、乳山市天华工贸置业有限公司、山东人民印刷厂十二家子公司，广泛涉及写字楼经营、酒店经营管理、房地产开发、文化教育等不同经营业态，拥有各类资产近 641 余处，房产面积 80 万余平方米。楼宇出租方面，截至 2018 年 9 月末，公司物业出租面积合计 58 万平方米。此外，公司多处房产采用历史计价，具有很强的评估升值空间。

房地产业务主要由新昕资产下属子公司山东省新华置业有限公司（以下简称“新华置业”）承担。新华置业具有二级开发资质。截至 2018 年 9 月末，新华置业正运营 5 个地产项目，总土地储备面积约 146 亩，目前主要建设项目为博鳌山东大厦项目、莒南新华城项目和临沂金榜龙城二期项目等。

近年来，公司持续推进一系列项目建设，其中济南新知外国语学校位于济南市济王路路北，规划总建筑面积 101,822 平方米，建筑基底占地面积

26,310 平方米。国际教育学校主要包括立体教育板块（学前教育、职业教育、老年教育）、文化创意板块、商业休闲板块及配套设施等内容。公司计划总投资 6.66 亿元，截至 2018 年 9 月末已投入 2.62 亿元，学校预计于 2019 年 9 月进行招生，招生人数约 500 人。

山东出版集团图书展示楼位于济南市市中区二环南路；该项目总用地面积 14,994.40 平方米。总建筑面积为 78,117.05 平方米，为一栋高层建筑及裙房；其主要功能为图书及音像制品展示、实体书店。该项目计划总投资 8.50 亿元，截至 2018 年 9 月末已投入 2.10 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司在建项目总投资 35.44 亿元，已投资 15.41 亿元；2018 年 10~12 月、2019~2020 年，公司分别计划投资 2.45 亿元、11.80 亿元和 2.27 亿元。

表 8：截至 2018 年 9 月末公司部分在建和未来投资计划（单位：亿元，%）

项目名称	总投资	已投资	持股比例	未来投资规划			投运时间
				2018.10~12	2019	2020	
图书展示楼	8.50	2.10	100	0.57	1.69	1.30	2022 年 5 月
济南新知外国语学校	6.66	2.62	100	0.79	3.03	0.22	2019 年 9 月
物资综合业务楼	2.80	0.91	100	0.02	1.87	--	2019 年 12 月
新华书店综合业务楼	2.92	2.27	100	--	0.65	--	2018 年 8 月
山东新华数码印务城	2.60	1.24	100	0.31	1.00	--	2019 年 4 月
博鳌山东大厦项目	6.10	4.52	100	0.35	1.23	--	2019 年
莒南新华城项目	2.10	1.32	100	0.16	--	--	2019 年
临沂金榜龙城二期	3.76	0.43	100	0.25	2.33	0.75	2021 年
在建合计	35.44	15.41	--	2.45	11.80	2.27	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司持有丰富而优质的物业资源；楼宇业务为公司提供了稳定的租金收入，有利于提升公司的抗风险能力。近年来，公司拟建设的文化园区较多，投资规模较大。

战略规划

根据公司发展战略，未来公司将围绕“改革、创新、规范”主题，以结构调整为主线，以科学管理为重点，把公司打造成为“运营高效、管理科学、主业挺拔、多元强大”的在国内有重要影响力的现代大型国有文化产业集团。

具体来看，公司重点做好以下工作：

教材教辅方面，山东传媒将以实施内容创新战略为核心，形成学前教育产品集群，巩固和扩大基础教育出版优势，全面推进职业教育教材建设，实现高等教育和继续教育的突破。具体来说，以明天出版社为主打造幼儿教育出版基地，以山东教育出版社为核心构建集团基础教育出版基地；以山东科技出版社为龙头建设山东职业教育出版基地。

一般书方面，山东传媒将实施“双品工程”，加强选题调研及策划，开发优秀作者资源，控制出版规模；同时主动转型升级，发展移动互联网；拓

展出版业与其他行业的跨界合作。加速“山东出版云平台”建设；加速编辑流程数字化系统项目实施进度，加速网络教育平台建设及推进电子商务平台建设，探索 O2O 销售模式。

发行业务和多元化业务方面，山东新华书店综合实力和发行主业收入进入全国省级新华书店前列。依托新华书店品牌渠道优势，将业态拓展到图书以外的文化产品销售、教育培训、艺术沙龙及文化休闲等领域。同时，公司要促进发行网络的转型升级，实现实体门店的升级改造，打造高品质的文化综合体和主题书店、特色书店，提高书店对客户的粘度。到“十三五”末，多元化业务对公司的贡献度达到 20% 以上。

整体来看，近年来，公司在巩固传统出版发行主业的基础上，持续推进在基于移动互联网技术为支撑的新文化业态领域的发展，同时大力发展多元化业务。公司目前在建项目较多，未来面临一定的投资压力。

管理

产权结构

截至 2018 年 9 月末，山东省人民政府持有公司 100% 股权，是公司的唯一出资人；公司拥有全资和控股一级子公司共 5 家，包括山东出版传媒股份有限公司、山东新地投资有限公司、山东新昕资产管理经营有限公司、山东新力资产管理经营有限公司和山东新源文化置业有限公司，其中公司持有山东传媒 78.38% 的股份。

法人治理结构

公司不设股东会而设董事会，董事会对出资者负责。董事会是公司的最高决策机构。公司董事会成员为 5 人，其中设董事长 1 人、董事 4 人。公司董事会成员由出资者委派，其中董事长由出资者指定。董事长为公司法定代表人。

管理水平

公司已建立较为完善的内部管理体系，目前内部控制活动基本涵盖公司所有营运环节，包括但不

限于内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督、财务报告与信息披露、全面预算管理、资金管理、投资决策、对外股权投资实施管理、对外担保、固定资产与无形资产、工程项目管理、人力资源管理、合同管理、采购与付款管理、存货管理、销售与收款管理、图书出版管理、图书发行管理、电视剧项目管理、信息系统总体控制等方面，具有较强的指导性。

财务预算管理方面，公司制定了《全面预算管理规定》；制度包括预算内容、预算编制的原则及依据、组织机构及分工、预算编制程序及方法、预算的实施与控制、预算的调整、预算的分析与考核等方面内容。

财务管理方面，公司建立了比较完善的财务管理制度体系，主要包括财务工作人员管理、财产管理、会计报表及会计档案管理等；在财产管理方面，制度规定了财产性开支的审批流程，对原始凭证的审核要求等。

对外投资管理方面，公司指定了《投资管理办法（试行）》，规范了投资项目的决策、实施和投后管理等环节；规定了对外投资的审批权限；规定了对外投资决策程序和管理流程，涉及项目审批、已投资项目的管理、投资回收情况及后续监督等方面内容。

总体来看，公司已建立健全治理结构并不断完善内控制度，在业务、人员、投资和财务等各重要环节都有规范的管理，可以较为有效地控制公司各项经营风险。

财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告以及未经审计的 2018 年前三季报，公司财务报表均按新会计准则编制。为计算有息债务，中诚信国际将公司其他应付款中的有息债务调整至短期债务进行分析。

资本结构

近年来公司各项业务稳步发展，其总资产规模逐年升高。2015~2017 年末公司总资产分别为

154.74 亿元、168.46 亿元和 209.41 亿元，年均复合增长率为 16.33%。截至 2018 年 9 月末，公司总资产进一步增长至 219.33 亿元。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司流动资产分别为 89.56 亿元、101.87 亿元、136.31 亿元和 143.65 亿元，其占总资产的比重分别为 57.88%、60.47%、65.10% 和 65.50%。近年来，公司流动资产总额随业务规模扩大及山东传媒上市募资到位而持续扩大。公司流动资产主要组成部分是货币资金、存货、其他流动资产和应收账款。截至 2017 年末，上述资产占流动资产比例分别为 52.42%、18.57%、10.92% 和 9.40%。2015~2017 年末，公司货币资金余额分别为 35.79 亿元、42.04 亿元和 71.45 亿元；其中 2017 年，得益于山东传媒上市募集资金净额 26.20 亿元到位，公司货币资金大幅增加 69.95%；截至 2018 年 9 月末，受公司利用闲置资金购买银行理财影响，货币资金下降至 43.85 亿元。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司存货余额分别为 25.22 亿元、24.07 亿元、25.32 亿元和 32.83 亿元，主要由图书库存和商品房开发成本构成，截至 2017 年末，存货中商品房开发成本为 10.15 亿元；截至 2018 年 9 月末，公司存货较年初增加 29.68%，主要系公司秋季教材教辅季节性销售的正常备货以及印刷纸张增加所致。公司其他流动资产主要为购买的银行理财和结构性存款，2015~2017 年末分别为 9.73 亿元、15.15 亿元和 14.89 亿元；截至 2018 年 9 月末，由于公司利用闲置资金购买银行理财，其他流动资产增至 34.77 亿元。公司应收账款主要包括应收图书款以及纸浆销售货款等。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司应收账款分别为 7.96 亿元、9.07 亿元、12.82 亿元和 17.23 亿元，受公司发行业务规模扩大影响，应收账款规模逐年上升。

非流动资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司非流动资产分别为 65.18 亿元、66.59 亿元、73.09 亿元和 75.68 亿元。公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司固定资产余额分别为 27.91 亿元、28.41 亿元、30.17 亿元和 30.03 亿元。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司无形资产余额分别为

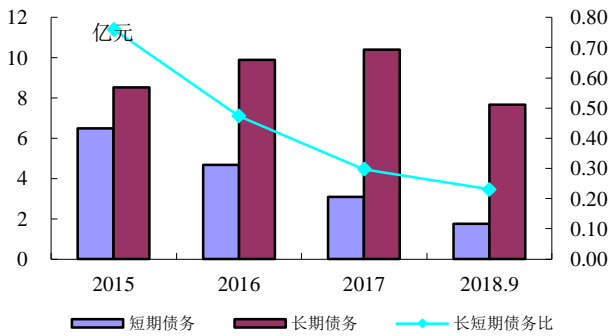
15.37 亿元、14.96 亿元、16.79 亿元和 16.88 亿元，主要是土地使用权。

负债方面，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司负债总额分别为 79.64 亿元、84.40 亿元、84.58 亿元和 83.03 亿元。从公司的负债结构来看，流动负债是其主要部分。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司流动负债余额分别为 43.23 亿元、48.26 亿元、49.71 亿元和 51.66 亿元；其在总负债中的占比分别为 54.28%、57.18%、58.77% 和 62.22%。公司的流动负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司应付账款分别为 19.32 亿元、20.61 亿元、21.71 亿元和 23.89 亿元，随着公司业务规模的扩大而持续上升。公司的预收款项主要为预收的图书销售款，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 8.16 亿元、10.74 亿元、12.46 亿元和 13.29 亿元，近年来其规模逐年扩大。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司其他应付款分别为 11.78 亿元、10.99 亿元、10.70 亿元和 10.76 亿元，其中规模较大的为剥离转入款和往来借款。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司非流动负债分别为 36.41 亿元、36.14 亿元、34.87 亿元和 31.37 亿元。公司的非流动负债以离职后职工福利计划款项为主，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司长期应付职工薪酬分别为 18.39 亿元、16.90 亿元、15.46 亿元和 14.96 亿元。中诚信国际注意到公司三类人员较多，福利负担较重，给公司带来的一定的资金压力。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 15.03 亿元、14.56 亿元、13.52 亿元和 9.41 亿元，其债务规模逐年下降，且整体保持很低水平。公司债务以长期债务为主，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司长短期债务比分别为 0.76 倍、0.47 倍、0.30 倍和 0.23 倍。

图 3: 近年来公司债务结构分析

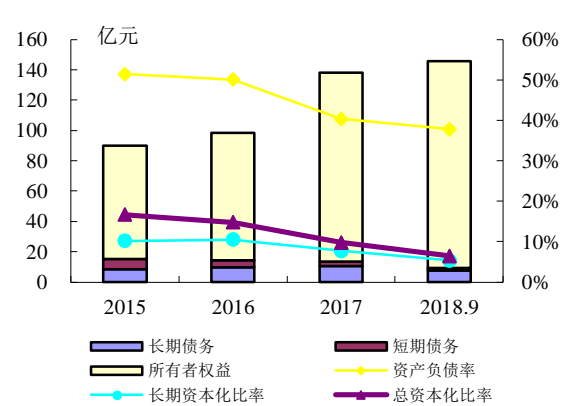


资料来源: 公司财务报告; 中诚信国际整理

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末, 公司的所有者权益分别为 75.10 亿元、84.06 亿元、124.82 亿元和 136.30 亿元; 其规模随利润的积累和山东传媒上市募集资金到位而逐步增大。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2015~2017 年末, 公司实收资本均为 10.68 亿元; 截至 2018 年 9 月末, 受山东省财政厅注资影响, 公司实收资本增至 12.00 亿元。公司的资本公积主要是由股本溢价和其他资本公积构成, 2015~2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 30.54 亿元、32.01 亿元、46.94 亿元和 46.94 元; 截至 2017 年末, 公司其他资本公积为 22.54 亿元, 主要来自出版专项基金的积累以及公司股改后事业体制下资本公积的转入。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末公司未分配利润分别为 18.84 亿元、27.17 亿元、37.74 亿元和 46.37 亿元, 得益于经营成果的逐年积累呈持续上升态势。

财务杠杆方面, 2015~2017 年末及 2018 年 9 月末, 公司资产负债率分别为 51.47%、50.10%、40.39% 和 37.86%; 同期公司总资本化比率分别为 16.68%、14.77%、9.77% 和 6.46%; 近年来, 利润的积累和山东传媒上市募集资金到位使得公司所有者权益规模快速扩大, 同时公司债务规模持续下降, 得益于此, 公司资产负债率和总资本化比率呈持续下降态势。此外, 由于公司经营性负债较多而有息债务规模很小, 公司总资本化比率处于很低水平。

图 4: 近年来公司资本结构分析



资料来源: 公司财务报告; 中诚信国际整理

总体看, 近年来随着公司业务规模的扩大、利润的持续累积以及山东传媒上市募集资金到位, 公司总资产和所有者权益逐年保持增长; 同时公司保持充裕的货币资金且债务压力很小, 公司资本结构稳健。

盈利能力

公司主营业务涵盖出版、发行、印刷和物资贸易四个业务板块, 形成了出版发行为核心, 上游印刷加工、物资贸易为补充产业链一体化经营格局。2015~2017 年, 公司分别实现营业总收入 79.92 亿元、83.06 亿元和 95.96 亿元, 随业务规模扩大呈持续增长态势。2018 年 1~9 月, 公司营业总收入同比增长 7.37% 至 72.94 亿元。

分板块来看, 出版和发行业务是公司主要的收入来源; 2015~2017 年, 公司出版业务分别实现营业收入 18.13 亿元、19.11 亿元和 22.34 亿元; 近年来公司教材教辅出版业务区域优势不断巩固, 同时一般图书在图书细分市场上取得了较高知名度, 出版业务收入逐年增加。2015~2017 年, 公司发行业务分别实现营业收入 46.88 亿元、51.62 亿元和 59.36 亿元。公司的发行业务收入主要来自教材教辅的发行; 近年来, 新华集团充分利用渠道优势提高发行量, 同时省内部分教材改版并提价, 公司教材教辅业务收入保持增长。2018 年 1~9 月, 公司出版业务和发行业务分别实现营业收入 15.73 亿元和 43.13 亿元, 分别同比增长 6.93% 和 0.91%。

表 9: 近年来公司分板块主营收入 (单位: 亿元, %)

板块	2015	2016	2017	2018.1-9
----	------	------	------	----------

	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
出版	18.13	33.46	19.11	32.72	22.34	32.43	15.73	28.44
发行	46.88	33.46	51.62	34.44	59.36	34.98	43.13	35.54
物资	27.96	4.09	25.00	4.41	25.82	5.68	20.38	4.93
印刷	1.98	18.80	2.03	19.16	2.22	19.74	1.53	18.13
其他	3.13	52.98	4.20	27.52	8.71	44.26	8.67	18.71
小计	98.08	--	101.96	--	118.45	--	89.44	--
减：内部抵消	19.71	--	20.60	--	24.34	--	18.05	--
其他业务	1.55	61.76	1.70	64.66	1.85	67.13	1.55	62.58
合计	79.92	32.01	83.06	33.27	95.96	35.70	72.94	33.03

注：营业总收入经过合并抵消，不等于上述分项合计

资料来源：公司提供；中诚信国际整理

毛利率方面，2015~2017 年公司营业毛利率分别为 32.01%、33.27% 和 35.70%，呈持续上升态势。分板块来看，出版和发行业务毛利率水平整体较高，其中出版业务毛利率水平基本保持稳定；发行业务得益于成本控制增强，毛利率持续提升。物资贸易业务近年来毛利率水平有所波动，但整体处于较低水平。得益于外部印刷业务规模的持续扩大，印刷业务毛利率持续提升。2018 年 1~9 月，公司营业毛利率为 33.03%。

期间费用方面，2015~2017 年公司期间费用分别为 17.63 亿元、18.22 亿元和 19.69 亿元，其规模逐年上升；同期，三费收入占比分别为 22.05%、21.93% 和 20.52%，随着公司营业收入持续上升，三费收入占比呈下降态势。公司期间费用主要构成为管理费用和销售费用。公司的管理费用主要为人员费用及工资附加费，受公司计提三类人员费用影响，公司管理费用规模较高，2015~2017 年分别为 11.05 亿元、11.21 亿元和 12.07 亿元，占期间费用比超过 60%。2015~2017 年，公司的销售费用分别为 6.19 亿元、6.92 亿元和 7.62 亿元，随业务规模的扩大而逐年上升。公司的财务费用支出主要来自公司计提的三类人员费用根据每期精算评估确认的利息费用；而公司货币资金充裕，银行存款规模较大，且债务规模较低，利息收入较高，财务费用总体较低。2018 年 1~9 月，公司三费合计 13.61 亿元，三费收入占比为 18.65%。

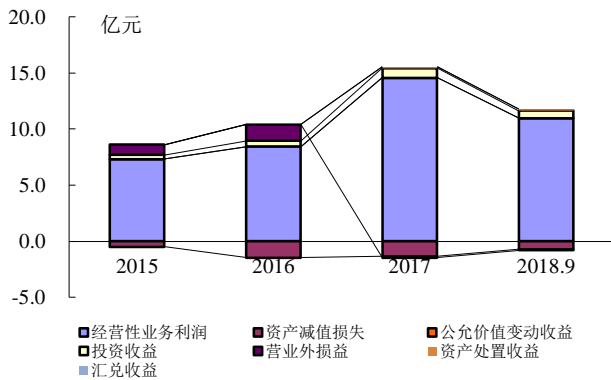
表10：近年来公司期间费用（单位：亿元）

单位：亿元	2015	2016	2017	2018.1~9
销售费用	6.19	6.92	7.62	5.39
管理费用	11.05	11.21	12.07	8.29
财务费用	0.39	0.09	0.00	-0.07
三费合计	17.63	18.22	19.69	13.61
营业总收入	79.92	83.06	95.96	72.94
三费收入占比	22.05%	21.93%	20.52%	18.65%

资料来源：公司财务报告；中诚信国际整理

2015~2017 年，公司分别实现利润总额 8.13 亿元、8.97 亿元和 14.10 亿元；同期净利润分别为 8.10 亿元、8.90 亿元和 13.89 亿元。公司的利润来源主要是经营性业务利润。2015~2017 年，公司经营性业务利润分别为 7.32 亿元、8.44 亿元和 14.59 亿元；2017 年，得益于公司教材教辅发行量增加，公司经营性业务利润大幅增加 72.83%。此外，公司收到的政府补助对于公司利润总额起到一定补充作用，2015~2017 年，公司政府补助分别为 1.07 亿元、1.49 亿元和 0.01 亿元¹。公司的资产减值损失主要是存货及应收账款的减值计提；公司的资产减值主要与应收账款规模波动及各书店单位库存账龄调整有关；2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 0.49 亿元、1.45 亿元和 1.36 亿元。2018 年 1~9 月，公司利润总额和净利润分别为 10.97 亿元和 10.98 亿元，分别同比增长 10.25% 和 10.25%。

¹ 2017 年，按照新会计准则，公司将 1.47 亿元政府补助计入其他收益科目。

图 5：近年来公司利润总额分析


资料来源：公司财务报告；中诚信国际整理

总体来看，凭借在山东省出版发行市场突出的占有率，公司出版发行等核心业务收入规模较大并且保持逐年增长。近年来，公司总体盈利能力持续增强，但中诚信国际也注意到，公司人员冗余情况较重，福利计划开支较大程度上削弱了公司的盈利能力。

现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动净现金流分别为 2.44 亿元、12.14 亿元和 11.67 亿元；整体有所波动。其中，2015 年受期末房地产存货大幅增加影响，公司经营活动净现金流规模较小；2016 年，公司无上述事项，经营活动净现金流有所增加；2017 年，受物资贸易及新华书店集团采购支出增加影响，公司经营活动净现金流小幅下降。2018 年 1~9 月，受当期秋季教材教辅款尚未收回影响，公司经营活动现金净流出 0.92 亿元。

公司投资活动产生的现金流量主要受银行理财产品投资和收回及在建工程进度影响，2015~2017 年，公司投资活动净现金流出分别为 6.94 亿元、9.78 亿元和 5.66 亿元。2018 年 1~9 月，受山东传媒利用闲置募集资金购买银行理财增加影响，公司投资活动净现金流为-24.28 亿元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动净现金流分别为 6.37 亿元、4.10 亿元和 23.39 亿元。2016 年由于公司经营现金流状况良好，公司从外部融资的动力较小，其筹资活动净现金流规模保持较低水平；2017 年，山东传媒上市募集资金到位使得筹资活动净现金流大幅增加。2018 年 1~9 月，公司

偿还了部分银行借款及债券，筹资活动现金净流出 2.16 亿元。

表11：近年来公司现金流结构分析

(单位：亿元)				
指标	2015	2016	2017	2018.1~9
经营活动产生现金流入	75.4	82.7	94.7	74.12
经营活动产生现金流出	3	9	7	75.04
经营活动净现金流	2.44	12.1	11.6	-0.92
投资活动产生现金流入	8.30	26.4	41.1	44.41
投资活动产生现金流出	15.2	36.2	46.8	68.69
投资活动净现金流	-6.94	-9.78	-5.66	-24.28
筹资活动产生现金流入	15.9	6.06	29.3	2.77
其中：吸收投资	0.00	0.02	26.3	1.77
借款	15.5	5.10	2.75	0.31
筹资活动产生现金流出	9.58	1.97	5.92	4.93
其中：偿还债务	9.07	0.66	4.17	3.21
筹资活动净现金流	6.37	4.10	23.3	-2.16
现金及现金等价物净增加额	1.87	6.45	29.4	-27.35

资料来源：公司财务报告；中诚信国际整理

总体来看，近年来，随着公司经营规模的不断扩大，公司经营获现能力保持在较好水平；公司购买理财产品以及项目建设的持续推进，公司投资活动仍将保持净流出态势；公司目前资金压力较小，筹资压力可控。

偿债能力

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 15.03 亿元、14.56 亿元、13.52 亿元和 9.41 亿元，债务规模逐年下降，且整体保持很低水平；同期，公司短期债务分别为 6.50 亿元、4.68 亿元、3.10 亿元和 1.76 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 37.86% 和 6.46%。

近年来，随着公司业务规模扩大及成本费用控制能力提升，公司盈利能力持续增强，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 11.51 亿元、12.25 亿元和 17.21 亿元。由于公司债务规模较小，因此近年来 EBITDA 对总债务、短期债务和利息支出保持极强的覆盖能力。

2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 2.44 亿元、12.14 亿元和 11.67 亿元；2016 年以来，公司经营活动净现金流充裕，其对总债务、短期债务和利息支出的覆盖水平很高。由于目前公司总债务规模很小，未来债务规模依然可控，其资产流动性与盈利能力保持在良好水平，因此公司偿债能力极强。

表12：近年来公司偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.9
总债务(亿元)	15.03	14.56	13.52	9.41
短期债务(亿元)	6.50	4.68	3.10	1.76
EBITDA(亿元)	11.51	12.25	17.21	--
经营活动净现金流(亿元)	2.44	12.14	11.67	-0.92
资产负债率(%)	51.47	50.10	40.39	37.86
总资本化比率(%)	16.68	14.77	9.77	6.46
EBITDA 利息倍数(X)	40.24	94.75	121.89	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	8.54	93.88	82.67	--
总债务/EBITDA(X)	1.31	1.19	0.79	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.83	0.86	-0.13*
EBITDA/短期债务(X)	1.77	2.62	5.55	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.38	2.59	3.76	-0.70*

注：由于缺少相关数据，公司 2018 年 1~9 月部分指标无法计算；加“*”指标已年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有权和使用权受限资产方面，截至 2018 年 9 月末，公司所有权和使用权受限资产合计 12.94 亿元。其中，受限货币资金为 0.62 亿元，受限房产和土地使用权为 12.32 亿元。

或有事项方面，截至 2018 年 9 月末，公司无对外担保，未涉及重大诉讼、仲裁等或有事项。

公司拥有畅通的融资渠道，与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年 9 月末，公司已获得银行授信额度 119.58 亿元，未使用额度 108.92 亿元。此外，公司子公司山东传媒是 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，公司 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月的借款（含债务融资工具）均到期还本按期付息，未有延迟支付本金和利息的情况。

评级展望

中诚信国际肯定了山东省深厚的地域文化积淀和丰富的教育资源、公司突出的市场地位、营业收入及净利润水平持续上升、稳健的财务结构和极强的偿债能力以及公司主要子公司山东传媒首次公开发行股票完成等优势。同时中诚信国际也关注到中小学教材教辅政策变化、公司人员负担较重等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综合看来，中诚信国际认为未来一定时期内公司信用水平将保持稳定。

结论

综上，中诚信国际评定山东出版集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“山东出版集团有限公司 2019 年度第一期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于山东出版集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

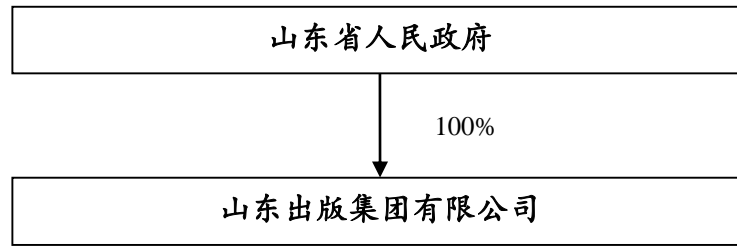
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将本期中期票据的存续期内对本期中期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在中期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

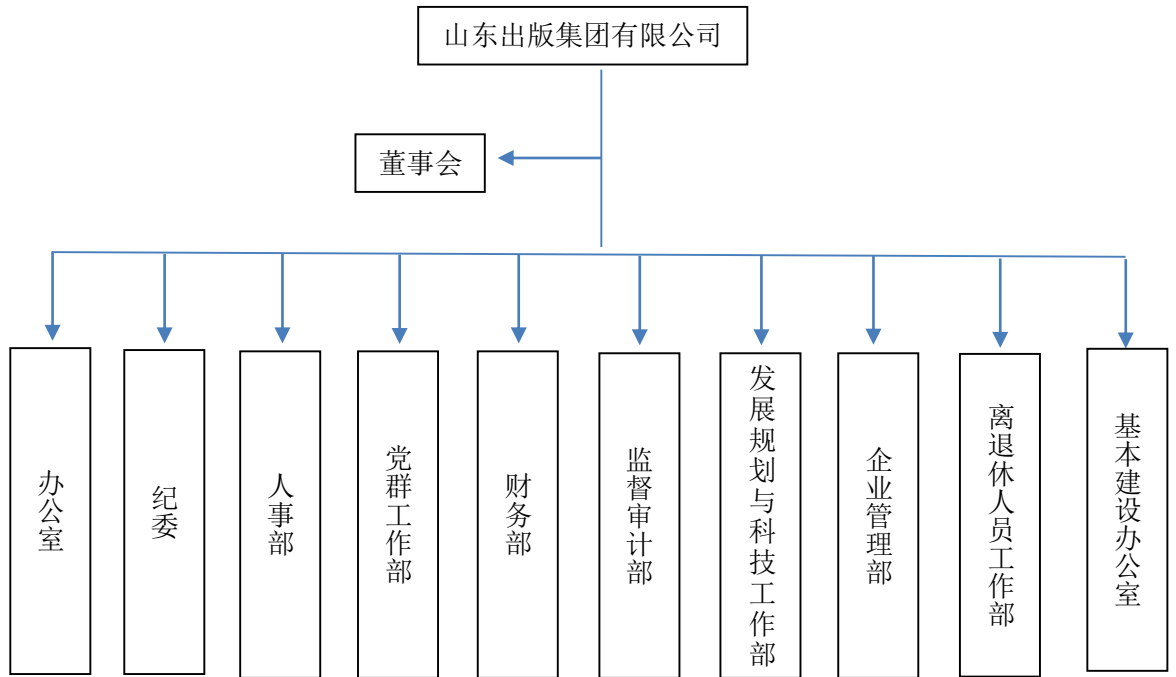
2019 年 1 月 2 日

附一：山东出版集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：山东出版集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附三：山东出版集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.9
货币资金	357,872.28	420,414.91	714,492.35	438,494.17
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	79,580.68	90,732.55	128,174.93	172,287.01
其他应收款	69,413.78	69,764.17	66,489.88	73,145.27
存货净额	252,162.49	240,748.13	253,193.52	328,348.98
长期投资	70,295.40	74,100.84	97,350.09	99,661.61
固定资产	279,109.27	284,146.72	301,719.34	300,290.32
在建工程	55,562.31	45,301.63	61,276.94	87,959.99
无形资产	153,721.77	149,623.91	167,881.90	168,802.26
总资产	1,547,423.0	1,684,605.73	2,094,059.04	2,193,299.23
其他应付款	117,832.68	109,898.10	106,988.15	107,621.22
短期债务	64,965.32	46,802.57	31,015.09	17,620.00
长期债务	85,358.50	98,836.00	104,152.00	76,501.12
总债务	150,323.82	145,638.57	135,167.09	94,121.12
净债务	-207,548.46	-274,776.34	-579,325.26	-344,373.05
总负债	796,396.81	843,984.96	845,846.67	830,326.75
费用化利息支出	2,861.33	1,292.90	1,411.80	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	751,026.20	840,620.77	1,248,212.37	1,362,972.47
营业总收入	799,172.46	830,631.13	959,600.67	729,449.34
三费前利润	249,423.79	266,623.05	328,188.52	233,619.45
投资收益	3,818.20	5,145.82	8,331.08	6,669.77
净利润	81,015.43	89,024.62	138,880.98	109,761.01
EBIT	84,176.17	90,961.31	142,435.83	--
EBITDA	115,131.49	122,505.44	172,088.07	--
经营活动产生现金净流量	24,438.69	121,373.76	116,716.62	-9,213.06
投资活动产生现金净流量	-69,420.60	-97,833.52	-56,571.95	-242,760.50
筹资活动产生现金净流量	63,668.92	40,955.69	233,889.36	-21,604.44
现金及现金等价物净增加额	18,747.17	64,514.93	293,998.03	-273,491.21
资本支出	45,495.91	33,312.77	53,757.07	47,954.65
财务指标	2015	2016	2017	2018.9
营业毛利率(%)	32.01	33.27	35.70	33.03
三费收入比(%)	22.05	21.93	20.52	18.65
EBITDA/营业总收入(%)	14.41	14.75	17.93	--
总资产收益率(%)	5.65	5.63	7.54	--
流动比率(X)	2.07	2.11	2.74	2.78
速动比率(X)	1.49	1.61	2.23	2.15
存货周转率(X)	2.43	2.25	2.50	2.24*
应收账款周转率(X)	9.24	9.75	8.77	6.47*
资产负债率(%)	51.47	50.10	40.39	37.86
总资本化比率(%)	16.68	14.77	9.77	6.46
短期债务/总债务(%)	43.22	32.14	22.95	18.72
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.83	0.86	-0.13*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.38	2.59	3.76	-0.70*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.54	93.88	82.67	--
总债务/EBITDA(X)	1.31	1.19	0.79	--
EBITDA/短期债务(X)	1.77	2.62	5.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	40.24	94.75	121.89	--

注：公司财务报表按新会计准则编制，2018年三季度报未经审计；公司利息支出不包括资本化利息支出；带“*”指标已经过年化处理；为计算有息债务，中诚信国际将其他应付款中有息债务调至短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率 = 营业成本/存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，信用高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。