

版本号：
cspy_ffmx_2023V1.0

生效日期：
2023年12月20日

联系人

何贺
heh@cspengyuan.com

杨雯琪
yangwq@cspengyuan.com

王贞姬
wangzj@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

出版企业信用评级方法和模型

目录

一、概述	1
（一）适用范围	1
（二）制定或修订说明	1
（三）基本假设	1
二、评级思路和评级框架	1
三、指示性信用评分	1
四、业务状况评估	2
（一）宏观环境的评估	2
（二）行业风险状况的评估	2
（三）经营状况的评估	4
五、财务状况评估	8
六、调整因素	8
七、个体信用状况	8
八、外部特殊支持	9
九、债券评级	9
十、本评级方法和模型的局限性	9
版权及声明	11

一、概述

（一）适用范围

本评级方法和模型是中证鹏元的行业补充评级方法论之一，适用于被中证鹏元认定为出版企业的主体信用评级，及其所发行债券的评级。本评级方法和模型通常与中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型结合使用。

（二）制定或修订说明

为了更好地评估出版企业的信用风险，在保持与工商企业通用评级方法论评级思路和评级逻辑一致的基础上，制定了本评级方法和模型。本评级方法和模型已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

经测试，本评级方法和模型的生效不会对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

（三）基本假设

1. 假设企业杠杆水平和流动性状况与违约是相关的，即杠杆水平越高，流动性状况越差，违约的可能性越大。
2. 假设宏观经济环境、金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化，以及不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。
3. 假设经监管部门认定的专业机构能够勤勉尽责，所提供的信息是真实、准确和完整的。

二、评级思路和评级框架

中证鹏元采用与工商企业通用评级方法论完全相同的评级思路和逻辑对出版企业进行评级，评级框架组成部分包括业务状况、财务状况、调整因素和外部特殊支持。具体的思路和框架我们在工商企业通用信用评级方法和模型中进行了详细阐述。

三、指示性信用评分

中证鹏元通过构建矩阵将业务状况和财务状况结合到一起，进而得出指示性信用评分。关于使用矩阵的原因，以及如何将业务状况和财务状况结合在一起，我们在工商企业

通用信用评级方法和模型中进行了详细阐述。

四、业务状况评估

根据工商企业通用信用评级方法和模型，中证鹏元对于业务状况的考察主要包含宏观环境、行业风险状况和企业经营状况三个方面，其中企业经营状况是主要的驱动因素。

（一）宏观环境的评估

中证鹏元对宏观环境的分析通常关注宏观经济形势和发展趋势、宏观经济政策、金融系统风险三个方面，其最终目的在于评估宏观环境现状及未来变化趋势对企业经营的影响。

中证鹏元采用 5 分制对宏观环境进行评分，“5”为最高分，代表最强的宏观环境及非常低的风险，“1”为最低分，代表最差的宏观环境和非常高的风险。

（二）行业风险状况的评估

中证鹏元采用 5 分制对每个行业的风险进行评估打分，“5”为最高分，具有最低的行业风险，“1”为最低分，具有最高的行业风险。对于行业风险状况重点考察六个子因素：集中风险、进入壁垒、发展前景、盈利水平与趋势、替代风险、周期性风险。

中证鹏元将出版行业风险评定为 4 分，是综合考量上述六个因素的评估结果得出的。

表 1 出版行业各指标评估结果

评价指标	评估结果
集中风险	中等风险
进入壁垒	低风险
发展前景	中等风险
盈利水平与趋势	中等风险
替代风险	中等风险
周期性风险	低风险

1. 集中风险

在我们看来，一个非常高或非常低的集中度水平都可能对市场参与者不利。一个高度集中的行业，如完全垄断，将不利于营造良好的竞争环境，大的市场参与者可能缺乏竞争的动力。一个高度分散的行业可能存在非理性甚至破坏性的竞争，每个市场参与者与客户

或合作伙伴的议价能力和定价能力都很低。

我们认为出版行业的集中风险为中等。出版行业可分为教育出版、大众出版和其他三个领域。教育出版领域一般以发行集团为主，其规模大，具有更高的准入、发行许可，此领域集中度较高，垄断程度高。而大众出版领域虽也有对应的准入门槛，但其集中度较低，竞争较为激烈。

2. 进入壁垒

我们认为出版行业的进入壁垒很高，风险很低。我们对行业的准入门槛主要考虑因素包括政府管制、技术壁垒、启动成本、资源所有权与许可要求。就出版行业而言，进入壁垒主要包括政府管制和许可要求，政策敏感性强，有很高的政策准入门槛，包括复杂的行政审批程序和刊号控制等。在出版单位的成立、变更等环节，以及内容的出版、发行环节等需要经过国家或地方的出版行政部门审批。

根据《出版管理条例》等法规的规定，出版单位设立、变更等，需由其主办单位向所在地省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门提出申请；省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门审核同意后，报国务院出版行政主管部门审批，实行许可证制度。中学小学教科书由国务院教育行政主管部门审定；其出版、发行单位应当具有适应教科书出版、发行业务需要的资金、组织机构和人员等条件，并取得国务院出版行政主管部门批准的教科书出版、发行资质。其他任何单位或者个人不得从事中学小学教科书的出版、发行业务。

3. 发展前景

我们认为出版行业的发展前景一般，风险中等。一方面，近年我国出台了一系列文化传媒行业的扶持政策，出版发行产业政策也密集颁布，政策稳定性较强，并且重点支持数字出版产业的发展，随着人们生活水平的提高，对文化知识的需求也不断增长。但另一方面，近年线下消费疲软，影响出版企业线下渠道销售；移动互联网普及挤占传统纸媒阅读时长，从而影响大众出版需求，传统出版行业也因此逐步进行转型；“双减”政策也或导致教辅产品结构和规模调整。

4. 盈利水平与趋势

我们认为出版行业盈利水平和趋势的风险为中等。过去3年国内已上市/发债出版企业的平均EBITDA利润率约为13.20%，整体盈利水平尚可。但近年出版行业头部企业盈利存在一定波动，大众出版增长承压，其他文娱方式或挤占出版市场，加之渠道发行折扣率仍有提升压力，出版行业盈利水平与趋势表现为中等风险。

5. 替代风险

我们认为出版行业面临的替代风险是中等的。随着技术进步，人们的文化消费习惯和阅读习惯发生了巨大的变化，其他移动多媒体展现形式或挤占出版行业未来市场，替代风险随之提升。但考虑到教育出版的政策特殊性较强，涉及此部分业务的替代风险较低。

6. 周期性风险

我们认为出版行业的周期性风险是较低的。出版行业主要收入来源于书籍、报刊等的出版发行等，与经济发展水平、人民可支配收入存在一定关系，但其周期性表现并不明显。除此外，出版行业中教材、教辅相关领域具有一定的刚性需求，受不利经济周期的影响较小。

（三）经营状况的评估

中证鹏元通过五个子因素来评估一家企业的经营状况，分别是经营规模、产品、服务和技术、品牌形象和市场份额、经营效率、业务多样性。这五个子因素将采用7分制进行评分，以“7”作为最高分，代表最低风险，“1”作为最低分，代表最高风险。

表 2 经营状况评估指标及权重

评价要素	评价指标	权重
经营状况	经营规模	30%
	产品、服务和技术	20%
	品牌形象和市场份额	15%
	经营效率	15%
	业务多样性	20%

中证鹏元将经营状况的每个子因素得分组合在一起，计算加权平均得分，然后通过表3将得分和经营状况等级进行映射。经营状况等级分为“优秀”、“非常强”、“强”、“中等”、“弱”、“相当弱”和“极其弱”。

表 3 经营状况评分与等级转换表

加权平均得分	经营状况等级
(6, 7]	优秀
(5, 6]	非常强
(4, 5]	强
(3, 4]	中等

(2, 3]	弱
(1.5, 2]	相当弱
[1, 1.5]	极其弱

1. 经营规模

中证鹏元主要以营业收入来衡量出版企业的经营规模。对出版企业来说，经营规模对其竞争实力非常重要，规模更大、业务更成熟的企业通常拥有更广泛的销售网络和分销渠道，更容易获得市场认可，形成更强的市场竞争力。

中证鹏元采用 7 分制对经营规模进行评估，“7”为最高分，具有最大规模，“1”为最低分，具有最小规模。具体来说，我们考量受评企业近三年的营业收入均值情况，具体评分标准如下：

表 4 经营规模评分标准

评分	标准
7	近三年平均营业收入大于 150 亿元
6	近三年平均营业收入大于 100 亿元，小于等于 150 亿元
5	近三年平均营业收入大于 50 亿元，小于等于 100 亿元
4	近三年平均营业收入大于 25 亿元，小于等于 50 亿元
3	近三年平均营业收入大于 10 亿元，小于等于 25 亿元
2	近三年平均营业收入大于 3 亿元，小于等于 10 亿元
1	近三年平均营业收入小于等于 3 亿元

2. 产品、服务和技术

出版企业在市场上是否具有竞争力，主要取决于出版资质是否齐全、出版的刊物书籍质量及销售渠道网络等。具备教材教辅出版资质的企业，其需求更加稳定，有着更高的许可壁垒；出版的刊物书籍质量则是取决于出版社所合作的作者及获取的版权数量；良好的销售渠道则有助于帮助出版的书籍刊物更好触达客户，拥有较广的发行网络遍布面，有助于提升出版企业的竞争力。

表 5 产品、服务和技术评分标准

评分	标准
7	公司是所在省/直辖市唯一出版资质齐全的企业，出版物品种非常丰富，与优质作者建立了长期稳定且非常紧密的合作关系，已签约版权数量非常多，销售发行渠道非常健全，提供的服务极具竞争力

6	公司出版资质齐全，出版物品种丰富，与优质作者建立了紧密的合作关系，已签约版权数量多，销售发行渠道健全，提供的服务具有非常强的竞争力
5	公司具备较齐全的出版资质，出版物品种较为丰富，与优质作者建立了较为紧密的合作关系，已签约版权数量较多，销售发行渠道较健全，提供的服务具有较强的竞争力
4	公司具备一定的出版资质，出版物品种一般，与优质作者建立了一定的合作关系，销售发行渠道网络一般，提供的服务具有一定的竞争力
3	公司具备一定的出版资质，但出版物品种较少，与优质作者合作关系稳定性较差，销售发行渠道较差，提供的服务竞争力有限
2	公司合作作者资质较差，仅能提供有限的销售发行渠道，明显落后于同行
1	公司合作方资质极差，不能提供销售发行渠道等支持，没有希望跟上行业的发展

3. 品牌形象和市场份额

中证鹏元认为，在信息时代，品牌在企业商业活动中扮演着重要的角色，品牌形象是企业的一项重要无形资产，可以帮助树立或摧毁一家企业在市场上的地位。中证鹏元将品牌形象作为企业竞争力的重要评价因素。企业的竞争优势也可以通过其产品和服务的市场份额来衡量，中证鹏元认为，市场份额越高的企业，其竞争力往往越强。

同时，受限于地域性差异，我国国有出版企业往往以区域划分来发展业务，当地的经济、教育资源等也关系到大众出版及教育出版板块的收入规模。

表 6 品牌形象和市场份额评分标准

评分	标准
7	公司出版业务分布在全国范围，具有非常高的品牌认知度及客户粘性，为竞争创造了牢不可破的壁垒；在可预见的未来，市场份额非常大且很稳定，领先竞争优势非常明显
6	公司具有很高的品牌认知度和很高的客户粘性，为竞争创造了很强的障碍；在可预见的未来，拥有持续领先的市场份额和竞争优势，但一些竞争对手紧追其后
5	公司品牌认知度、客户粘性较高，为竞争创造了强大的障碍，在某个区域具备很强的品牌优势；市场份额相对领先，但如果技术进步、市场状况或客户偏好对公司不利，它可能会退出领导者团队
4	公司具有中等的品牌认知度，有一定的客户粘性，为竞争带来了一些障碍；该公司在市场份额方面不是处于领先地位，而是一个密切的追随者，并没有表现出完全落后的迹象，在可预见的未来，公司能够跟上市场的发展，保持其市场份额
3	公司品牌认知度较低，客户粘性也较差，拥有一定的市场份额；或者在行业的某一细分领域有一定的品牌认知度
2	公司品牌认知度很低，基本没有客户粘性，市场份额很小，且容易被其他竞争者取代
1	没有品牌，没有顾客粘性，市场份额非常小，为行业中最差者之一

4. 经营效率

拥有比同行更高的经营效率是企业能够在行业竞争中脱颖而出的重要原因之一，对于出版企业经营效率的评估，中证鹏元主要考察成本优势、存货周转天数两个因素。

低于行业平均成本通常表明即使在经济低迷周期企业也有能力创造利润，较高的成本则往往直接导致盈利能力（利润率）较低，并使企业容易受到周期波动的影响。存货周转天数则可以反映公司出版物的整体销售能力和受欢迎程度，以及企业整体的新书发行、旧书销售的管理规划情况。

表 7 经营效率评分标准

评分	标准
7	公司在行业中一直保持着最高的经营效率，体现为行业最低的成本及存货周转天数
6	公司在行业中一直保持着很高的经营效率，体现为很低的成本和存货周转天数
5	公司经营效率略高于行业平均，体现为略低于行业平均水平的成本和存货周转天数
4	公司经营效率一般，体现为位于行业平均水平的成本和存货周转天数
3	公司经营效率略低于行业平均，体现为略高于行业平均水平的成本及存货周转天数
2	公司经营效率很低，体现为很高的成本或存货周转天数
1	公司经营效率是行业中最差的，体现为行业最高的成本或存货周转天数

5. 业务多样性

一般认为，如果一家企业有多条业务线，且各业务之间没有或存在较低的相关性，那么它比单一业务线的企业拥有更强的抵御特定行业衰退的能力，因为其他业务活动产生的现金流通常可以缓冲企业的资金压力。中证鹏元认为，与单一业务的企业相比，拥有更多不相关或低相关业务线的企业的信用风险更低。

除了业务线之外，在评估企业的业务多样性时，中证鹏元还考虑产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性的实现情况。对于产业链节点多样性，考察企业是否覆盖出版产业链的编-印-发-供的各个节点，产业链完整和综合性出版企业由于具备了出版和发行两部分重要资产，抗风险能力更强；出版物类型主要分为教材教辅、一般图书、报刊杂志等，出版物类型多样的企业往往具备更强的抗风险能力；此外，跨地区的出版发行能够对企业整体抗风险能力形成支撑。

表 8 业务多样性评分标准

评分	标准
7	至少有四个不相关的业务线，产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性都是完全实现的
6	至少有三个不相关的业务线，产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性都是完全实现的
5	至少有两个不相关的业务线，产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性都是完全实现的
4	业务线多样性、产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性，实现了三种类型的多样性
3	业务线多样性、产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性，实现了两种类型的多样性
2	业务线多样性、产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性，实现了一种类型的多样性
1	业务线多样性、产业链节点多样性、出版物多样性、地域多样性，没有一个多样性是实现的

五、财务状况评估

在评估出版企业财务状况时，我们的评估思路与工商企业通用评级方法论一致，详见中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型。

六、调整因素

对于调整因素的考量，详见中证鹏元工商企业通用信用评级方法和模型。

七、个体信用状况

个体信用状况是在没有考虑来自外部各方的特殊支持的情况下，中证鹏元对出版企业自身信用质量的评估，需注意的是，个体信用状况已考虑来自外部各方的系统性和经常性支持。

指示性信用评分和个体信用状况都不是最终信用等级，它们只是企业信用评级的组成部分。在评分符号上，指示性信用评分和个体信用状况都以“aaa”到“c”的符号序列表示，这与信用等级“AAA”与“C”的符号序列相对应。

八、外部特殊支持

外部特殊支持是指企业面临债务困难时，其可能受到的来自于债务人和债权人之外的第三方提供的临时性、特定性的支持。中证鹏元认为，在出版企业发生流动性危机的情况下，其可能获得来自于控股股东/实际控制人、相关政府的特殊支持。外部特殊支持是一种前瞻性的预判，其可能随着支持方提供支持意愿和能力的变化而发生改变。外部特殊支持的方式有多种，比如资金救助、任何推动与债权人的谈判或帮助企业争取临时性融资的行动等。

我们通过评估支持方（政府/股东）提供支持的意愿和能力来分析潜在的特殊支持。具体的评估方法和标准参见《外部特殊支持评价方法和模型》。

外部特殊支持可以在个体信用状况的基础上提升一个甚至多个等级，进而得到企业的主体信用评级。

九、债券评级

债券评级是在出版企业主体信用评级的基础上，结合增信措施及条款的设置，对其偿还安全性进行的综合分析。

增信分析是确定债券级别的关键环节，有效的增信措施可以在受评主体信用等级的基础上提升债券的级别。典型的增信方式包括第三方保证担保、资产抵/质押担保、分层等。

债券的条款设置也会影响其本息偿还，中证鹏元重点关注本息偿还计划以及影响债务偿还的相关条款，如回售条款、清偿顺序条款等。

此外，中证鹏元对于短期债务的评级，以受评主体长期信用为基础，并特别关注对受评主体短期流动性的分析。

十、本评级方法和模型的局限性

1. 本评级方法和模型的分析基础是出版企业的历史经营、财务风险状况与外部环境信息，虽然它们可以为出版企业偿债能力的判断提供有价值的线索，但并不等同于未来的实际状况。出版企业的发展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，因此本评级方法和模型对出版企业信用风险的评估结果不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

2. 本评级方法和模型对指标的选取存在人为因素，可能无法全面、准确反映信用风险，中证鹏元将定期或不定期审查本评级方法和模型，适时修订。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。