

# 信用等级公告

联合〔2019〕1677号

联合资信评估有限公司通过对北大方正集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北大方正集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 方正 MTN001”“18 方正 MTN002”和“19 方正 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年六月二十四日



## 北大方正集团有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 方正 MTN001	12 亿元	2021/08/22	AAA	AAA
18 方正 MTN002	14 亿元	2021/11/02	AAA	AAA
19 方正 MTN001	14 亿元	2022/01/28	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 24 日

### 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	622.00	567.47	564.09	580.99
资产总额(亿元)	3197.23	3322.63	3606.14	3555.65
所有者权益(亿元)	612.91	642.81	654.79	648.15
短期债务(亿元)	1067.77	1284.83	1152.71	1185.66
长期债务(亿元)	1055.56	863.76	1137.15	1080.91
全部债务(亿元)	2123.33	2148.59	2289.86	2266.56
营业收入(亿元)	978.05	1241.19	1332.74	281.11
利润总额(亿元)	61.38	29.77	41.80	-4.28
EBITDA(亿元)	111.42	84.33	90.44	--
经营性净现金流(亿元)	15.80	78.17	51.15	74.03
营业利润率(%)	9.03	10.01	11.27	10.15
净资产收益率(%)	5.21	2.43	2.28	--
资产负债率(%)	80.83	80.65	81.84	81.77
全部债务资本化比率(%)	77.60	76.97	77.76	77.76
流动比率(%)	163.64	138.45	140.11	142.96
经营现金流动负债比(%)	1.11	4.63	3.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.06	25.48	25.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	0.76	0.74	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限货币资金；3.其他流动负债及其他应付款中的有息债务计入短期债务

### 分析师

谭心远 李明 闫力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

跟踪期内，北大方正集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国大型投资控股集团企业之一，在经营规模、多元化产业布局、高新技术研发与应用、品牌效应和政策支持等方面保持显著优势。2018 年，北大资源集团有限公司（以下简称“资源集团”）纳入公司合并范围，带动公司资产和权益提升的同时，形成主营业务利润新增长点。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模增长快且债务负担很重、跟踪期内金融证券板块受行业周期影响收入利润降幅大、公司利润对公允价值变动收益和投资收益依赖性很大、公司本部持续亏损等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

未来，随着公司聚焦信息技术板块和医疗板块，加强金融、物产及产业地产等板块与上述实体产业的融合，实体产业盈利能力有望提高。同时，公司将逐步剥离非主业相关业务，相关收益将对利润形成有益补充。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“18 方正 MTN001”“18 方正 MTN002”和“19 方正 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司实行多元化投资策略，形成了以信息技术和医疗产业为核心，金融、贸易、产业地产、钢铁等产业协同发展的经营格局。信息技术行业受国家信息产业政策支持力度大，医疗行业前景较好。跟踪期内，公司保持了其在经营规模、多元化产业布

- 局、高新技术研发与应用、品牌效应和政策支持等方面的显著优势。
2. 公司控股股东为北京大学设立的国有独资企业，公司的战略经营、日常管理等事项均受北京大学、控股股东直接领导。北京大学的品牌效应巨大，公司各项经营凭借“北大”品牌获益良多。
  3. 公司在信息技术行业综合研发能力强，技术优势明显。跟踪期内，核心技术中文激光照排技术在全球保持垄断地位。
  4. 跟踪期内，受益于资源集团纳入合并范围，公司主营业务新增产业地产，带动公司资产和权益提升的同时，形成利润新增长点。
  5. 公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

#### 关注

1. 公司投资的信息技术领域技术更新快，竞争激烈，跟踪期内，部分业务处于亏损状态。
2. 证券业务对公司盈利贡献大，2018年，证券市场周期性波动对公司盈利能力影响大。
3. 公司信息技术和医疗医药板块盈利能力弱，整体利润对公允价值变动收益、投资收益依赖程度很高。
4. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担很重，债务主要集中在下属上市公司方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”）以及公司本部；公司本部债务负担重且偿债压力大，持有的下属上市公司方正科技集团股份有限公司、方正证券、北大医药股份有限公司的股权受限比例较高。
5. 跟踪期内，公司本部亏损金额较大。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由北大方正集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 北大方正集团有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北大方正集团有限公司（以下简称“公司”或“北大方正”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司是 1992 年 12 月在原北大新技术公司基础上成立的北京大学全资所有的全民所有制企业。2005 年 4 月，公司根据国办函〔2001〕58 号文的要求，经教育部教技发函〔2003〕29 号文批准，依法改制为有限责任公司，公司名称由北京北大方正集团公司变更为现名，注册资本增至 10.00 亿元人民币。改制后，北京大学持有公司 70% 的股权，北京招润投资管理有限公司（公司员工持股机构，以下简称“招润投资”）持有公司 30% 的股权。经国务院办公厅以《关于同意北京大学清华大学设立北大资产经营有限公司和清华控股有限责任公司的复函》（国办函〔2003〕30 号）同意，北京大学

将公司无偿划入其全资企业北大资产经营有限公司（以下简称“北大资产”）。后经多次两股东同比例增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 11.03 亿元。公司控股股东为北大资产，实际控制人为教育部。

公司经营范围：制造方正电子出版系统、方正-SUPPER 汉卡、计算机软硬件及相关设备、通讯设备、仪器仪表、办公自动化设备；技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、技术推广；投资管理；财务咨询（不得开展审计、验资、查账、评估、会计咨询、代理记账等需经专项审批的业务，不得出具相应的审计报告、验资报告、查账报告、评估报告等文字材料）；销售电子产品、自行开发的产品、计算机、软件及辅助设备、仪器仪表、机械设备、非金属矿石、金属矿石、黄金制品、金属材料、建筑材料、化工产品（不含危险化学品及一类易制毒化学品）；货物进出口、代理进出口、技术进出口；装卸服务；仓储服务；包装服务；房地产开发；物业管理。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有 6 家境内外上市公司。

表 1 公司下属上市公司情况（截至 2019 年 3 月底）（单位：%、亿元）

股票简称	股票代码	主营业务	公司持股比例	受限股份占所持股份的比例	截至 2018 年底资产总额	截至 2018 年底所有者权益	2018 年营业收入	2018 年利润总额
方正科技	600601.SH	PCB、宽带接入、智慧城市	11.65	100.00	110.31	32.44	57.01	0.92
方正证券	601901.SH	证券经纪、资产管理、投资银行、自营投资	29.20	99.98	1482.22	386.66	57.23	7.54
北大医药	000788.SZ	医药流通、制剂	34.57	49.58	21.43	12.09	23.16	0.65
中国高科	600730.SH	教育	20.03	74.36	31.37	20.41	1.08	0.26
方正控股	0418.HK	字库、印刷、媒体、互联网信息	30.60	--	18.11 亿港元	11.86 亿港元	10.72 亿港元	0.88 亿港元
北大资源	0618.HK	房地产、信息产品分销	48.99	--	426.61	30.05	250.26	20.72

资料来源：公司提供

注：1.截至 2019 年 3 月底，公司所持方正科技、北大医药、中国高科股份未质押；2.截至 2019 年 3 月底，公司直接持有的方正证券的股份中 48.54% 已质押；3.方正科技、方正证券、北大医药、中国高科受限股份包含因公司及下属各直接持有上市公司股权的公司开展融资融券业务转入交易对方担保账户的股份

公司下设董事会办公室、党群工作部、纪检监察部、审计部、集团办公室、财务管理部、资产管理部、信息管理部、战略运营部、战略投资部、法务部、人力资源部和品牌管理部 13 个职能部门。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 3606.14 亿元，所有者权益合计为 654.79 亿元（其中少数股东权益 467.27 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 1332.74 亿元，利润总额 41.80 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 3555.65 亿元，所有者权益合计为 648.15 亿元（其中少数股东权益 474.37 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 281.11 亿元，利润总额 4.28 亿元。

公司住所：北京市海淀区成府路 298 号；  
法定代表人：生玉海。

### 三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕。

表 2 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 方正 MTN001	12.00	12.00	2018/08/22	2021/08/22
18 方正 MTN002	14.00	14.00	2018/11/02	2021/11/02
19 方正 MTN001	14.00	14.00	2019/01/28	2022/01/28

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继

续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；

服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明

显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

## 五、行业分析

### 1. 信息技术行业

#### (1) 行业概况

信息技术（IT 即 Information Technology）就是感测技术、通信技术、计算机技术和控制技术。感测技术是获取信息的技术，通信技术是传递信息的技术，计算机技术是处理信息的技术，而控制技术是利用信息的技术。信息技术产业主要包括三个产业部门：①信息处理和服务产业，如计算机中心、信息中心和咨询公司等。②信息处理设备行业，从事电子计算机的研究和生产（包括相关机器的硬件制造）、计算机的软件开发等活动。③信息传递中介行业，印刷业、出版业、新闻广播业、通讯邮电业、广告业都可归入其中。

近年来，国内信息产业连续多年保持平稳较快增长，手机、微型计算机、网络通信设备、彩电等主要电子信息产品的产量居全球第一，技术创新能力大幅提升，龙头企业实力显著增强，生态体系进一步完善，对经济社会发展的支撑引领作用全面凸显。

#### (2) 细分领域发展情况

##### 印刷电路板

印刷电路板（Printed circuit board，简称 PCB）是组装电子零件用的基板，作为电子产品中不可或缺的元件，随着科技水平的不断提升，其需求稳定且将持续增长。PCB 行业已成为全球性大行业，年产值超过 500 亿美元。

根据美国 PrismaMark 咨询公司的统计，2018 年全球 PCB 的市场规模为 623.97 亿美元，2023 年全球 PCB 市场规模预测为 747.56 亿美元，年平均复合增长率为 4.0%，其中中国 2018 年 PCB 产值为 327.02 亿美元，2023 年预计为 405.56 亿美元，年平均复合增长率为 4.8%，高于全球印刷电路板的增长速度。

PCB 行业是一个高度分散，生产商多，集中度较低，市场竞争充分的行业。全球领先的 PCB 厂商主要来自日本、中国、韩国和美国。



根据工研院产科所数据显示，2018年虽然中国台湾仍以31.3%的全球市场占有率夺冠，但中国大陆的占比也达到了23%，且市占率和成长率节节上升，逐步进逼台湾龙头地位。两者合计占全球PCB产值的比重为54.3%，稳居全球第一。根据CPCA的统计，PCB行业中，外资在华的厂商比重有58%。而内资厂商虽然数量有所提升，但规模相对较小，从2017年国内PCB企业的营收数据来看，规模10亿以上的内资企业占比不足30%。在国内PCB生产商前十名榜单中，中国本土企业仅有两家上榜，前十聚集度为40.18%，中国PCB企业规模较小，聚集度较低。PCB产品作为基础电子元件，其产业多围绕下游产业集中地区配套建设。目前中国大陆约有1500家PCB企业，主要分布在珠三角、长三角和环渤海等电子行业集中度高、对基础元器件需求量大并具备良好运输条件和水、电条件的区域。其中，广东和江苏两大省份聚集程度最高，2017年广东PCB产业销售收入占行业的比重达到46.26%，江苏达到34.77%，两者合计占比达到81%，地区集中度较高。就中国PCB行业竞争现状而言，随着行业变化加剧，新进企业、规模较小企业及技术工艺水平较低的中小企业将面临严峻考验；相对而言，一批掌握核心竞争力、先进工艺技术及优势客户资源的企业在面临更高技术含量、更高附加值挑战的同时，也孕育着增长空间。

中国PCB应用市场分布广泛，主要包括计算机，通讯，消费电子，汽车电子，工控，医疗电子，军工航天和封装产业。其中，由于智能手机、移动互联网等行业的蓬勃发展，通讯电子、消费电子和计算机领域已成为PCB三大应用领域，三者合计占下游需求的68%。未来，在移动互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能、无人驾驶汽车以及5G等新兴产业的推动下，中国PCB产业将持续快速发展。根据智研咨询披露数据，2018年通信市场电子产品市值预计将达到5850亿美元。通信市场电子产

品的发展将极大拉动PCB的需求，全球通讯电子领域PCB产值预估达1780亿美元，占全球PCB产业总产值的27%。据全球及国内运营商制定的时间表，2020年5G将正式商用。在此之前，5G将在2018年实行规模试验，2019年实现预商用。5G的建设离不开基站，而基站天线、RRU、BBU和OTN回传网需要使用大量PCB。截至2017年底，中国4G宏基站约有360万个，据前瞻产业研究院预计5G时代的基站数量将是4G时代的2~3倍，达到720~1080万个。这意味着5G商用将大幅度提升PCB用量。与此同时，5G使用的通信通道比起4G来说频率更高，因此对PCB的性能提出了更高的要求，可以预计未来PCB板的生产技术将会升级，价值将有望大幅度提高。

在产品结构方面，2017年，国内硬板和复合板的市场占比分别为13.0%和3.7%，而4层板、6层板及8至16层板的市场占比分别为19.1%、13.5%和10.4%，IC载板、18层及以上高层板销量占比较小，分别仅为2.7%和1.2%。HDI板和柔性板的市场占比分别为16.5%、17.1%。随着中国PCB行业技术的不断完善，产品结构正在逐步优化，传统产品单/双面板及多层板的销售占比正在逐步降低，高技术含量、高附加值的HDI板、封装基板、挠性板等产品销售占比则不断提高。

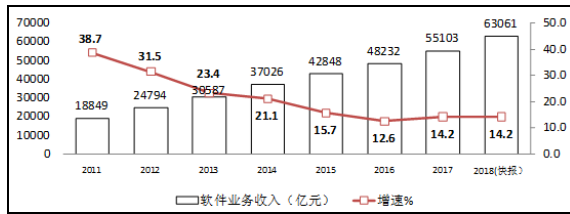
#### 软件业

中国软件行业现处于快速成长期，正加速成长为信息产业中增长最快、潜力最大的行业。根据工业和信息化部有关统计资料，2018年，中国软件和信息技术服务业运行态势良好，收入和效益保持较快增长，吸纳就业人数稳步增加；产业向高质量方向发展步伐加快，结构持续调整优化，新的增长点不断涌现。

2018年，全国软件和信息技术服务业规模以上企业3.78万家，累计完成软件业务收入63061亿元，同比增长14.2%；实现利润总额8079亿元，同比增长9.7%；行业人均创造业务收入98.06万元，同比增长9.6%，高质量发展

成效初显。

图1 2011-2018年软件业务收入增长情况



资料来源：工信部

分领域来看，2018年，全行业实现软件产品收入19353亿元，同比增长12.1%，占全行业比重为30.7%。其中，信息安全和工业软件产品实现收入1698亿元和1477亿元，分别增长14.8%和14.2%，为支撑信息系统安全和工业领域的自主可控发展发挥重要作用。2018年，全行业实现信息技术服务收入34756亿元，同比增长17.6%，增速高出全行业平均水平3.4个百分点，占全行业收入比重为55.1%。其中，云计算相关的运营服务（包括在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等在内的信息技术服务）收入10419亿元，同比增长21.4%，占信息技术服务收入比重达30.0%；电子商务平台技术服务收入4846亿元，同比增长21.9%。2018年，全行业实现嵌入式系统软件收入8952亿元，同比增长6.8%，占全行业收入比重为14.2%。嵌入式系统软件已成为产品和装备数字化改造、各领域智能化增值的关键性带动技术。

### (3) 未来发展

2015年5月国务院发布《中国制造2025》，提出把新一代信息技术产业作为重点领域，大力推动其突破发展。2016年的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出壮大战略性新兴产业的规模，到2020年把新一代信息技术产业等5个战略性新兴产业发展成为产值规模10万亿元级的新支柱。

新一代信息技术产业是围绕下一代信息网络、移动互联网、云计算、物联网、三网融合、集成电路、新型显示、新型元器件与专用设备、高端软件、信息服务等与新一代信息技术相关

的领域发展的产业。

2016年以来，全球信息技术围绕人工智能掀起了新一轮创新高潮，以智能为核心的技术产品创新在多个领域取得突破性进展，并持续快速演进。从国内外产业发展实践看，智能化正在成为电子信息产业的重要发展趋势，能够为电子信息产业提供新的发展机遇、发展空间和发展动力。

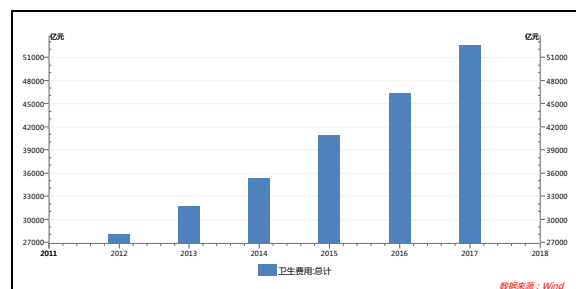
## 2. 医疗医药行业

### (1) 医疗行业

#### 行业概况

医疗服务需求是人类的基本需求之一。近年来，随着国民经济的发展和人们生活水平的提高，人们的健康意识不断增强，医疗服务需求不断增长，进一步强化了医疗服务需求的刚性特征。中国近年来持续增长的医疗服务需求促进了医疗服务市场的快速持续发展。卫生总费用是反映一个国家或地区在一定时期内，全社会用于卫生服务支出的资金总额。2017年中国卫生总费用51598.8亿元，呈上升趋势；卫生总费用占全国GDP6.2%，与上年相比有所减少；人均卫生费用3712.2元，比上年增加360.5元。卫生总费用主要集中在社会卫生支出部分。

图2 2012-2017年卫生费用情况



资料来源：Wind资讯

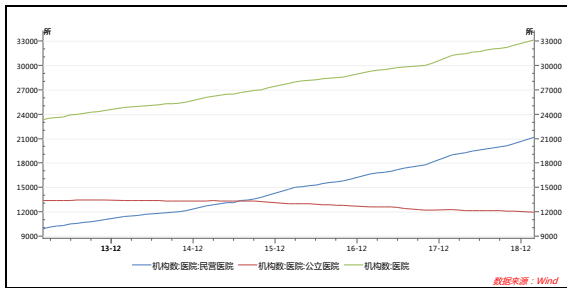
总体看，随着中国居民生活水平的提高，中国居民对医疗服务的需求增长，医疗服务市场仍有较大发展空间。

#### 行业竞争

中国公立医院的医疗卫生资源有限且高度集中在城市。由于具备管理机制灵活、提供市场化服务等特征，民营医院发展迅速，在医疗

服务行业中发挥着日益重要的作用。国家卫计委公布的统计数据显示，中国民营医院数量从2010年底的7068家增加至2016年底的16432家，占医院总数比重从33.80%提升至56.39%。截至2019年2月底，医院数量为33125所，其中：公立医院11960所，民营医院21165所。

图3 近年来医院数量情况



资料来源: Wind资讯

近年来，中国民营医院床位数量、卫生技术人员数量、诊疗人次数和入院人数均迅速增长，并且增幅超过公立医院，但拥有的卫生资源数量仍低于公立医院。2015年，中国民营医院数量首次超过公立医院，2012-2017年间民营医院开办量年复合增长13.7%。诊疗量上民营医院更是保持远高于公立医院的增速增长，并且近年来增速在持续加快，2012-2017年复合增速14.7%，而公立医院仅5.8%。

总体看，近年来民营医院发展迅速，未来仍具备较大发展空间。

### 行业政策

新医改意见明确提出，推进公立医院改革试点，提高公立医疗机构服务水平，努力解决群众“看好病”问题；鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生事业，加快形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。完善政策措施，鼓励社会力量举办非营利性医院。

2015年《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020年)的通知》明确提出严格控制公立医院规模。在上述政策的指导下，公立医院数量近年来呈下降趋势。民营医院数量快速增加，民营医院数量已超过公立医院数量。2017年8月14日，《关于深化

“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》提出要进一步提升医疗领域对外开放水平，外国医疗机构、公司、企业和其他经济组织以合资或者合作形式设立的诊所，放宽外方投资股权比例不超过70%的限制。

总体看，政府鼓励民营资本设立医疗机构，民营医院未来发展空间有望得到提升。

### (2) 医药流通行业

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自2006年以来快速增长。2010年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，2017年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额20016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，增速同比下降2.0个百分点。其中，药品零售市场4003亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比回落0.5个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017年，全国药品流通直报企业主营业务收入14620亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比下降2.6个百分点；利润总额363亿元，扣除不可比因素同比增长10.9%，增速与上年持平；平均毛利率7.2%，同比上升0.2个百分点；平均费用率6.1%，同比上升0.9个百分点；平均利润率1.7%，同比下降0.1个百分点；净利润率1.5%，与上年基本持平。2017年，前100位药品批发企业主营业务收入同比增长8.4%，增速下降5.6个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长9.3%，增速下降2.9个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.0%，同比下降0.2个百分点。其中4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的

37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

### 3. 金融证券行业

#### (1) 行业概况

证券市场具有融通资金、资本定价、资本配置等功能，在金融体系中处于重要地位。从二十世纪九十年代初开始，中国现代证券市场经历了二十多年的发展历程，监管体系逐步完善，市场规模不断扩大。如今，证券市场已成为中国金融市场的重要组成部分，对中国宏观经济的运行具有举足轻重的影响。

表 3 近三年证券行业年度统计数据

	2016 年	2017 年	2018 年
企业个数(家)	129	131	131
总资产(万亿元)	5.79	6.14	6.26
净资产(万亿元)	1.64	1.85	1.89
净资本(万亿元)	1.47	1.58	1.57
客户交易结算资金余额(含信用交易资金)(万亿元)	1.44	1.06	0.94
托管证券市值(万亿元)	33.77	40.33	32.62

资产管理业务受托资金总额(万亿元)	17.82	17.26	14.11
盈利企业个数(家)	124	120	106
营业收入(亿元)	3279.94	3113.28	2662.87
代理买卖证券业务净收入(亿元)	1052.95	820.92	623.42
证券承销与保荐业务净收入(亿元)	519.99	384.24	258.46
财务顾问业务净收入(亿元)	164.16	125.37	111.50
投资咨询业务净收入(亿元)	50.54	33.96	31.52
资产管理业务净收入(亿元)	296.46	310.21	275.00
证券投资收益(含公允价值变动)(亿元)	568.47	860.98	800.27
利息净收入(亿元)	381.79	348.09	214.85
净利润(亿元)	1234.45	1129.95	666.20

资料来源：中国证券业协会

2018 年，受限于经济增速下滑、中美贸易摩擦等外部冲击，中国证券市场出现了大幅回落，全年降幅超过 20%，加之部分上市公司股票质押业务暴雷，加大了证券公司资产减值压力，经营业绩进一步承压。具体看，2018 年 131 家证券公司合计实现营业收入 2662.87 亿元，同比增速为-14.47%；实现净利润 666.20 亿元，同比增速为-41.04%，处于有统计数据以来非常低的水平。同时，经营业绩的恶化也进一步反映在盈利证券公司家数的减少，2018 年 106 家实现盈利，而 2017 年为 120 家，下降 12%。2018 年，上市证券公司营业收入增速为-16.05%，净利润增速为-30.47%，净利润下降幅度要明显小于行业平均水平，主要在于上市券商在业务发展方面具有更强的综合实力。

2017 年以来，证监会相继发布或修订多项政策，主要包括合规管理、风险监管指标管理、流动性管理等，为证券行业营造更加健康透明的经营环境。证券公司整体财务杠杆保持较低水平，净资本相关指标保持良好，资本保持充足水平，流动性状况良好。2018 年，监管部门依然延续了强监管态势，不论是针对证券公司自身还是针对相关业务都有较多新的监管政策，加大了处罚力度。

总体看，经过了多年发展，中国金融证券行业整体发展逐步趋于完善。2018 年受内外部环境综合影响，行业经营业绩承压。2017 年以来行业合规管理不断强化，行业整合力度加强。

### (2) 行业竞争

中国证券行业与银行、信托相比，整体规模仍然偏小，处于发展的初级阶段，与境外发达市场相比，中国资本市场的金融产品较少，较为复杂的金融衍生产品发展受到一定限制。证券公司的盈利模式较为单一，收入主要来自证券经纪、自营、投资银行三大业务。不同证券公司盈利模式差异化程度较低，经营同质化较为明显。对于传统业务，由于所提供的产品和服务差异度小，竞争主要体现在价格方面。随着证券公司改革开放、创新发展的不断推进，近年来各项创新业务不断推出，收入贡献逐渐加大。

《外资参股证券公司设立规则》实施后，进入中国资本市场的国际投资银行不断增加。凭借管理水平、资本规模、创新业务领域等方面的优势，这些机构对中国本土证券公司形成一定的冲击。2018年4月，证监会公布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，逐步放开合资证券公司业务范围。

总体看，受上述因素影响，未来证券行业竞争或将加剧，行业集中度将会提高。

### (3) 行业政策

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，在维持分类监管制度总体框架不变的前提下，完善了合规状况评价指标体系及风险事件扣分规则，更新了风险评价内容，提高了净资本加分门槛。修订后的《证券公司分类监管规定》进一步引导证券公司加强合规及风险管理体系建设，规范经营行为。

从2018年证券公司分类结果看，98家券商被分为4大类9个级别，未出现最高评级为AAA级的公司，但本次评级中9年来首次出现了D类券商，华信证券由BB级降至D级。98家参评券商中，A类券商共有40家，与去年持平。相比2017年，本次结果有24家评级上调。具体来看，3家券商升幅较大：2018年分类评价上升最快的是方正证券，连跳六级，由去年的C直接升至A；西南证券紧随其后，连升5

级，由C升至BBB；信达证券则上升4级，由CC升至BBB。24家券商评级被下调，47家券商评级维持不变，另外有3家新设券商参加评级。

2017年以来，证监会继续加大行政执法和处罚力度。2018年，证监会共作出行政处罚决定310件，同比增长38.39%，罚没款金额106.41亿元，同比增长42.28%，市场禁入50人，同比增长13.64%。证监会持续对证券市场及相关机构采取高压的监管政策，进一步规范市场行为，营造规范透明的市场环境。

总体看，目前行业处于高压监管阶段，能否合规经营将成为行业内企业下一阶段生存发展的关键。

### (4) 未来发展

券商经营业绩的核心驱动因素在于股市走势和监管政策的走向，2019年上述两个因素都有改善趋势，证券业整体经营业绩有望改善，实现小幅正增长。

在中国经济环境的不断变化下，券商转型发展成为一种必然趋势。券商首先需要为自身定好位，明确重点业务组合，提高业务专注度和专业化，实现差异化发展。

国内证券公司已达到131家，尤其是中国金融业开放加快，外资券商数量会逐步增多，市场竞争会更加激烈，市场集中度将持续上升。未来，行业需要通过有效的准入和退出机制实现优胜劣汰，而兼并收购的外延式是券商提升市场竞争力和做大做强的重要途径。证券业发展的新时期，行业内资源重整十分有必要，尤其是能够达到优势互补或者通过并购有效获取业务能力。

除了传统业务领域，紧抓新业务机遇也会成为一种加快发展的关键。2019年，科创版的投行业务、上市公司并购重组业务、衍生品业务、海外投资业务等都具有一定发展潜力，需要证券公司加强前瞻性经营策略，在自身的能力范畴内布局新兴业务。

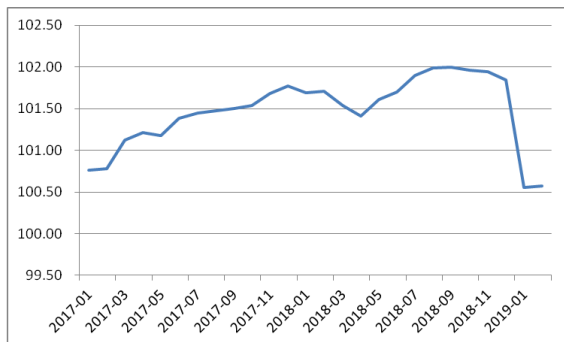
金融科技日渐成为金融行业的热点和重要

发展机会，通过应用金融科技不仅以此提高运营效率，更重要的是为券商提供了业务创新、价值创造的有效工具，提高了应对内外市场变化的敏捷性。未来，券商金融科技的应用力度，在业务运营、客户服务、投资交易、市场响应、营销管理等方面需求更大的突破。

#### 4. 房地产行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 4 2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国

房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。

整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

北京大学全资控股的北大资产持有公司 70% 的股权，为公司的控股股东，公司的实际控制人为教育部。

### 2. 企业规模与竞争力

公司由北京大学于 1986 年投资创办，王选院士为公司奠基人和精神领袖，他发明的汉字信息处理与激光照排技术奠定了公司的起家之业。公司是国家首批 6 家技术创新试点企业之一，500 家国有大型企业集团之一，120 家大型试点企业集团之一。2011 年初，公司根据集团远景发展规划，在之前事业群的基础上组建了专业化产业集团，由北大方正信息产业集团有限公司（以下简称“方正信产集团”，持股比例 100%）、北大医疗产业集团有限公司（以下简称“北大医疗集团”，公司持股 85.60%）、方正资本控股股份有限公司（公司持股 100%）、北大方正物产集团有限公司<sup>1</sup>（公司持股 94.17%）

<sup>1</sup>由公司二级子公司方正产业控股有限公司（公司持股 94.17%）直

分别负责集团 IT、医疗医药、金融产业及大宗商品贸易业务。根据中央巡视组的意见，公司在原有产业布局的基础上进一步聚焦于主责主业，加强与北京大学“产学研”的紧密联系，专注实体产业运营，并确定信息产业、医疗产业为公司未来发展的核心主业，未来资本性投入将主要聚焦核心业务。金融产业与实体产业有机结合、互相促进，对实体主业提供利润支持和金融支持。大宗商品贸易业务在控制风险的基础上，为集团提供现金流支持。

信息技术产业方面，公司在中国 IT 产业发展进程中占据着重要的地位。公司与香港理工大学、电子科技大学联合成立方正 PCB 研究院，该研究院是中国 PCB 行业唯一一家致力于 PCB 研发的研究院。经过十年的快速发展，公司已逐步迈向行业先进水平，并形成了十大产品线。在中国电子信息行业联合会发布的“2017 年（第三十一届）中国电子信息百强企业”中，公司排名第 9 位。在宽带业务方面，截至 2018 年底，方正宽带网络服务有限公司（以下简称“方正宽带”）业务累计进入城市 35 个，并与中国联通和中国移动进行了战略合作，在 17 个城市与基础运营商开展合作业务，自营宽带业务累计覆盖用户突破 1500 万户，服务有效用户总数达 134 万户，同比增长 24 万户。同时，公司在流量监控、安全风险、调度资源、网络资源方面具备核心技术优势并已取得相关专利成果。印刷方面，公司面向印刷企业数字化升级和面向印刷出版企业互联网转型提供先进的软件平台和方案，现已拥有了喷墨印刷、数码印刷、印前 CTP 三大硬件产品线，成为中国第一家具有自主知识产权的高端数字喷墨技术提供商。智慧城市方面，方正国际软件有限公司（以下简称“方正国际”）拥有 CMMI5（国际软件能力成熟度集成模型的最高级别）、ISO9001、ISO27001、计算机信息系统集成一级、安防工程企业一级等行业多项顶级资质，并连续多年被评为专利试点先进单位，拥有已授权专利 130

余件、正在申请的专利 300 余件，软件著作权 300 余件。

医疗医药方面，公司旗下的北大医疗集团以医院为核心，构建涵盖医疗信息化、供应链方案、健康保险、养老产业、产业孵化、医药研发生产、医院托管运营的大健康产业格局，成为中国生命健康领域产品和服务的综合提供商。

金融方面，2018 年公司旗下的方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”）主要业务排名前列，重回证券公司分类评价 A 类 A 级。截至 2018 年底，方正证券的业务网络包括 283 家证券营业部（含中国民族证券有限责任公司（以下简称“民族证券”）和瑞信方正证券有限责任公司）、24 家分公司、7 家境内外子公司。方正证券拥有业内领先的财富管理业务体系，为超过 1000 万客户提供专业化的金融服务和产品。自主研发的“小方”APP 单月活跃度位列行业前五，通过移动金融、科技金融全面提升客户的投资体验。

2018 年，公司合并了北大资源集团有限公司（以下简称“资源集团”），资源集团作为公司产业地产板块运营主体，在业内具有较强的竞争实力。资源集团在克而瑞 2018 年中国房地产企业销售 TOP200 榜单中排名第 67 位，排名较为靠前。根据易居克而瑞发布的《2018 产业地产发展白皮书》，资源集团获得 2018 年度产城运营商榜单 TOP30 荣誉。

总体看，公司品牌及技术优势明显、研发能力强，各产业板块均已形成一定的竞争力。

### 3. 股东支持

公司控股股东为北京大学设立的国有独资企业北大资产，公司与北京大学联系紧密。

北京大学是中国第一所国立综合性大学，其拥有的教授、博士生导师、中科院院士、国家重点学科和国家重点实验室的数量均居中国高校之首，在国内外具有很高声誉。

目前，公司的战略经营、日常管理等事项

接持股 100%。

均受北京大学、控股股东直接领导。董事均由北京大学任命，且多数曾在北京大学任职任教。另外，北大资产将自身绝大部分的担保资源提供给公司本部，主要是为公司在规模较大的银行的流动资金贷款予以担保支持，目前存续担保余额为 44 亿元左右。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。

## 八、重大事项

2018 年，公司将资源集团纳入合并范围。资源集团成立于 1993 年 3 月 9 日，注册资本 20000 万元人民币，其中北大资产持股 40%，公司持股 30%，为更好地促进资源集团业务发展，北大资产将其持有的资源集团 40% 的股东权利委托公司依法行使，包括但不限于：决定资源集团未来发展方向及战略规划事项、决定资源集团重大经营及决策事项、委派或决定资源集团董、监事及各级管理人员，并依法进行管理考核等。北大资产于 2018 年 11 月 1 日签署《关于委托北大方正集团有限公司行使北大资源集团有限公司股东权利的决定》、《委托协议书》，并完成相关事项的教育部备案登记工作。资源集团已完成公司章程备案登记。根据公司审计报告相关信息，公司实质控制资源集团，将其纳入合并范围，相应将上年可比数据进行重列。

截至 2018 年底，资源集团资产总额为 1036.89 亿元，所有者权益为 163.54 亿元；2018 年，资源集团实现营业收入 312.47 亿元，利润总额为 40.99 亿元。截至 2018 年底，资源集团资产负债率为 84.23%，有息债务规模为 417.40 亿元。

资源集团作为北京大学体系内科技园区、住宅及商业地产开发运营的主体，得到了北京大学和公司在优势学科资源以及产业和金融

等方面的支持。资源集团自 2006 年起一直被托管于公司，公司为资源集团进行管理和人才团队的输出，同时还为资源集团提供融资担保和流动性支持。截至 2018 年底，公司对资源集团的担保余额为 138.48 亿元，公司本部其他应收款中应收资源集团的金额为 84.33 亿元。

资源集团的并入，使得公司资产和收入规模大幅提升，并对公司利润水平形成有力支撑，公司对外担保规模大幅降低。同时，作为房地产开发企业，资源集团自身财务杠杆水平高，未来面临的资金支出压力大，进一步加重了公司整体债务负担。

## 九、经营分析

### 1. 经营现状

公司主营业务涵盖信息技术（IT）、医疗医药、钢铁、金融证券、大宗商品贸易业务和产业地产等。其中，信息技术产业和医疗医药产业作为公司的核心业务板块，是公司投资和发展的主要方向；钢铁产业将通过技改和产业升级，实现具有核心竞争力的自我专业化经营；金融产业与实体产业有机结合、互相促进，对实体主业提供利润支持和金融支持；大宗商品贸易业务在控制风险的基础上，为公司提供现金流支持；产业地产业务在“品质+资源”的核心战略下，作为公司的利润增长点。公司其他业务主要包括物业租赁、教育培训等。

2018 年，公司实现营业收入 1332.74 亿元，同比增长 7.38%。从收入构成来看，信息技术板块、产业地产板块和大宗商品贸易板块是公司主要收入来源，2018 年收入占比分别为 18.57%、17.46% 和 51.20%。2018 年，公司信息技术板块收入为 247.53 亿元，同比略有下降；医药医疗板块收入为 39.03 亿元，同比增长 11.50%，主要系北大医疗集团新并购医院所致；钢铁板块实现收入 32.24 亿元，同比增长 21.98%；金融证券板块实现收入 85.25 亿元，基本保持稳定；大宗商品贸易板块收入为 682.41 亿元，同比增长 6.99%；产业地产板块实现收入 232.67 亿元，同



比增长17.27%。

从利润构成来看，2018年公司营业毛利润为162.40亿元，毛利润主要来自信息技术、金融证券和产业地产板块，2018年上述三个板块的毛利润占比分别为11.70%、32.85%和46.37%。从毛利率水平看，2018年，公司综合毛利率为12.19%，同比提升1.36个百分点。从各板块毛利率水平来看，信息技术业务毛利率为7.68%，同比略有下降；医药医疗板块毛利率为28.05%，同比保持稳定；钢铁业务毛利率为8.03%，同比下降4.99个百分点；金融证券毛利率为62.58%，同比下降8.66个百分点；受国际国内市场环境及宏观经济影响，大宗商品贸易毛利率水平有所下降，2018年现货端表现为亏

损，毛利率为-0.38%；产业地产板块毛利率为32.36%，同比提升15.91个百分点，主要系资源集团坚持贯彻“品质+资源”的战略，所持项目品质溢价及市场行情上涨所致。

2019年1-3月，公司实现营业收入281.11亿元，同比增长31.16%，主要系方正证券2019年一季度收入同比增长42.39%所致。同期，公司综合毛利率为10.78%。其中，钢铁板块收入同比下降28.19%，毛利率为-11.91%，主要系苏钢集团生产设备高炉检修导致产量下降所致。产业地产板块收入同比下降43.43%，主要系行业季节性特点，销售规模和回款波动所致，毛利率同比上升，主要系部分项目市场行情上涨所致。

表4 公司经营情况（单位：亿元、%）

行业	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
信息技术	277.66	28.39	6.76	249.44	20.10	8.10
医药医疗	32.01	3.27	20.50	35.01	2.82	28.73
金融证券	83.44	8.53	49.58	85.78	6.91	71.24
大宗商品贸易	403.28	41.23	0.80	637.80	51.39	0.51
产业地产	153.13	15.66	14.99	198.41	15.99	16.45
钢铁	17.49	1.79	6.22	26.43	2.13	13.02
其他	11.04	1.13	62.61	8.32	0.67	45.10
<b>合计</b>	<b>978.05</b>	<b>100.00</b>	<b>10.32</b>	<b>1241.19</b>	<b>100.00</b>	<b>10.83</b>
行业	2018年			2019年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
信息技术	247.53	18.57	7.68	50.16	17.84	6.19
医药医疗	39.03	2.93	28.05	10.15	3.61	25.17
金融证券	85.25	6.40	62.58	31.88	11.34	60.73
大宗商品贸易	682.41	51.20	-0.38	164.09	58.37	0.63
产业地产	232.67	17.46	32.36	15.68	5.58	22.23
钢铁	32.24	2.42	8.03	5.35	1.90	-11.91
其他	13.61	1.02	27.76	3.79	1.35	36.68
<b>合计</b>	<b>1332.74</b>	<b>100.00</b>	<b>12.19</b>	<b>281.11</b>	<b>100.00</b>	<b>10.78</b>

资料来源：公司提供

注：1.因资源集团2018年纳入合并范围，属于同一控制下企业合并，2016-2017年数据为追溯调整数据；2.由于公司信息技术板块的收入大部分来自于分销业务，大部分分销收入来自于方正产业控股有限公司及方正信产集团下属公司，因此该表中列示的信息技术收入与公司信息技术板块中提及的各子公司收入之和有较大差异

## 2. 信息技术板块

公司信息技术产业的业务范围包含电信、硬件制造、行业解决方案和分销四大类。其中电信业务包括宽带通信；硬件制造业务包括封装基板、PCB 和喷墨印刷；行业解决方案包括字库、出版传媒、医疗信息化、智慧城市、阿帕比和移动传媒；分销业务包括 ICT 分销和消费电子类分销。

信息技术板块中分销业务收入占比较高，上游主要为电脑和服务器等硬件产品的生产商和贸易商，下游主要为京东等零售商。公司分销业务的上下游主要为大型客户，通过给予部分预付账款、同时给予 30 天以内的账期等营销手段维护供销关系。公司与上下游供销商主要通过银行转账、银行承兑汇票等方式进行结算。产品定价以市场接受为原则，参考市场同类产品价格，结合产品试点推广期间该产品的中标数量和价格综合定价。对于差异化产品，公司采用略高于市场同类产品价格的定价方式。

公司信息技术板块由下属的方正信产集团控股经营，方正信产集团拥有十多家高新技术企业，下设机构遍布全国近 30 个省市，员工 8000 人。方正信产集团下属主要的子公司包括方正科技和北京北大方正电子有限公司（以下简称“方正电子”）。

### （1）方正科技

方正科技主营业务主要包括生产和销售 PCB 产品、网络宽带接入服务、IT 系统集成及解决方案、智慧城市、PC 产品的 FA 业务（Fulfillment Agent 业务，特指方正科技与宏基公司关于政府行业等大客户电脑销售服务的业务合作）等。方正科技以“智慧城市”为牵引，综合运用云计算、物联网、大数据等前沿技术，通过 PCB 元器件支撑智能终端以及通信网络，继续在智慧城市信息化建设领域深耕细作。

方正科技 PCB 产品的研发、生产和制造主要由珠海多层、珠海高密、重庆高密三个主要生产地组成，其综合年产能达到 1500 万平方米。方正科技 PCB 业务现已形成从普通多层板、HDI 配套板到高端 HDI 板、高多层背板以及快

板的完整产品线，各生产基地均有明确的定位，产品之间形成有效延伸和搭配，已成为国内领先的集 PCB 研发、生产、制造和销售的企业。方正科技 PCB 客户的行业分布主要在通信设备、通讯终端、IT 产品、工业医疗、汽车电子、消费电子等。主要大客户有中兴、华为、Dell 等。PCB 业务作为方正科技深耕的领域之一，多年来保持稳定的现金流和利润贡献，2017 年在陆资 PCB 厂商排名第 5 名。2018 年，PCB 业务总体市场运行情况平稳，在“国际化”战略引领下，市场布局稳步推进，PCB 业务实现营业收入 25.29 亿元，同比减少 4.9%，实现净利润 11404.16 万元，同比减少 14.99%。其中，海外市场销售额为 10.37 亿元。受制于产能限制，方正科技 PCB 业务目前已无增长空间，随着中国智能制造 2025 和国家集成电路行业的推进，自 2017 年起筹划建设新厂，扩大产能。方正 PCB 业务扩产项目总投资约 10 亿元，目前已取得项目用地及国家开发银行 8 年期 8 亿元专项项目贷款，目前新厂房正在建设中，已投资近 1 亿元。项目预计建设期 1~2 年，预计 2020 年建成生产。建设完成后的新厂将成为高端智能化生产基地，产品主要面向 5G 应用领域，新厂建成后，单厂产值将超过现有的 6 家工厂的产值之和，从而提高利润水平。预计新厂满产后年净利润可达 4.5 亿元以上，方正 PCB 业务也将借助 5G 发展机遇迈进行业更高水平。

方正科技电子网络宽带接入业务主要运营主体为其全资子公司方正宽带，作为专业的互联网宽带接入服务提供商，方正宽带主要从事社区宽带接入业务、机构宽带接入业务和 ICT 服务。方正宽带是目前业内排名第二的二级宽带运营商，截至 2018 年底，方正宽带自营宽带业务累计覆盖用户突破 1500 万户，服务有效用户总数达 134 万户，同比增长 24 万户。近年来，国内宽带接入市场竞争激烈，受“提速降费”影响以及基础电信运营商尤其是中国移动的降价冲击，宽带接入业务毛利率持续下降。方正宽带积极开拓 IDC 业务和云数据系统等新业务。2018 年，方正宽带整体业务实现营业收入

10.33 亿元，同比增长 29.12%，实现净利润-8184.67 万元，同比减亏 9556.80 万元。

方正科技智慧城市业务运营主体为方正国际。方正国际整合物联网实时信息处理、地理信息、服务总线（ESB）、流程引擎（BPM）、大数据技术，构建一套“智慧城市公共服务产品体系”。围绕智慧城市智慧 IT 基础设施建设、智能建筑、绿色数据中心、平安城市，方正国际提供 IT 基础设施（物联网）、弱电、安防监控等三大基础设施集成服务。以互联、共享的智慧城市公共信息平台为基础，方正国际拓展智慧金融、公安、交通、媒体、城市管理等五大智慧行业应用解决方案，致力于成为“智慧城市实践者”。2018 年，方正国际的系统集成和定制开发业务收入较上年同期实现较快增长，同时通过采取业务聚焦策略，集中发展优势业务，努力拓展区域市场，持续改善经营管理质量，净利润较上年大幅度减亏。2018 年，方正国际整体业务实现营业收入 18.91 亿元，同比增长 82.97%，实现净利润-13078.04 万元，同比减亏 20456.35 万元。

截至 2018 年底，方正科技资产总额为 110.31 亿元，所有者权益合计 32.44 亿元，2018 年，实现营业收入 57.01 亿元，同比增长 11.81%，主要是系统集成、定制开发业务和云数据系统销售增加所致。2018 年实现利润总额为 0.92 亿元，同比扭亏为盈，主要原因是：①通过积极开拓新业务、采取业务聚焦策略、持续改善经营管理质量等措施，下属子公司方正宽带和方正国际整体业绩同比合计减亏约 3 亿元；②方正科技将全资子公司方正科技集团苏州制造有限公司 100% 股权转让给方正信产集团获得收益 2.92 亿元。

## （2）方正电子

方正电子是中文印刷与传媒行业领先的技术、服务提供商和行业咨询专家，业务范围涵盖印刷、传媒、出版、舆情、字库、数字教育等领域，致力于为客户提供领先的信息处理技术、产品、解决方案和增值服务，使最终用户可以随时随地、通过各种终端体会移动互联网时

代的信息化生活。

印刷方面，作为中国现代印刷与现代传媒技术革命的开创者与领导者，继激光照排、远程传版、彩色出版系统及新闻采编系统之后，公司持续推动行业进步与发展，为印刷业提供从数字化生产到数字化管理的全流程产品和解决方案，并实现了数字喷墨印刷机的自主研发、生产，成为中国唯一一家具有自主知识产权的高端数字喷墨技术提供商；面对云计算和移动互联网的发展，公司开发了移动采编、移动阅读、移动管理、手机电视等一系列产品和服务平台，为传媒出版业融入整合营销的全媒体时代提供强大的技术支撑。目前，公司喷墨印刷业务中按需印刷的商业模式已经得到验证，产品已经具备较高性价比，同时正在积极拓展民营书刊、传统新华厂、快印、互联网印刷等领域市场。截至 2018 年底，成熟业务累积完成 502 台可变数码的销售，2018 年完成 43 台可变数码的销售，并持续向药品软包装和酒类包装拓展业务，新产品 K800C 四色设备已于 2018 年中国国际全印展上正式发布，助力彩色喷码市场业务。

字库方面，方正字库已经融入现代人生活，成为汉字书写文明在信息化时代的传承载体和全新表现形式。方正字库是全球最大的中文字库厂商，方正 2B 类字库的整体市场份额约为 60%，且在每一个细分市场都处于龙头地位。截至 2018 年底，方正电子拥有中文简体字库 731 款、繁体字库 434 款，有 5 款包含 7 万多汉字的超大字库。在国内有近 80% 的报社、出版社、印刷厂每天使用方正字库排印大量的报纸、书籍、杂志、教材、文件、包装等。2013-2018 年，字库业务的总收入从 6586 万增长至 2.27 亿元，年复合增长率超过 20%。其中，字库 2B 业务保持年均 30% 的增速，截至 2018 年底，累计业务客户数达 15124 家，同比增长 50.59%；字库 2C 业务持续提升产品竞争力，累计提交手机 QQ、手机渠道字体 715 款，手迹造字+写字先生装机用户合计接近 420 万，手迹造字累计生成用户字体 125496 套。同时，华为在全球开发者大会上宣

布联合方正手迹发布字体DIY功能，见字如面业务生态重大突破。

数字教育方面，方正电子致力于信息技术与教育的深度结合，依托在传媒领域的深厚技术积累，凭借交互式电子教材的开发和制作、互动课堂新型教学形态的信息技术支撑以及基于云计算技术的内容服务支持，推动中国教育信息化发展。

网络舆情监控方面，方正电子长期专注于网络舆情监测产品的研发和服务，致力于为各级党政机关、企业集团提供优质的舆情监测解决方案，是领先的舆情综合服务商，目前在新闻外宣、出版、政府、媒体、教育以及互联网管理领域拥有广泛的用户基础和良好的用户口碑。迄今为止，方正电子已承接国内大部分省市的网络舆情项目建设，包括国家级、省级、市级项目，用户数量和质量均居全国首位。随着新兴网络应用的变化，方正电子不断推出微博监测、舆情云服务等产品 and 解决方案，并与多家高等学府成立舆情研究基地，进一步拓宽舆情应用的市场空间。

截至2018年底，方正电子资产总额为8.58亿元，所有者权益合计5.47亿元，2018年，实现营业收入5.81亿元，利润总额0.83亿元。

总体看，公司信息科技板块产品种类丰富，IT分销业务收入规模较大。同时，信息技术领域技术更新快，竞争激烈，部分业务处于亏损状态。

### 3. 医药医疗板块

医疗医药产业方面，公司确定的战略目标是建立与国际接轨、以一流医疗为核心的全方位医疗医药产业集群，并围绕北京大学的医疗服务优势在纵向和横向上进行产业拓展。医疗服务作为产业的核心业务，将定位于医疗周边产业发展的平台、渠道和载体。在纵向拓展上，主要向上游的药品研发、制药、医药流通产业延伸，实现医药一体化，分享上游行业带来的高额附加值，同时大大降低医药流通环节的成

本；在横向拓展上，将以医院作为依托，以新建项目和收购既有项目为手段来发展包括健康管理、老年关怀、医疗信息系统、医疗管理咨询、护理培训、后勤保障、设备租赁、医疗保险等业务板块的内容和规模。

目前公司医药医疗板块主要依托下属的北大医疗集团进行经营管理。截至2018年底，北大医疗集团资产总额为242.46亿元，所有者权益合计67.46亿元。2018年，实现营业收入41.50亿元，利润总额0.86亿元。

#### (1) 医药板块

在医药领域，医药研发板块包括方正医药研究院有限公司（以下简称“医药研究院”）等；医药流通和制药板块包括北大医药股份有限公司（以下简称“北大医药”，000788.SZ）及其全资子公司北京北医医药有限公司（以下简称“北医医药”）和武汉叶开泰医药科技有限公司等，业务领域涵盖新药研发、化学原料药、制剂药、生物制药的生产和药品流通。

#### 医药研究院

医药研究院成立于2008年10月，注册资金5000万元，是公司与北京大学医学部合作运营的创新药物研究机构，其立足于肿瘤和心脑血管等疾病领域的创新药物和仿创药物的开发，为公司医药产业的持续快速发展提供核心竞争力。截至2018年底，医药研究院已有22个制剂项目进入SFDA审评（含获得临床批件进行临床研究的），其中2个1.1类创新药（治疗领域为癌症和抑郁症），10个3类仿制药；共申请发明专利163项（包括5项国际PCT专利），其中57项已授权。

#### 北大医药

北大医药主要从事化学药品制剂的研发、生产和销售，医药流通以及医疗服务等业务，拥有国家级化学合成药物研发技术中心，现有产品均已通过GMP认证，制剂销售及流通业务建立了以北京、上海、重庆、湖北地区为核心，覆盖全国的销售网络。深度分销和配送服务已积蓄了一定的经验和资源，并形成较为成熟

的盈利模式。同时，北大医药依托股东科研资源，开展创新药物和仿制药物的研发合作，已形成较为成熟的在研梯队；依托股东医疗资源，成功打造肿瘤医疗服务平台，并将开展肿瘤诊疗服务。

流通领域，北大医药在北京、武汉及重庆分别设有主要经营中心，业务涉及药品、器械、试剂、设备、耗材等的销售、代理、仓储运输、配送等。随着北大医药在医疗服务领域的逐步扩张，以及制剂药产能的提升，流通业务板块将合理控制经营规模，加强内部产业协同，优先满足自产药品的营销需求，以及北大医药旗下各医院的产品供应和仓储服务，助力医院供应链整合，提高整体利润率。

截至 2018 年底，北大医药资产总额 21.43 亿元，所有者权益合计 12.09 亿元，2018 年，实现营业收入 23.16 亿元，利润总额 0.65 亿元。

## (2) 医疗板块

在医疗领域，公司将构建以北京大学和北京大学国际医院为龙头，医院网络为主体，涵盖医生管理、供应链、保险、大数据的大健康产业格局；公司将建立专业化、标准化、可输出的健康产业管理能力，提升医疗服务的可及性和质量安全，最终形成医院托管能力。

北大医疗集团涉及医疗服务业务的经营主体主要包括 6 家专科连锁机构及 5 家综合医院，其中，专科连锁机构包括北京怡健殿诊所有限公司、北京北大医疗肿瘤医院管理有限公司、北京北医泰然医疗投资管理有限公司、湖南恺德微创医院有限公司、北京北大医疗脑健康产业投资管理有限公司、北京北大医疗康复医院有限公司，综合医院包括北京大学国际医院（以下简称“北大国际医院”）、北大医疗鲁中医院、北大医疗淄博医院、北大医疗海洋石油医院和北大医疗潞安医院。

2018 年，北大医疗集团正式与枣庄矿业集团旗下四家医院、山西潞安集团总医院、海洋石油总医院等签订正式合作协议，北大医疗集团与交易对方合资成立医院管理公司，北大医

疗集团以货币形式出资，持股 50%~60%，医院管理公司纳入北大医疗集团合并范围，其中枣庄矿业集团旗下四家医院尚未完成交割，北大医疗集团初缴注册资金 2.00 亿元，山西潞安集团总医院已完成交割，实缴 9000 万元，公开摘牌金额为 1.33 亿元，海洋石油总医院已完成交割，实缴金额为 6273.92 万元。

截至 2018 年底，北大医疗集团已实现管理床位数万余张，未来将在全国范围内继续采用收购形式，优选以企业医院为主的标的，力争在 2020 年达到 20000 张床位的战略目标。

北大医疗产业园科技有限公司为北大医疗医疗创新创投板块的承载主体，为医疗医药科技企业研发、人才、投融资、市场拓展等环节提供创新服务，其定位目标为汇聚政、产、学、研、金、介、贸、媒各要素，搭建创新生态系统，成为中国第一、国际一流的医疗综合体运营商和医疗科研服务提供商。

北大医疗老年健康养护中心比邻北京大学国际医院、北大医疗康复医院，秉承“以医助养、以养减医”理念，引进国际先进的“医养照护模式”，致力于打造国内最先进的医养结合养老社区。

北大国际医院坐落在北京市昌平区中关村生命科学园的北京大学医疗城内，是北大医疗城的旗舰项目，由北京大学和公司共同投资兴建（北大国际医院的主要资产均在北大医疗集团名下，北大医疗集团向其收取房租及设备租金，2018 年合计 1.56 亿元；北大国际医院为事业单位，未纳入公司合并范围），性质为非营利性三级综合医院。作为北大医学部第九家附属医院，北大国际医院在医疗、教学和科研方面得到了北大医学部及其附属医院系统的大力支持，建立了与国际接轨的中国医院管理模式与标准。医院总建筑面积 44 万平方米，总投资 45 亿元人民币，核准床位 1800 张，设有 60 余个医疗临床和医技科室，是国内医院信息系统最早达到 HIMSS（美国医疗信息和管理系统学会）7 级的医院之一。医院设备设施先进、技

术领先。作为北大医学部的医、教、研平台，北大国际医院拥有 6 层用于教学和科研的建筑及 3252 平方米的核心研究实验室，在医疗临床与创新研究间搭建了桥梁。

北大国际医院自 2014 年底试运营以来，各项业务进展顺利，2015 年 9 月取得北京市医保资格，11 月完成系统对接，实现实时结算；2015 年以来，营业收入和门急诊人数均快速增长，

2018 年分别为 14.15 亿元和 84.34 万人次。业务方面，现已开放 65 个学科专业，实现了学科全覆盖，同时高端医疗已成为发展亮点。2018 年，高端业务收入占总收入比例超过 12%。该项目尚处于运营初期，短期内仍将处于亏损状态（2018 年净利润为-5.82 亿元）；但随着各项业务的推进，发挥协同效应，将对公司医疗板块长期业绩形成补充。

表 5 北大国际医院收入和门诊情况（单位：万元、人次）

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
医疗总收入	50865.27	95387.47	141459.56	33660.36
其中：门诊收入	14837.36	30183.60	44582.44	12016.62
体检收入	1760.82	3740.84	5392.70	376.20
住院收入	34267.08	61463.03	91484.42	21267.53
门急诊人次	483001	669595	843355	216514
其中：门诊人次	438235	598946	757641	194222
急诊人次	28423	43355	54740	18068
体检人次	16343	27294	30974	4224
住院人次	15991	15143	31712	7235
出院人次	16080	24327	32281	7830

资料来源：公司提供

注：门急诊人次包括门诊人次、急诊人次和体检人次

跟踪期内，公司医疗板块不断发展，是公司未来主要的发展方向之一。未来随着国际医院收入快速增长及新并购医院协同发展，医疗板块有望成为新的业绩增长点。

#### 4. 钢铁业务

公司钢铁业务由下属的江苏苏钢集团有限公司（以下简称“苏钢集团<sup>2</sup>”）负责。目前，苏钢集团已形成以特钢产品盈利为主及特钢深加工盈利为辅的双轮驱动盈利模式。特殊钢生产装备和整体生产加工工艺已达到国内先进水平，主要产品为高附加值的非调质钢、汽车用钢、工程机械用钢等特殊钢产品，年产能达 110 万吨，业务涉及地域包括浙江、上海、江苏、湖南、湖北、辽宁、宁夏等国内地区及澳洲、韩国、印尼等国外地区。经过产业升级，特钢

产品已成为苏钢盈利的主要支撑点。在国内，苏钢集团与重庆大江、三一重工、宝钢、安阳豫德、江苏常宝、江苏健力等建立了稳定的购销关系，目前各类特钢需求量旺盛。

2018 年，苏钢集团圆钢销售规模同比大幅提升，销售圆钢 39.43 万吨，实现销售收入 18.67 亿元。同期，钢坯销量下降至 30.88 万吨，实现销售收入 12.17 亿元。

表 6 公司主要钢铁产品销售情况（单位：万吨、万元）

产品	2017 年		2018 年	
	销量	收入	销量	收入
圆钢	25.03	82575.27	39.43	186728.23
钢坯	39.57	162139.57	30.88	121739.95

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，苏钢集团资产总额为 115.72 亿元，所有者权益合计 47.46 亿元，2018 年实现营业收入 32.72 亿元，利润总额 0.17 亿元。苏钢集团目前持有广发银行股份有限公司

<sup>2</sup>公司对苏钢集团的直接持股比例为 24.57%，方正产业控股有限公司持有苏钢集团 67.88% 股份。

2.23 亿股股权，且拥有约 2000 亩厂区内工业用地；公司旗下江苏方正苏高新港有限公司（北大方正投资有限公司持股 60%，苏钢集团持股 40%）拥有约 500 亩土地储备，为仓储用地。

### 5. 金融证券业务

公司金融证券业务板块主要从事股票、债券和期货经纪、基金、租赁、信托、股票和债券承销与保荐以及证券自营等业务，经营主体主要包括方正证券、北大方正集团财务有限公司（公司直接持股 50.00%，最终合并持股 100.00%）和北大方正人寿保险有限公司（以下简称“方正人寿”，公司持股 51.00%）等。截至 2018 年底，北大方正集团财务有限公司资产总额为 130.15 亿元，所有者权益为 55.14 亿元，2018 年实现营业收入 4.08 亿元，净利润为 1.53 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司直接持有方正证券 22.85 亿股，持股比例为 27.75%，其中质押数量为 11.09 亿股，占持股总数的 48.54%。

#### (1) 方正证券

方正证券为国内证券市场第 7 家 IPO 上市

券商，管理的客户资产规模超过 2000 亿元。方正证券是拥有“全牌照”业务资格的证券公司，系全国 25 家融资融券业务试点券商之一，同时还拥有新三板代办股份转让等多项新业务资格，业务范围涵盖证券经纪、投资银行、证券自营、资产管理、研究咨询、期货经纪、直接投资、基金管理、融资融券、期货中间介绍业务、代办系统主办券商业务、基金代销、QFII 业务及证监会核准的其他业务资格。2014 年 8 月方正证券成功并购民族证券，扩大了方正证券的业务规模和竞争实力。

2018 年，方正证券分类监管评级连升 6 级恢复至 A 类评级。截至 2018 年底，方正证券资产总额为 1482.22 亿元，所有者权益合计 386.66 亿元；2018 年，方正证券实现营业收入 57.23 亿元，同比下降 4.01%；营业利润 8.76 亿元，比上年同期减少 48.56%，主要系受行情低迷，信用业务计提大额资产减值损失等所致；归属于上市公司股东的净利润 6.61 亿元，比上年同期减少 54.48%。

表 7 2016-2018 年方正证券营业收入及营业利润率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	营业利润率	收入	占比	营业利润率	收入	占比	营业利润率
经纪及信用交易	62.79	80.92	65.28	52.40	88.02	63.48	46.71	81.62	46.05
自营投资	10.95	14.11	87.45	8.13	13.66	91.06	12.05	21.06	90.66
投资银行	5.91	7.62	32.32	4.65	7.81	13.06	3.95	8.88	-15.90
资产管理	2.00	2.58	67.32	3.76	6.32	67.51	5.08	6.90	72.01
总部及其他	-4.06	-5.23	--	-9.41	-15.81	--	-10.57	-18.46	--
合计	77.60	100.00	40.60	59.53	100.00	28.45	57.23	100.00	15.30

资料来源：方正证券年报

分业务来看，经纪及信用业务是方正证券主营业务收入的主要来源，2018 年，经纪及信用交易业务收入为 46.71 亿元，较上年下降 10.87%，主要系 2018 年股票市场行情低迷所致。方正证券自营投资业务在合并民族证券后，逐步推进从相对单一的资产配置结构向平衡配置转型，2018 年，方正证券自营投资业务收入为 12.05 亿元，是方正证券第二大收入来源。

从盈利水平来看，2018 年，方正证券营业利润率水平同比有所下降。受股票市场低迷影响，方正证券经纪及信用业务营业利润率同比下降至 46.05%。投资银行业务主要由方正证券下属公司民族证券和瑞信方正证券有限责任公司经营，受市场行情及监管趋严影响，投资银行业务营业利润率同比有所下滑，2018 年为 -15.90%。2018 年，方正证券把握市场机会，拓

宽资产管理业务量使得资管业务盈利水平增加。2019 年一季度，方正证券实现营业收入 18.45 亿元，同比增长 42.39%，实现利润总额 7.55 亿元，同比增长 82.07%，已超过上年全年利润总额。

## (2) 方正人寿

方正人寿 2017 年实现首次盈利，作为与医疗、养老等产业高度相关的寿险牌照，公司将在其业务范围内，协调相关产业资源支持其业务发展。

2018 年以来，在保险行业严峻的外部环境中，方正人寿对个险渠道进行改制改革，并且加快新机构建设。2018 年实现原保费收入 20.14 亿元，净利润 3815.69 万元；累计新业务价值 12192.28 万元，同比增长 52.90%；财务投资收益 5.96%。

联合资信关注到，证券业务对公司利润贡献大，是公司业绩的重要支撑。但证券业务周期性较强，容易受国内外经济和证券市场行情的影响，经营业绩稳定性波动大。跟踪期内，受市场行情影响，公司证券业务收入及利润规模均有所下降，未来业绩回升将对公司风控水平、决策能力提出更高要求。

## 6. 大宗贸易业务

公司大宗商品贸易业务经营实体主要是公

司下属的北大方正物产集团有限公司（以下简称“方正物产集团”）及其管理的上海京慧诚国际贸易有限公司（以下简称“上海京慧诚”，纳入北大方正投资有限公司合并范围），旗下拥有（大连物产、天津物产、上海物产、新加坡物产、香港物产、方兴贸易、方石贸易、方通港口、上海安石仓储等）九家控股子公司，并管辖若干家业务公司，形成了覆盖北京、上海、大连、天津、云南、黑龙江、香港、新加坡的贸易网络。公司目前主要从事玉米、小麦、大豆、稻谷、食用油脂、白糖、棉花等农产品，聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、精对苯二甲酸、乙二醇、天然橡胶等石化产品，以及铜、铝、铅、锌、锡、镍、黄金、白银、铁矿石、钢坯、螺纹钢、热轧卷板等矿产金属的大宗商品期货现货贸易业务。2018 年，公司大宗贸易业务实现贸易收入 682.41 亿元，同比增长 6.99%；国内贸易收入占比提升至 76.46%。截至 2018 年底，方正物产集团资产总额为 171.59 亿元，所有者权益为 13.20 亿元，2018 年实现营业收入 129.10 亿元，净利润为 0.31 亿元。2018 年，上海京慧诚实现收入 545.92 亿元，实现利润 0.12 亿元。

表 8 公司大宗商品贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内贸易	175.79	43.59	470.16	73.72	521.80	76.46	135.18	82.38
国际贸易	227.49	56.41	167.64	26.28	160.61	23.54	28.91	17.62
合计	403.28	100.00	637.80	100.00	682.41	100.00	164.09	100.00

资料来源：公司提供

公司有色金属、化工产品、天然橡胶的采购方式包括进口和内贸两种方式，销售以国内销售为主。黑色金属、农产品以国内采购和销售为主。方正物产集团严格筛选合作方，加强仓储运输管理力度。在业务操作中进行期货及现货的 1:1 匹配，规避商品价格波动风险。2018

年实现期货投资收益约 7.60 亿元。

从结算方式看，公司采用国际惯例结算方式，一是在进口方面：以信用证（即期和远期）、保函为主；二是在内贸方面：采用汇款、银行承兑汇票、商业承兑汇票、国内信用证等，以货到付款和款到发货为主。



总体看，公司国际贸易业务规模较大，盈利水平低，存在跨境经营风险和汇率波动风险。

## 7. 产业地产业务

公司产业地产业务包括科技园开发运营、住宅及商业地产开发、商业运营，经营主体为资源集团。

### (1) 科技园开发运营

公司科技园开发运营业务以北大科技园为载体，进行科创园区开发建设及运营管理。公司致力于打造标准化的科技园区，公司通过对园区持股收取相应股权比例的出租费和物业费收入。此外，公司还通过输出北京大学品牌资源和团队管理来获取运营服务费收入。公司提供的运营服务主要体现在公司会依托北京大学产学研资源优势，为科技园引入教育、科技、医疗和金融等资源，开展基础学科研究、科技成果转化、应用技术研发等活动，并组织专业培训讲座和赛事等。截至 2019 年 3 月底，公司已建成 9 个科技园区，可供出租面积共计 14.6 万平方米，已出租面积共计 9.4 万平方米。近三年，科技园运营收入分别为 2.78 亿元、4.07 亿元和 4.40 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司有 1 个在建科技园项目，即金华北大科技园二期项目，该项目已于 2018 年 7 月开工建设，预计竣工时间为 2019 年 11 月。该项目预计总投资 2.77 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 1.03 亿元。科技园项目储备方面，公司拟建科技园为北京上地科技园，截至 2019 年 3 月底正处于土地一级开发阶段，预计于 2020-2021 年进行二级开发。未来，公司将以“产业先导”为原则，提供区域经济发展综合解决方案，系统化构建科技创新平台，公司已与贵州省遵义市、山东省泰安市等地方政府签署了战略合作协议，未来将协助当地政府规划建设新型科技园区并提供持续运营服务。

### (2) 住宅及商业地产开发

住宅及商业地产开发是公司产业地产业务营业收入和利润的主要来源。资源集团本部无

房地产开发资质，下属各项目公司分别向项目所在地申请开发资质，目前项目公司主要为房地产二级开发资质。

公司在进行住宅及商业地产开发过程中，会在开发项目中引入北京大学和公司在医疗、教育和科技等方面的优质资源，提升项目品质和竞争力，并由此获得当地政府的合作支持并以相对较低的成本拿地用于开发建设。公司住宅及商业地产项目主要布局为华中、西南、长三角、珠三角和环渤海等区域。目前，公司项目主要分布于北京、杭州、天津、济南、青岛、重庆、成都、昆山、贵阳等经济较为发达的城市，以及湖南省、湖北省、江西省和云南省等省份中经济较为发达的地区，公司项目以二、三线城市项目为主，辅以少量一、四线城市项目。

表 9 公司房地产业务情况

(单位：万平方米、元/平方米、亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
新开工面积	220.80	304.35	91.49	--
竣工面积	226.20	265.05	277.75	--
签约销售面积	143.18	209.11	353.20	44.80
销售均价	10138.29	11481.00	10855.04	12299.10
签约销售额	145.16	239.93	383.40	55.10

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2019 年 3 月底，公司总储备土地面积约为 735.57 万平方米，总土地价款约 496.79 亿元，均已支付，总建筑面积约为 1993.05 多万平方米，储备地块主要分布于杭州、重庆、成都、昆明、天津和盐城等二、三线城市。公司主要采取公开招拍挂的方式拿地，2017-2019 年 3 月，公司累计新增土地储备 17 块，总土地款金额约为 21.90 亿元，按权益计算土地面积约为 98.07 万平方米，土地用途主要为住宅和商业。

在建及拟建项目方面，截至 2019 年 3 月底，资源集团在建及拟建住宅及商业地产项目约 50 余个，预计总投资 1443.01 亿元，已投资 878.69

亿元，未来尚需投资 564.32 亿元，资源集团未来将面临较大的资金支出压力。截至 2019 年 3 月底，公司在建及拟建项目总可售面积约为 1562.24 万平方米，预计可实现销售收入合计 1687.04 亿元。其中，在售及预售项目累计认购面积 743.20 万平方米，累计认购金额 749.16 亿元，已回款金额 664.89 亿元；未来可售面积 819.04 万平方米，未来预计可实现销售收入 937.88 亿元。

### (3) 商业运营方面

商业运营方面，公司商业运营业务的收入来源主要为租金收入。2016-2018 年，商业地产运营收入分别为 2.69 亿元、5.69 亿元和 6.22 亿元。公司商业运营业务收入在公司产业地产业务收入中占比较小。

公司主要的商业运营项目包括华南 MALL 购物中心、新媒体大厦和杭州财富中心等。华南 MALL 购物中心位于东莞市，系当地大型购物中心，总建筑面积 46.25 万平方米，可供出租面积为 23.54 万平方米，截至 2019 年 3 月底，出租率为 89%，平均租金为 26 元/平方米/年，资源集团持股比例为 100.00%。新媒体大厦位于北京市，业态为商业、办公、公寓、演播厅和库房，总建筑面积为 13.74 万平方米，可供出租面积 11.34 万平方米，截至 2019 年 3 月底，出租率为 84.75%，资源集团持股比例为 60.00%。杭州财富中心位于杭州市，业态为写

字楼和底商，总建筑面积 4.21 万平方米，可供出租面积 4.07 万平方米，截至 2019 年 3 月底，出租率为 87.03%，资源集团持股比例为 90.00%。

截至 2019 年 3 月底，公司正在开发建设的商业运营项目主要有杭州海港城生活广场项目和昆明博泰城文化健康主题购物中心项目，资源集团持股比例分别为 90.00% 和 70.00%。

### 8. 其他业务

公司其他业务主要包括教育及房产物业经营，教育方面，未来将依托中国高科上市公司平台、稳步推进职业教育和互联网教育方向的业务拓展。物业经营的主体主要包括：银通物业及银通房地产有限公司，管理项目包括方正大厦（中关村）、方正大厦（上地）、上地 14 号院底商、展春园小区 21 号楼、畅春园小区、青年公寓 60 号楼、青年公寓（北京上地）等。

### 9. 重大投资项目

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程已投资 68.56 亿元，主要为北大国际医院项目的投资；2019 年 4-12 月、2020 年和 2021 年分别计划投资 11.63 亿元、10.38 亿元和 6.77 亿元。总体看，若不考虑地产板块资本支出规模，公司未来资本支出规模不大。

表 10 截至 2019 年 3 月底主要在建工程项目情况表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	筹资方案		截至 2019 年 3 月底累计投资额	未来投资计划		
		贷款	自有		2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
北京大学国际医院项目	59.74	41.82	17.92	56.59	2.58	0.57	--
淄博医院门诊医技病房综合楼项目	3.05	1.00	2.05	1.17	1.88	--	--
山东北大医疗鲁中医院	3.30	0.00	3.30	2.25	0.55	0.18	0.32
微电子配套宿舍楼建设	1.30	0.74	0.56	1.08	0.22	--	--
方正宽带	4.56	2.74	1.82	5.69	3.31	3.90	4.40
方正科技技改	1.21	0.00	1.21	0.96	0.56	0.63	0.50
方正 PCB 高端智能化产业基地项目	10.00	8.00	2.00	0.82	2.53	5.10	1.55
<b>合计</b>	<b>83.16</b>	<b>54.30</b>	<b>28.86</b>	<b>68.56</b>	<b>11.63</b>	<b>10.38</b>	<b>6.77</b>

资料来源：公司提供

注：计划总投资为初始计划投资额，后期随项目进度可能发生变化，故累计投资额及未来投资计划合计可能大于计划总投资金额

## 10. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为10.26次、1.88次和0.38次。总体看，公司经营效率一般。

## 11. 未来发展

根据2017年中央巡视组整改意见，并在教育部、北京大学的帮助和指导下，公司将坚持以“聚焦主责主业，促进科研成果转化，服务教学科研，服务国家战略”为总体指导思想，进一步优化产业布局，促进重点产业发展升级，主要以信息、医疗板块为核心实体产业，同时，加强金融、物产等板块与实体产业的融合。公司将在保障现有主要优势产业继续向好发展的基础上，力争打造更多的“盈利明星”。

未来，公司将剥离非主业相关业务，促进优势资源的集中和价值发挥最大化。公司对下属公司采取分类分级管理的方式，坚决淘汰无实体经营的公司；同时，对于偏离主业的，积极采取战略调整与优化，促进企业价值提升。同时，公司可供剥离的非主业资产价值大，预计能够产生超过50亿元现金流。

公司将持续加强多元化产业协同，通过资源协同、业务协同等，使下属各板块相互促进发展，互惠共赢，较大程度的发挥各类业务条线在客户资源、资金、人力等方面的协调与协同作用，实现集团整体价值。目前，公司产业协同成效显著，方正物产集团下属上海际丰子公司与方正中期在期货领域的合作已经落地，北大医疗与方正证券旗下方正和生在医疗创投领域的首期3亿元基金也已设立并逐步开展投资。

总体看，公司未来将以实体产业为核心，逐渐剥离非主业相关业务，加强不同业务之间协同发展。

## 十、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该

财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2019年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2018年，资源集团纳入合并范围，对财务数据影响较大，2018年财务数据的对比数据采用经审计的2017年备考合并财务数据。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为3606.14亿元，所有者权益合计为654.79亿元（其中少数股东权益467.27亿元）。2018年，公司实现营业收入1332.74亿元，利润总额41.80亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为3555.65亿元，所有者权益合计为648.15亿元（其中少数股东权益474.37亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入281.11亿元，利润总额-4.28亿元。

### 1. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额3606.14亿元，其中流动资产占64.79%，非流动资产占35.21%，公司资产以流动资产为主。

#### 流动资产

截至2018年底，公司流动资产2336.54亿元，较去年底变化不大，主要由货币资金（占14.11%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占14.86%）、其他应收款（占28.45%）和存货（占26.23%）构成。

截至2018年底，公司货币资金账面价值329.58亿元，同比增长10.43%；公司的货币资金以银行存款为主，占比为61.56%；公司货币资金中，受限资金规模为82.63亿元，占货币资金总额的25.07%，主要系票据及信用证保证金、借款保证金。

截至2018年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产期末公允价值为347.27亿元，同比下滑7.09%，主要系部分金融资产根据会计准则进行科目调整所致。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为债券基金投资等。

截至 2018 年底，公司应收账款余额 173.65 亿元，计提坏账准备 15.38 亿元（计提比例 8.86%）；公司按照账龄组合计提坏账准备的应收账款为 143.28 亿元（占 82.51%）。从账龄看，账龄主要集中在 1 年以内，1 年以内应收账款账面余额为 128.74 亿元，占账龄组合余额合计的 89.86%。截至 2018 年底，公司的应收账款账面价值 158.27 亿元，同比增长 98.88%，主要系金融证券板块及产业地产板块一级土地开发业务经营产生的应收账款增加所致，前五大应收账款合计 27.95 亿元，占总额的 16.10%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 677.14 亿元，计提坏账准备 12.32 亿元（计提比例 1.82%）；公司按照信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款 154.54 亿元（占 22.82%），按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款 434.34 亿元（占 64.14%）。从账龄看，账龄主要集中在 1 年以内，1 年以内其他应收款账面余额 402.53 亿元，占账龄组合余额合计的 92.68%。前五名合计占比为 36.31%，集中度较高。除前五名外，剩余其他应收款主要包括关联公司借款及涉诉类款项，关联公司借款主要为北大科技园、北大国际医院及合作医院借款。公司其他应收款规模较大且计提比例较低，对公司资金形成较大占用。

表 11 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

名称	金额	年限	性质	占比
融出资金	154.54	1 年内(含 1 年)	经营性	22.82
华融证券股份有限公司	55.91	1-2 年(含 2 年)	非经营性	8.26
北京大学国际医院	13.69	1 年内(含 1 年)	非经营性	2.02
北京北大创业园有限公司	11.73	1 年内(含 1 年)	非经营性	1.73
资产管理计划	10.00	3 年以上	非经营性	1.48
合计	245.88	--	--	36.31

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司存货账面余额 625.91 亿元，计提跌价准备 13.06 亿元，账面价值

612.85 亿元，主要构成房地产开发产品（占 87.54%）。

截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值 142.15 亿元，同比下降 18.11%，主要系 2018 年买入返售金融资产减少所致；公司其他流动资产主要由买入返售金融资产（占 57.31%）和理财产品（占 24.02%）构成。

#### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额 1269.60 亿元，同比增长 29.04%，主要系可供出售金融资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 41.85%）、投资性房地产（占 35.05%）和固定资产（占 7.10%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 531.32 亿元（主要为方正证券持有的金融资产 402.48 亿元），同比大幅增长 67.43%，主要系方正证券债券基金等投资规模增长所致。

截至 2018 年底，投资性房地产同比增长 18.18%至 445.01 亿元，主要系部分物业由固定资产、无形资产（土地使用权）转入投资性房地产，以及部分物业市场公允价值上升所致。

公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备以及其他设备，截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 90.10 亿元，累计折旧 87.56 亿元，计提减值准备 9.63 亿元，主要系方正微电子部分生产设备计提减值准备所致。

截至 2018 年底，公司商誉为 74.12 亿元，公司其他非流动资产为 33.26 亿元，同比均变化不大。公司其他非流动资产主要构成为信托投资计划 31.60 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3555.65 亿元，较上年底变化不大，其中流动资产和非流动资产分别占 67.46%和 32.54%，流动资产占比有所提升。其中货币资金 384.51 亿元，较 2018 年底增长 16.67%，主要系融资规模扩大带来的货币资金增加；其他应收款 715.67 亿元，较 2018 年底增长 7.65%，主要系方正证券金融业务产生的融出资金和保证金的增加（截至 2019 年 3 月底，方正证券融出资金

为 191.94 亿元，较上年底增加 37.40 亿元；存出保证金为 39.41 亿元，较上年底增加 9.18 亿元)；可供出售金融资产为 428.23 亿元，较 2018 年底下降 19.40%，主要系方正证券持有的债券基金等金融资产减少所致。

表 12 截至 2019 年 3 月底资产受限明细  
(单位: 亿元、%)

科目	金额	占比
货币资金	166.86	23.72
股权	193.10	27.45
固定资产	23.37	3.32
无形资产	0.19	0.03
投资性房地产	163.43	23.23
存货	156.55	22.25
合计	703.50	100.00

资料来源: 公司提供

注: 上述股权中包含公司持有的子公司的股权

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产构成以流动资产为主；公司其他应收款规模大，坏账计提比例低，对资金占用明显。公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 2951.35 亿元，同比增长 10.13%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为 56.51% 和 43.49%，非流动负债占比有所上升。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 1667.68 亿元，同比下降 1.28%；公司流动负债主要由短期借款（占 17.70%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 10.43%）、预收账款（占 15.07%）、其他应付款（占 23.33%）和其他流动负债（占 14.89%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 295.17 亿元，同比增长 36.67%，主要系公司为满足流动资金需求，扩大短期融资规模所致；公司短期借款中，保证借款 198.58 亿元，抵押借款 26.73 亿元，质押借款 13.19 亿元，信用借款 56.67 亿元，以保证借款为主。

截至 2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 173.86 亿元，同比下降 8.29%，主要系方正证券结构化产品规模有所收缩所致。

截至 2018 年底，公司预收账款 251.38 亿元，同比增长 16.82%，主要构成为资源集团的房屋预收款。截至 2018 年底，资源集团房屋预售款为 207.04 亿元，2018 年签约销售额为 383.40 亿元，差距较大的原因主要为：① 2018 年签约销售额有部分为草签合同，不是网签备案，距形成预收账款需要一段时间；② 随着各地调控政策趋严，银行、公积金放款条件越来越严格，整个放款周期变长，有部分客户还面临按揭转一次性付款等问题，也导致销售额不能形成预收账款；③ 2018 年资源集团对一些商业项目及住宅底商项目、车库、车位实行整售，整售项目的回款周期较长。

截至 2018 年底，公司其他应付款 389.04 亿元，同比下降 39.40%，主要系结构化理财融资款减少所致。截至 2018 年底，公司前五大其他应付款合计 304.49 亿元，占比 78.27%，其中信托及结构化融资 290.14 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 248.32 亿元，同比增长 3.13%。公司其他流动负债主要为卖出回购金融资产（227.85 亿元，占 91.76%），即债券质押式回购、场外协议回购等金融负债。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1283.67 亿元，同比增长 29.59%，主要系应付债券大幅增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 17.21%）和应付债券（占 71.38%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款合计 220.91 亿元，同比变化不大，主要为担保借款 111.38 亿元和信用借款 69.50 亿元。

截至 2018 年底，公司应付债券 916.24 亿元，同比增长 42.78%，主要系 2018 年公司及其子公司发行多期公司债及美元债所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 2907.50

亿元，较2018年底下降1.49%；其中流动负债占57.17%，非流动负债占42.29%，债务结构变化不大。其中，其他应付款431.54亿元，同比增长10.93%，主要系信托及结构化理财融资款增长所致。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部有息债务为2289.86亿元，同比增长6.58%，其中短期债务1152.71亿元（占50.34%），长期债务1137.15亿元（占49.66%）。

截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.84%、77.76%和63.46%。

截至2019年3月底，公司有息债务规模2266.56亿元，较2018年底变化不大。其中短期债务占52.31%，长期债务占47.69%，短期债务占比较2018年底有所提升。截至2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为81.77%、77.76%和62.51%，较2018年底变化不大。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，以有息债务及方正证券金融负债为主，债务负担很重。

### 所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为654.79亿元，同比增长1.86%，其中归属于母公司所有者权益为187.52亿元（占28.64%），少数股东权益为467.27亿元（占71.36%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本5.88%，资本公积占13.76%，其他综合收益占36.85%，盈余公积占1.73%，未分配利润占41.78%。

截至2019年3月底，公司所有者权益为648.15亿元，较2018年底变化不大；其中归属于母公司的所有者权益为173.78亿元，较2018年底下降7.33%。

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，少数股东权益及未分配利润的占比高，权益结构稳定性弱。

### 3. 盈利能力

2018年，公司营业收入为1332.74亿元，同比增长7.38%；营业成本为1170.34亿元，同比增长5.57%。由于营业收入增幅大于营业成本增幅，公司营业利润率较上年增加1.26个百分点至11.27%。

2018年，公司期间费用总额为188.50亿元，同比增长11.37%，主要系财务费用大幅增长所致。其中销售费用为29.59亿元，同比增长17.14%，主要系医疗、大宗贸易等业务扩展产生销售费用增加所致；管理费用为70.81亿元，同比增长3.39%，较为平稳；财务费用为83.50亿元，同比增长17.22%，主要系债务增长导致利息支出大幅增长所致。2018年，公司费用收入比为14.14%，期间费用对利润侵蚀明显，费用控制能力有待提高。

2018年，公司资产减值损失为17.45亿元，同比大幅增长75.38%，主要是资源集团对存货计提跌价准备增加所致。

公司公允价值变动损益主要来源于投资性房地产及部分金融资产公允价值变动所产生的收益，2018年，公司公允价值变动收益为52.60亿元。

2018年公司投资收益45.75亿元，主要来自于金融工具投资收益。投资收益占利润总额的比重为109.45%。公司投资收益对利润总额影响很大。

2018年，公司利润总额为41.80亿元。从盈利指标看，2018年公司营业利润率和总资产收益率有所提升，分别为11.27%和4.63%，净资产收益率有所下滑，2018年为2.28%。

2019年1-3月，公司实现营业收入281.11亿元，同比增长31.16%；同期，公司费用收入比为16.57%，较2018年增加2.43个百分点。2019年1-3月，公司实现利润总额-4.28亿元（其中投资收益14.61亿元，公允价值变动收益-1.51亿元），上年同期为-10.81亿元，主要系一方面，产业地产板块项目结转规模回落明显，盈利贡献有所下降，另一方面受季节性等因素影响，

公司阶段性盈利有所下降；同期，公司营业利润率为 10.15%，较 2018 年下降 1.12 个百分点。

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用对利润侵蚀程度趋重；利润对投资收益和公允价值变动收益依赖很大。

#### 4. 现金流及保障

从经营活动情况来看，2018年，公司经营现金流入为1437.00亿元，同比增长1.91%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成；2018年，公司经营现金流出为1385.85亿元，同比增长4.05%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2018年，经营活动产生的现金流量净额为51.15亿元，保持在较高水平。2018年，公司现金收入比为102.43%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2018年，公司投资活动现金流入为363.87亿元；投资活动的现金流出为501.34亿元，同比增长35.98%，主要系方正证券业务规模上升所致；2018年，公司投资活动现金流量净额为-137.47亿元。

从筹资活动情况来看，2018年，公司筹资活动现金流入为1324.35亿元，主要来自于取得借款收到的现金及和收到其他与筹资活动有关的现金，公司收到其他与筹资活动有关的现金主要来源于方正证券业务中债券质押式回购和融资融券收益权。2018年，公司筹资活动产生的现金流出为1206.58亿元，同比增长4.95%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。2018年，公司筹资活动现金流量净额为117.77亿元。

2019年1-3月，公司经营现金流入397.11亿元，经营活动净现金流为74.03亿元，现金收入比为134.99%；同期，公司投资活动净现金流为33.41亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-45.18亿元。

总体看，公司经营现金流保持净流入状态，经营活动获现能力尚可；受方正证券金融业务影响，公司投资活动规模较大，经营活

动现金流不能覆盖投资活动现金流，存在较大的对外融资需求。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年，公司流动比率和速动比率分别为140.11%和103.36%，整体处于较高水平。公司经营现金流动负债比率为3.07%。截至2019年3月底，公司流动比率与速动比率分别为142.96%与105.43%，较2018年底均有所提升。总体看，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2018年，公司EBITDA为90.44亿元，同比增长7.25%；同期，公司EBITDA利息倍数为0.74倍，公司全部债务/EBITDA为25.32倍。考虑到公司综合实力强，总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司对外担保余额7.02亿元，占公司净资产的比重为1.08%，被担保企业均为关联企业且经营正常。

表 13 截至 2019 年 3 月底公司关联方担保情况

(单位: 亿元)

被担保单位	期限	担保余额
北京北大创业园有限公司	2018-2019	4.96
方正国际商业保理有限公司	2017-2019	2.06
合计		7.02

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司共获得银行授信1197.66亿元，尚未使用额度为606.47亿元；其中，公司本部获得银行授信568.40亿元，尚未使用额度为219.33亿元；同时，公司拥有多家下属上市公司，拥有直接融资渠道。

#### 6. 或有事项

截至 2019 年 3 月底，公司涉及如下重大诉讼案件：

##### 方正证券股份有限公司诉北京政泉控股有限公司与公司有关纠纷案

经中国证券监督管理委员会《关于核准方正证券股份有限公司向北京政泉控股有限公司

等发行股份购买资产的批复》批准，2014年8月，方正证券向政泉控股等法人发行股份，购买民族证券100%股权，民族证券成为方正证券的全资子公司。政泉控股取得了方正证券1799561764股股票，并于2014年8月8日办理完毕股份登记手续。

2015年8月19日，方正证券推动对民族证券董事会、监事会进行换届，实现了对民族证券的实际控制。在2014年8月5日至2015年8月19日期间，民族证券由政泉控股实际控制。

2015年7月24日，民族证券收到中国证监会北京监管局出具的《关于对中国民族证券有限责任公司采取限制业务活动、暂停核准业务申请以及谴责措施的决定》，载明“我局在核查你公司20.50亿元自有资金投资事项时，发现你公司存在以下违法违规行为：一是你公司于2014年9月至12月期间，分七笔累计将20.50亿元自有资金投向单一资金信托计划……”。后经方正证券与民族证券调查发现，该20.5亿元款项不是协议存款，而是以民族证券作为委托人，恒丰银行股份有限公司作为通道和受托人，并根据民族证券的投资指令，全部投向了四川信托有限公司的单一资金信托计划的委托投资。上述违法违规行为的主要责任人员时任民族证券董事兼财务总监杨英，为政泉控股提名。截至目前，就该20.5亿元款项，民族证券共收到资金4.1亿余元，其中本金转回3.08亿余元，还剩余17.415亿元本金及对应利息尚未收回。

根据以上事实，政泉控股在方正证券与民族证券重组时，以其持有的民族证券股权作为出资对价取得方正证券对应股份。但政泉控股在实际控制民族证券期间，民族证券20.5亿自有资金投资于信托计划导致17.415亿元本金及对应利息未收回的行为，导致民族证券资产价值大幅降低，从而导致方正证券所持有的民族证券股权价值大幅降低，严重侵害了方正证券全体股东的利益。政泉控股在以所持民族证券股权作为出资、换股成为方正证券股东且实际

控制民族证券期间所发生的20.5亿元违法违规行为，构成变相抽逃出资行为。2016年7月20日，公司进行了2015年度利润分配，并向政泉控股实施分红人民币161963204.76元。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(三)》第16条规定：“股东未履行或者未全面履行出资义务或者抽逃出资，公司根据公司章程或者股东会决议对其利润分配请求权、新股优先认购权、剩余财产分配请求权等股东权利作出相应的合理限制，该股东请求认定该限制无效的，人民法院不予支持。”方正证券《公司章程》第30条规定，“股东虚假出资、出资不实、抽逃出资、变相抽逃出资的，在改正前其股东权利停止行使，已经分得的红利由公司董事会负责追回。”

根据以上法律规定及公司章程规定，方正证券请求法院依法判令政泉控股返还已经取得的分红款项161963204.76元，并请求法院判决政泉控股在改正抽逃出资行为前停止行使在方正证券的全部股东权利（含表决权、提名权、利润分配请求权、新股优先认购权、剩余财产分配请求权等全部股东权利）。

2017年4月18日，收到湖南省高级人民法院《受理案件通知书》。

2018年10月，方正证券向法院提出了增加诉讼请求：1、依法判令被告政泉控股返还2017年年度分红款项17995911.64元。2、依法判令被告政泉控股赔偿其所抽逃资金的利息损失（自抽逃资金之日起按中国人民银行同期贷款基准利率计算至判决确定的履行之日止，暂计算至2018年8月31日利息为246837250.00元）和财产保全申请，法院已受理。

截至本报告披露之日，本案暂未开庭审理。

#### 西藏昭融起诉资源集团借款合同纠纷案

2019年2月，资源集团先后收到北京一中院、北京高院应诉通知。西藏昭融投资有限公司（以下简称“西藏昭融”）起诉称，根据双方签订的借款合同和资金往来，资源集团应当归还借款本金合计总金额约15.17亿元。其中，北



京市第一中级人民法院受理4个借款纠纷案件，涉案金额约7.47亿元，北京市高级人民法院受理1个借款纠纷案件，涉案金额约7.69亿元。

法院根据西藏昭融的申请，保全了资源集团的部分银行账号和持有的股权。资源集团已经向法院申请解封并提供了担保，法院尚未作出书面裁定。同时，资源集团已经向法院说明，诉争资金系内部关联公司之间的历史资金往来，资源集团将根据北京大学的安排进行统一整改。

### 投资者诉讼

公司及下属子公司方正证券、方正科技、中国高科和北大医药于2017年5月9日收到中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)的《行政处罚决定书》。部分投资者以虚假陈述导致其投资损失为由分别提起诉讼，根据上市公司公告和公司及相关单位收到的法院送达的应诉文件，截至审计报告出具日案件受理情况如下：

表 14 截至审计报告出具日案件受理情况

涉及公司	案件数量	涉诉金额(万元)	审理阶段	备注
方正科技	915	15866.39	一审审理中	案件移送至上海金融法院审理。
中国高科	48	1005.30	一审审理中	--
北大医药	4	22.37	二审审理中	有4个案件原告提出上诉，金额223702元。其余案件一审判决驳回原告诉讼请求并已生效。
方正证券	477	24647.00	2019年1月，长沙中院对249个案件作出一审判决，酌情确定被告的虚假陈述行为对原告造成的损失承担30%的责任。方正证券和方正集团已经分别提起上诉，判决未生效。	根据一审判决，30个方正证券作为被告案件赔偿2946908.06元，219个方正证券和方正集团作为被告案件合计赔偿19146354.02元。

资料来源：公司审计报告

### 7. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至2018年底，公司本部资产总额为887.27亿元；其中流动资产占比为66.50%。流动资产主要由其他应收款构成，占比为91.53%。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。截至2018年底，公司负债总额为819.30亿元，构成主要为短期借款、其他应付款和应付债券，占比分别为24.10%、10.52%和50.04%。所有者权益方面，截至2018年底，公司本部所有者权益为67.98亿元，主要由其他综合收益(44.90亿元)和未分配利润(7.93亿元)构成。

表 15 截至2019年3月底本部其他应收款前五名情况  
(单位：亿元、%)

名称	金额	年限	占比
深圳方正微电子有限公司	16.62	1年内(含1年)	3.07
华融证券股份有限公司	55.91	2-3年	10.33
北大资源集团有限公司	75.95	1年内(含1年)	14.03
北大方正物产集团有限公司	31.66	1年内(含1年)	5.85
江苏苏钢集团有限公司	16.63	1年内(含1年)	3.07
合计	196.78	--	36.34

资料来源：公司提供

盈利能力方面，2016-2018年，公司本部实现营业收入分别为30.22亿元、0.55亿元和0.69亿元，主要为分销收入；公司本部的期间费用主要为财务费用，近三年分别为31.29亿元、34.28亿元和42.41亿元；同期，公司实现利润总额分别为-33.82亿元、-28.44亿元和-30.95亿元，本部盈利能力弱。

现金流方面，2016-2018年，公司本部经营活动现金流入量分别为40.08亿元、0.26亿元和0.25亿元，经营活动现金流量净额分别为1.73亿元、-0.56亿元和-1.19亿元；投资活动现金流量净额分别为-210.27亿元、-7.33亿元和-33.63亿元；同期，公司筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量，筹资活动现金流量净额分别为220.24亿元、-23.75亿元和59.58亿元。

有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司本部有息债务为 758.96 亿元（短期债务 269.71 亿元，长期债务 489.25 亿元），较 2018 年底有所增长，其中短期借款为 197.47 亿元，其他应付款中的有息债务为 72.24 亿元，一年内到期的非流动负债为 38.04 亿元，长期借款为 79.27 亿元，应付债券为 409.98 亿元。

联合资信关注到，公司货币资金及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等流动性强的优质资产主要集中在下属上市公司方正证券，公司本部资产质量差；同时，公司本部有息债务规模大，财务费用高企导致经营持续亏损，权益侵蚀大。公司下属北大方正集团财务有限公司统筹集团内的资金规划和调配，具备归集资金功能，并要求下属公司的多余资金上存，为集团本部及下属子公司必要时提供流动性，从而对公司本部的偿债能力提供保障。

表 16 截至 2019 年 5 月底公司本部一年内到期应付债券明细

(单位: 亿元)

证券名称	到期日	余额
18 方正 01	2020-03-16	4.00
18 方正 02	2020-03-16	17.30
18 方正 03	2020-04-09	1.10
18 方正 05	2020-05-25	30.00
16 方正 06	2019-07-26	15.00
16 方正 07	2019-07-26	7.00
17 方正 01	2019-12-12	8.00
18 方正 SCP001	2019-09-13	30.00
19 方正 SCP001	2019-10-15	30.00
19 方正 SCP002	2019-12-01	20.00
19 方正 D1	2020-05-31	10.00
19 方正 02	2020-03-04	15.00
<b>合计</b>		<b>189.80</b>

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：其中“19 方正 02”“18 方正 05”“18 方正 03”“18 方正 02”“18 方正 01”“17 方正 01”和“16 方正 07”的到期日为债券下一行权日

## 8. 过往债务履约情况

根据公司提供的人民银行征信报告，截至 2019 年 5 月 17 日，公司本部未结清信贷业务

中无不良和关注类记录；在已结清信贷中，有 7 笔欠息记录，其中 6 笔均已于 2009 年 8 月 13 日前结清，另外 1 笔于 2014 年 3 月 26 日结清，系银行系统原因造成；另有 23 笔贷款记录和 16 笔银行承兑汇票被列入关注类，以上贷款业务由于银行系统错误被银行五级分类关注，且全部在 2014 年之前正常收回，该分类结果不构成公司在银行的违约行为。

## 9. 抗风险能力

作为北京大学下属的大型投资控股集团，公司在多元化产业布局与产业链整合、细分行业地位、高新技术研发与应用、品牌效应与控股股东支持等方面具有显著的综合优势，整体资产规模持续增长，资本结构与相关风险得到有效管控，金融证券板块盈利水平较高。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

## 十一、 存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部存续期债券余额合计 396.90 亿元，其中，将于一年内到期的余额合计 105.00 亿元，若以行权计，一年内到期余额为 187.40 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产为 580.99 亿元，为一年内到期债券余额（以行权计）的 3.10 倍。2018 年，公司经营活动现金流入量为 1437.00 亿元，为本部存续债券的 3.62 倍；公司 EBITDA 为 90.44 亿元，为存续债券的 0.23 倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表 17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年
一年内到期债券余额（以行权计）	187.40
现金类资产/一年内到期债券余额	3.10
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.62

---

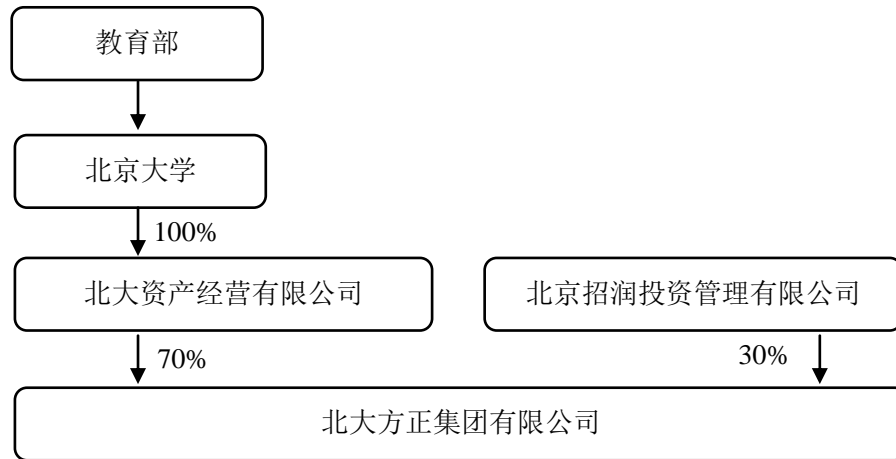
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.13
EBITDA/应付债券余额	0.23

资料来源：联合资信整理

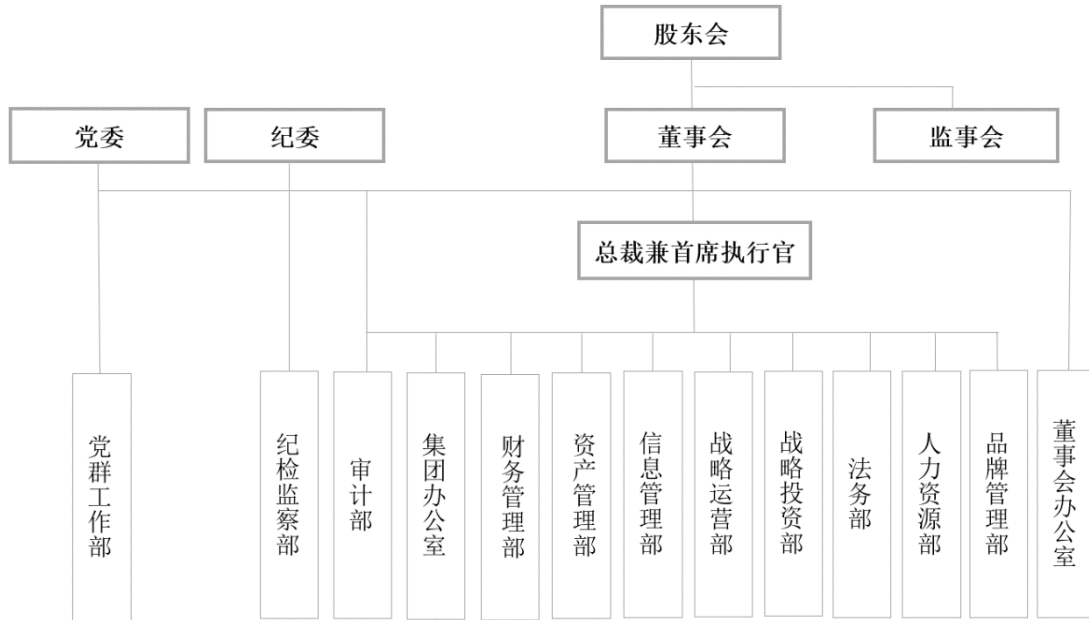
## 十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持北大方正集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，“18方正MTN001”“18方正MTN002”和“19方正MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1 公司股权结构图



## 附件 2 公司组织机构图



### 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	622.00	567.47	564.09	580.99
资产总额(亿元)	3197.23	3322.63	3606.14	3555.65
所有者权益(亿元)	612.91	642.81	654.79	648.15
短期债务(亿元)	1067.77	1284.83	1152.71	1185.66
长期债务(亿元)	1055.56	863.76	1137.15	1080.91
全部债务(亿元)	2123.33	2148.59	2289.86	2266.56
营业收入(亿元)	978.05	1241.19	1332.74	281.11
利润总额(亿元)	61.38	29.77	41.80	-4.28
EBITDA(亿元)	111.42	84.33	90.44	--
经营性净现金流(亿元)	15.80	78.17	51.15	74.03
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	13.17	14.59	10.26	--
存货周转次数(次)	1.68	1.84	1.88	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.38	0.38	--
现金收入比(%)	110.32	109.36	102.43	134.99
营业利润率(%)	9.03	10.01	11.27	10.15
总资本收益率(%)	5.20	4.54	4.63	--
净资产收益率(%)	5.21	2.43	2.28	--
长期债务资本化比率(%)	63.27	57.33	63.46	62.51
全部债务资本化比率(%)	77.60	76.97	77.76	77.76
资产负债率(%)	80.83	80.65	81.84	81.77
流动比率(%)	163.64	138.45	140.11	142.96
速动比率(%)	123.79	100.91	103.36	105.43
经营现金流动负债比(%)	1.11	4.63	3.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	0.76	0.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.06	25.48	25.32	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限货币资金；3.其他流动负债及其他应付款中的有息债务计入短期债务

## 附件 4 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5-1 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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	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

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变