

信用等级公告

联合〔2020〕2834号

联合资信评估有限公司通过对深圳华强集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳华强集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“16 华强 MTN002”“18 华强 MTN001”“18 华强 MTN002”“18 华强 MTN003”“19 华强 MTN001”和“20 华强 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十八日



深圳华强集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级展 望	上次 级别	评级 展望
深圳华强集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
16 华强 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 华强 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 华强 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 华强 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 华强 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 华强 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期兑付日
16 华强 MTN002	8 亿元	8 亿元	2021/07/22
18 华强 MTN001	6 亿元	6 亿元	2021/04/18
18 华强 MTN002	6 亿元	6 亿元	2021/05/10
18 华强 MTN003	8 亿元	8 亿元	2021/11/21
19 华强 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/11/21
20 华强 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/06/24

评级时间: 2020 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

深圳华强集团有限公司(以下简称“公司”)是一家以高科技产业为主导的大型投资控股企业集团,其文化科技产业及电子信息产业两大核心产业在行业地位、技术实力、经营规模与政府支持等方面具备显著优势。跟踪期内,公司文化科技和电子信息产业保持了良好的发展态势,带动公司收入规模持续增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务负担沉重,面临短期偿债压力,应收账款和存货占比较高使得公司面临营运资金占用压力、未来项目投资规模大且对外部融资依赖度高等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力较强。

目前,公司已具备从创意设计、研发生产和建设到公园运营的全产业链服务能力,竞争力较强,品牌知名度不断提高。截至 2020 年 3 月底,投入运营的文化科技主题公园已达 29 家,主题公园运营收入及盈利能力进一步增强;受益于电子元器件分销业务发展,以上市子公司深圳华强实业股份有限公司(以下简称“华强实业”)为主要经营实体的电子信息产业发展稳健。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“16 华强 MTN002”“18 华强 MTN001”“18 华强 MTN002”“18 华强 MTN003”“19 华强 MTN001”和“20 华强 MTN001”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 政府支持力度大,外部发展环境良好。文化科技产业政府支持力度大,公司文化产业项目投资在项目地价及专项资金等方面享受一系列政府优惠政策。以《熊出没》为代表的一批国内优秀动漫,提升了公司在文化产业的影响。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	资本结构	2
			偿债能力	2
		调整因素和理由		
— —				— —

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘 哲 杨 恒

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

- 文化科技产业发展态势良好，华强方特具备较高品牌知名度。公司文化科技产业发展态势良好，截至 2020 年 3 月底主题公园已达 29 家，覆盖范围进一步扩大，品牌知名度提升，盈利能力增强。
- 电子信息产业经营稳健，公司对上市子公司华强实业持股比例高。公司电子信息产业以华强实业为主要经营实体，截至 2020 年 3 月底，公司持有其 70.76% 股权（未质押，市值约 87 亿左右），持股比例高。近年来，受益于电子元器件分销业务的快速发展，公司电子信息产业经营稳健，2019 年实现收入 175.19 亿元。
- 公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力较强。

关注

- 在建及拟建项目规模较大，存在较大对外筹资需求。截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目较多，未来尚需投入资金 75.31 亿元，公司存在较大的对外筹资需求。
- 房地产项目集中于二三线城市，面临一定去化压力。公司房地产土地储备主要集中于二三线城市，存货规模大。受国家宏观调控政策影响，二三线城市房地产市场调整将对公司现金回款产生一定影响。
- 应收账款和存货占比较高，对营运资金形成占用；受限资产比重较高，资产流动性一般。截至 2020 年 3 月底，公司资产构成以非流动资产为主；流动资产中，应收账款和存货合计占比为 65.60%，对营运资金形成占用。同期，公司受限资产 73.64 亿元，为净资产的 31.10%，受限资产比重较高，资产流动性一般。
- 本部经营规模小、债务负担重，偿债资金主要来源于下属子公司归集资金。公司为控股型公司，本部收入规模很小，利润主要源于投资收益，但所承担有息债务规模大，债务负担重，偿债资金主要依赖于归集下属子公司资金。
- 受新冠肺炎疫情影响，文化科技产业收入及利润同比大幅下滑。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，主题公园闭园、动漫大电影撤档，文化科技产业收入及利润同比分别下降 45.78% 和 956.05%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	66.52	87.57	54.23	59.25
资产总额(亿元)	643.52	682.75	682.74	696.76
所有者权益(亿元)	203.68	217.27	236.49	236.77
短期债务(亿元)	177.53	153.17	121.01	133.53
长期债务(亿元)	77.41	111.27	98.07	109.54
全部债务(亿元)	254.94	264.44	219.08	243.07
营业收入(亿元)	228.30	231.22	251.73	43.34
利润总额(亿元)	21.74	21.10	22.18	1.37
EBITDA(亿元)	37.27	38.31	40.45	--
经营性净现金流(亿元)	30.81	38.43	44.74	0.76
营业利润率(%)	21.50	23.98	21.94	15.32
净资产收益率(%)	7.91	7.23	7.12	--
资产负债率(%)	68.35	68.18	65.36	66.02
全部债务资本化比率(%)	55.59	54.90	48.09	50.66
流动比率(%)	91.55	98.48	86.65	88.28
经营现金流动负债比(%)	10.04	12.81	15.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.78	3.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	6.90	5.42	--

公司本部(母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	253.06	257.98	184.36	206.83
所有者权益(亿元)	20.52	22.63	26.01	26.36
全部债务(亿元)	157.49	162.69	119.17	134.55
营业收入(亿元)	0.22	0.22	0.27	0.05
利润总额(亿元)	0.75	2.98	3.49	0.27
资产负债率(%)	91.89	91.23	85.89	87.26
全部债务资本化比率(%)	88.47	87.79	82.08	83.62
流动比率(%)	88.29	56.22	51.02	68.52
经营现金流动负债比(%)	13.65	24.89	8.90	--

注: 2020 年一季度财务数据未经审计; 现金类资产已扣除受限货币资金; 短期债务中已包含其他流动负债中的有息债务; 长期债务中已包含长期应付款、其他非流动负债中的融资租赁款

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 华强 MTN002、 18 华强 MTN001、 18 华强 MTN002、 18 华强 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/7/17	刘哲、杨恒	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
20 华强 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/7/17	刘哲、杨恒	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 华强 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/7/17	刘哲、杨恒	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华强 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/11/14	刘哲、杨恒	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华强 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/4/27	刘哲、姜雨彤、杨恒	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华强 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017/9/21	刘哲、姜雨彤	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 华强 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2016/7/13	刘哲、任龙洋、董征	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳华强集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

深圳华强集团有限公司2020年跟踪评级报告

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”）关于深圳华强集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳华强集团有限公司（以下简称“公司”或“华强集团”）的前身是深圳华强电子工业公司，1994年12月，经广东省经济委员会和深圳市经济发展局批准，按照现代企业制度规范改制组建集团公司，公司更名为“深圳华强集团有限公司”，由广东省政府全资控股，注册资本7347万元。2003年根据粤办函（2003）297号文件批准，广东省人民政府转让华强集团91%的国有股权，转让后，公司董事长兼总裁梁光伟等10名自然人通过直接或者间接方式合计持股46%，由原华强集团1213名员工控股的深圳华强合丰投资股份有限公司持股45%。后经多次增资，公司注册资本增至人民币8.00亿元。2011年9月29日，经广东省国资委粤国资函（2011）759号《关于深圳华强集团有限公司9%国有股权置换方案的批复》批准，华强集团实施重组。广东恒健投资控股有限公司用持有的华强集团9%的股权及部分现金与景丰投资有限公司（以下简称“景丰投资”）持有的深圳市广恒顺投资有限公司（以下简称“广恒顺投资”）100%股权及广西贵糖集团有限公司100%股权置换。2016年11月17日，梁光伟与深圳市金安兴商务咨询有限公司、方德厚分别签署《关于深圳华强升鸿投资有限公司之股权转让协议》，合计受让华强升鸿投资有限公司（以下简称“华强升鸿”）11%的股权，2016年12月28日，该股权已办理了工商变更登记，且股份的过户手续已办理完毕。2017年5月19日，梁光伟将其持有的华

强升鸿11%的股权转让给深圳华强资产管理集团有限责任公司（以下简称“华强资管”）。2017年8月2日，李国洪将其持有的华强升鸿8%的股权转让给华强资管。梁光伟通过华强资管合计持有华强升鸿68%的股权。2017年8月2日，自然人李国洪将其持有的2.37%的股权转让给华强资管；2017年8月31日，景丰投资将其持有的9%的股权转让给华强升鸿，变更后华强资管直接持有华强集团24.22%的股权。华强资管直接持有华强升鸿68%股权，华强升鸿直接持有华强集团23.66%股权。华强资管通过直接持有深圳市汇祥投资股份有限公司59.1129%股权，通过控制华强升鸿控制了深圳华强集团股份有限公司（以下简称“华强集团股份”）62.0625%股权，而华强集团股份控制了华强集团45%股权。基于以上股权控制关系，华强资管控制的华强集团之股权比例达到了92.88%，因此，华强资管为华强集团控股股东。梁光伟通过直接及间接持有华强资管100%股权，其控制的华强集团股权比例达到了92.88%，为华强集团实际控制人。

表1 截至目前公司股东结构（单位：%、万元）

股东名称	占比	出资额
深圳华强合丰投资股份有限公司	45.00	36000.00
深圳华强资产管理集团有限责任公司 （前身为深圳华强弘嘉投资有限公司）	24.22	19377.50
深圳华强升鸿投资有限公司	23.66	18930.00
鞠耀明	2.37	1897.50
翁鸣	2.37	1897.50
方德厚	2.37	1897.50
合计	100.00	80000.00

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：资产经营；投资兴办各类实业项目（具体项目另行申报）；移动通信设备；广播电视设备，电子计算机整机，家用电子产品，传输设备，仪器仪表，电子元件；

程控交换机、传真机、办公自动化设备、激光拾音头、模具机芯、模具加工、计算机及通讯网络工程；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；航空客票代售、揽货、水运客运、销售代理；进出口业务（具体按深贸管审字 171 号规定执行）；物业管理、信息咨询服

务。污染防治、环保技术的研发、应用（不含限制项目）；黄金制品的批发与零售（不含限制项目）；许可经营项目：停车场经营管理。

公司本部下设行政管理中心、投资发展中心、财务管理中心、财务结算中心和技术开发中心等 5 个职能部门；截至 2020 年 3 月底，公司拥有全资子公司 8 家、控股子公司 6 家；其中子公司深圳华强实业股份有限公司（以下简称“华强实业”，股票代码：000062）于 1997 年 1 月 30 日在深圳交易所发行上市，公司持有其 70.76% 股权（无质押），为其控股股东。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 682.74 亿元，所有者权益合计 236.49 亿元（其中少数股东权益 83.40 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 251.73 亿元，实现利润总额 22.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 696.76 亿元，所有者权益合计为 236.77 亿元（其中少数股东权益 82.98 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 43.34 亿元，利润总额 1.37 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市福田区深南中路华强路口；法定代表人：张恒春。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级且在存续期内债券如下表所示，截至本报告出具日，上述债券募集资金均已按用途使用完毕，除“19 华强 MTN001”和“20 华强 MTN001”未到付息日，其余债券跟踪期内均按时正常付息。

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
16 华强 MTN002	8.00	8.00	2016/07/22	2021/07/22

18 华强 MTN001	6.00	6.00	2018/04/18	2021/04/18
18 华强 MTN002	6.00	6.00	2018/05/10	2021/05/10
18 华强 MTN003	8.00	8.00	2018/11/21	2021/11/21
19 华强 MTN001	5.00	5.00	2019/11/21	2022/11/21
20 华强 MTN001	5.00	5.00	2020/06/24	2023/06/24

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长 -6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入

同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动

力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 国内宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4

月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 国内宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17

日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 文化科技产业

随着消费升级、以及全民文化意识、大众生活品质的提升，对于娱乐休闲活动的追求也随之上升，文化科技行业未来有很大的发展空间。

(1) 行业现状

文化科技产业最核心竞争力是创意设计，

创意设计是指依靠人的智慧、技能和天赋，借助于高科技对文化资源进行创造与提升，通过知识产权的开发与应用，生产出高附加值产品的过程。细分行业中，以网络技术和数字技术为主的高新技术成为引导当代文化产业变革的火车头，以动漫、动画、网络游戏、手机游戏为代表的新型文化产业成为 21 世纪知识经济核心产业，比重已经超过传统文化产业。在中国，目前主要中心城市的人均 GDP 已经超过 10000 美元，北京、上海、深圳等大城市人均 GDP 均超过 14000 美元。从国外的发展经验来看，城市人均 GDP 达到一定水平之后，国民经济开始进入到持续稳定增长、经济结构快速升级、城市化水平迅速提升的新阶段。社会消费结构将向发展型、享受型转变，居民的消费重心开始向科技、文化、旅游等领域转移，这将为文化科技产业的发展提供广泛的市场需求。

2019 年，全国规模以上文化及相关产业的 5.8 万家企业实现营业收入 86624 亿元，同比增长 7.0%。分行业类别看，文化及相关产业 9 个行业的营业收入均实现增长。其中，增速超过 10% 的行业有 3 个，分别是：新闻信息服务营业收入 6800 亿元，比上年增长 23.0%；文化投资运营 221 亿元，增长 13.8%；创意设计服务 12276 亿元，增长 11.3%。

主题公园

主题公园是一种以游乐为目标的模拟景观的呈现，它的最大特点就是赋予游乐形式以某种主体，围绕一个或几个主题创造一系列有特别的环境和气氛的项目以吸引游客。主题公园从前期设计到运营主要经历三个阶段：创意设计、主题项目研发生产和建设、运营管理。根据旅游体验类型，主题公园可以分为情境模拟（文化科技）、游乐、景观、动物园和民俗风情类五大类。中国的主题公园诞生于 20 世纪 80 年代。上世纪 80 年代的大观园、西游记宫是中国主题公园的雏形；1989 年 8 月建成开园的深圳华侨城“锦绣中华”旅游微缩景区是中国主

题公园建设史上的里程碑，标志着国内诞生了真正意义的主题公园；随后建设的主题公园更加突出主题的多样化，更加注重游客参与性、交互性和体验性。

从运营方面看，迪士尼、环球影城具有较强优势，居于寡头地位。国内方面，由于政府限制，除了迪士尼在上海的主题公园外，参与者均为本土企业，主要运营企业包括华侨城集团、长隆集团、海昌控股、宋城股份以及华强方特文化科技集团股份有限公司（以下简称“华强方特”）。2019年5月，世界主题乐园权威研究机构国际主题娱乐协会（TEA）与美国AECOM集团联合发布的《2018年全球主题乐园调查报告》中，华强方特旗下主题乐园品牌“方特主题乐园”以4207.4万游客接待量的傲人成绩，连续三年位列全球第5，游客接待量同比增长9.3%。

从经济周期上看，作为旅游业的重要组成部分，旅游业的波动与宏观经济周期直接影响主题公园的游客数量，进而影响主题公园的盈利水平。

从区域上看，主题公园的高投入、高成本和现代娱乐性需要它有足够的本地和周边的城市客源、良好的交通条件以及相对发达的区域经济条件，因此主题公园一般兴建在区域人口庞大、经济比较发达且交通设施比较完善的地区。中国主题公园基本呈现出东部沿海分布较多且规模较大、中部分布次多且规模不大、西部分布较少且规模较少的态势，随着中国经济的不断发展，东西部经济和文化差异逐步缩小，中西部主题公园发展将呈现明显上升趋势。

从季节性上看，一般5~10月为经营旺季，受季节因素的影响，北方地区的主题公园较南方地区具有更明显的季节性。此外，假期对于主题公园经营也有明显影响，“五一”、“十一”以及寒暑假期间，主题公园的游客数量也会明显上升。

特种电影

特种电影是指采用非常规电影制作手段、

非常规电影放映系统及观赏形式的电影作品，包括环幕、球幕、巨幕、动感、立体银幕以及水幕、雾幕、实景等，此外观众还可以乘坐特殊的运动设备观看，模仿滑翔、失控冲撞等动感体验。国内特种电影起步较晚，20世纪60、70年代曾经有一些实验性的立体电影，但没有形成商业化，1994年中国科技馆引入IMAX电影技术后，中国特种电影发展进入快车道，上海科技馆、黑龙江科技馆、中国科技馆、北京天文馆等都相继建立了4D影院、4D动感影院、巨幕影院、球幕影院，随后特种电影也广泛进入到主题公园和商业电影市场中。

特种电影主要商业模式分为院线模式和定制模式，院线模式是将特种电影技术应用于院线电影播放领域，未来主要是向标准化和精细化方面发展，目前主要的公司为IMAX公司和SimEx-Iwerks Entertainment。定制模式则是将技术应用于主题公园、数字展厅等，该模式更加注重形式的多样化，各公司在各自应用领域中发展，跨领域之间的竞争较少，主要国际企业包括迪士尼、环球影城，国内主要有华强方特等。

特种电影行业主要特点为：创意难度大、技术壁垒高、资金和人力资源投入大、要求持续性的服务能力，因此，具有强大创意研发能力，具有先发优势和技术积累的特种电影供应商具有较强的竞争力，占据市场优势地位，在定价方面拥有较大的话语权。

动漫行业

动漫行业方面，自20世纪后期开始，其已经成为很多发达国家的重点发展方向，并形成了庞大的消费市场和产业集群，国际动漫产业已形成成熟的产业链，从全球动漫的市场看，已经形成了美、日、韩三国格局局面，国内则仍处于初期发展阶段，呈现出市场分散、企业规模偏小的格局，无法体现动漫产业的规模经济效益。近年来随着国家对动漫产业的扶持以及大量民间资本的进入国产动漫产业迅速发展，未来三至五年将是国内动漫发展的黄金时

期。

动漫产业属于文化产业，具有意识形态属性，由于中国对文化经营单位的设立实行严格的审批制，虽然随着文化体制改革的推进，进入动漫产业的民间资本呈现较为强劲的趋势，但对于非公有制资本或外资可进入的领域以及相应的资质仍有较为严格的要求，进入的制度壁垒高。同时由于中国电视播出是国家统管的行业，电视台作为主流播放平台，具有一定的行业垄断性，因此缺乏整体营销能力的动漫企业在播出渠道上存在困难，已建立播放渠道的企业将具有较强的竞争优势。

目前中国等新兴国家动漫发展迅速，动漫产业正在向原创增加、独立性增强、集约化显现、产学研一体化等新趋势发展，动漫产业链日趋完善。

（2）行业关注

中国文化科技产业的发展相对较晚，同时欧美文化在中国的强势发展，中国文化科技产业面临着激烈的竞争。中国目前没有建立统一、规范、竞争、有序的现代文化市场体系。而文化市场是文化产业不可或缺的重要组成部分，健全的文化市场能够促进各类文化产品与市场要素的流动，实现文化资源的优化配置，拓展文化产业的发展空间；同时知识产权法律的不完善，也在抑制着文化产业市场的发展。整个文化产业创新研发能力不足，人才培养机制不完善。在动漫领域，精品力作不多，缺少具有国际影响力的动漫品牌；产业结构不尽合理，部分企业持续盈利能力不强，产业链尚不完整。

此外，中国丰富的文化资源未得到有效利用。中国有极为丰富的文化资源，无论在历史文化、民族文化或者现代文化各类资源空间极为广阔，如何通过发展文化产业等途径，将中国文化资源优势转变为文化产业优势的问题亟待解决。

（3）行业发展

党的十八大，明确提出要坚持把社会效益

放在首位、社会效益和经济效益相统一，推动文化事业全面繁荣、文化产业快速发展新思路；十八届三中全会，提出进一步深化文化体制改革，构建现代文化市场体系和公共文化服务体系的发展格局；十八届四中全会将法制建设提到了新的高度，也对文化立法提出了新的要求；十八届五中全会提出了推进基本公共文化服务标准化均等化发展，推动文化产业成为国民经济支柱性产业的战略布局。

2017年5月，中办、国办印发了《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》（以下简称“纲要”）。纲要提出，“十三五”期间要实现“公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业”的目标。十三五期间将深化文化体制改革，实施重大文化工程，完善公共文化服务体系、文化产业体系、文化市场体系。推动基本公共文化服务标准化、均等化发展，引导文化资源向城乡基层倾斜，创新公共文化服务方式，保障人民基本文化权益。推动文化产业结构优化升级，发展骨干文化企业和创意文化产业，培育新型文化业态，扩大和引导文化消费。

总体上看，文化产业发展受到行业政策较大的支持，未来有很大的发展空间。

2. 电子信息产业

电子信息产业领域，之前“跑马圈地”的粗放式外延扩张的方式面临着挑战，专业卖场的同质化问题十分突出，未来行业会稳步拓展电子市场连锁经营，实行精细化管理，同时电子商务的建设发展的是行业未来融合线上线下资源，整合上下游产业链的重要手段之一。

目前，中国电子信息产品流通渠道主要包括电子专业卖场（包括连锁与地方性市场）、家电连锁、厂家直销、代理门店与电子商务（B2B与B2C）几种模式（见表2）。

连锁卖场按组织方式有直营、特许经营、自由连锁三种，按经营模式又可分为自营与招商两种。目前国内连锁数码城多采用直营方式

组织，招商模式运营，典型品牌有百脑汇、颐高、太平洋数码广场等。

渠道强势地位的电子信息产品的连锁卖场，与苏宁、国美与一些连锁化的专业卖场（如百脑汇、赛博、太平洋、颐高）以及地方专业市场形成激烈的竞争格局，尤其是在一线城市，目前连锁卖场的扩张更多指向中西部、二三线城市。

值得重视的是消费者消费方式的转变，电子商务网站（京东、易购等）对标准化的 3C 产品的销售具有越来越重要的影响，以苏宁、国美等传统的电子专业卖场与连锁零售企业受到网络冲击最为明显，苏宁和国美纷纷建立或者收购电子商务平台（苏宁易购、国美在线）进行转型。尽管网络冲击严重，但连锁经营仍然是当前电子信息产品流通的主流渠道，未来更多的职能会转变成主要电子产品制造商的消费者体验店，为消费者提供实际的使用体验，与线上的网络销售相结合。

表4 中国电子信息产品流通渠道对比

模式	典型企业	盈利方式
连锁电子专业卖场	百脑汇、赛博、颐高	租金、行销收入
地方电子专业卖场	海龙、沈阳东软	租金、行销收入
家电连锁	国美、苏宁	产品销售收益
厂家直销	戴尔（DELL）	直销收入
代理门店	经销商、零售商	产品销售收益
B2B 网站	阿里巴巴、慧聪	广告、会员收入
B2C 网站	京东、新蛋	产品销售收益

资料来源：联合资信整理

近些年，电子信息高端服务业的快速发展受益于连锁专业店的外延扩张以及下游对电子信息产品的需求增长，但现在行业发展遇到一定瓶颈。电子信息产品销售渠道正在发生着重大变革，线下实体连锁专业卖场在原本就竞争激烈的形势下，面临着线上网络销售的分流，尤其是 3C 产品等标准化电子产品在实体连锁卖场中销售份额趋于下降。

电子商务虽发展迅速，但盈利模式单一。

目前公司电子商务网站发展较快，但盈利方式还停留在会费、广告费的收取，同时电子商务行业竞争异常激烈，盈利微薄且方式单一。

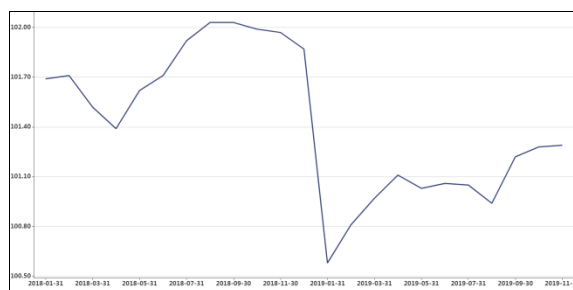
3. 房地产行业

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 1 2018 年—2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，

整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有

所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开工复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 8.00 亿元，华强资管直接及间接控制公司 92.88% 股权，为公司控股股东，梁光伟直接及间接持有华强资管 100% 股权，成为公司实际控制人（见附件 1-1）。

2. 企业规模与竞争力

公司综合实力较强，以现有电子信息产业为基础，文化科技产业为发展重点，两个核心业务均处于行业领先地位，竞争能力强。

公司是一家以高科技产业为主导的大型投资控股企业集团，近年来公司积极推进产业结构调整，目前已经形成以文化科技产业、电子信息产业为核心产业，综合发展金融产业、新能源发电、房地产开发等多元化经营的产业格局。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并财务报

表范围的一级子公司 14 家，总计拥有国内外投资企业 230 多家，其中包括 1 家上市公司及 1 家新三板挂牌公司，多家国家级高新技术企业和国家级技术开发中心。

在文化科技产业板块方面，公司主营业务包括“创意设计、文化旅游、媒体网络、影视娱乐、文化衍生品”等五大领域且覆盖创意设计、主题公园、特种电影、数字动漫、影视出品、影视后期、网络游戏、电视联播网、文化消费品、主题演艺、旅游服务业等十一个专业方向。其中，创意设计引领公司文化科技整个产业的快速发展；主题公园是公司各类文化产品最主要的表现形式终端，截至 2020 年 3 月底，公司在国内已建成并投入运营 29 家大型主题文化公园，并完全拥有自主知识产权；此外还将文化科技主题公园输出到海外，推动中国文化的全球化进程；公司特种电影系统已经成功走入国际市场，出口多个国家和地区。

2019 年 4 月，华强方特成功入选“国家文化和科技融合示范基地”首批单体类基地。这是继“国家文化产业示范基地后，方特在文化科技领域深耕细作，持续创新发展取得的又一阶段性的重要成果。2019 年 11 月，第六部“熊出没”系列动画电影《熊出没·原始时代》凭借细腻精湛的制作水准和优质创新的内容题材获第 32 届中国电影金鸡奖“最佳美术片”提名。2019 年 11 月，华强方特集团旗下品牌“方特”作为“领跑品牌”入选中央广播电视总台的“品牌强国工程”，并在同年 12 月央视举办的“2019 中国品牌强国盛典”上，荣膺“十大年度新锐品牌”称号。

在电子信息产业方面，公司以华强实业为经营主体，形成了以电子元器件分销为主营业务，以电子商务平台及电子专业市场为有益补充，同时还发展了供应链服务、电子制造业等业务的完整产业链。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信

用信息报告（统一社会信用代码：91440300192189521U），截至 2020 年 7 月 8 日，公司本部已结清与未结清的信贷业务中无“关注类”、“不良类”信贷信息记录，过往履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

经过多年发展，公司目前已形成文化科技产业与电子信息产业为核心，综合发展金融产业、新能源发电和房地产开发等多元化经营的产业格局。近年来，公司主业收入保持平稳增长态势，盈利能力较高。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，文化科技产业受冲击影响明显，收入及利润同比均有所下滑。随着国内疫情得到有效管控，后续将逐步回升至正常水平。

2019 年，公司实现主营业务收入 251.23 亿元，同比增长 8.88%。

从收入构成看，2017—2019 年，文化科技产业快速发展，2019 年实现收入 53.42 亿元，同比增长 23.14%；电子信息产业收入相对稳定，2019 年实现收入 175.19 亿元；房地产业务收入波动较大，2019 年实现收入 22.62 亿元，同比增长 233.14%，主要系当期房地产项目完工入伙增加所致。

毛利率方面，2017—2019 年，公司主营业务毛利率不断增长，2019 年为 24.00%，同比变化不大。分板块看，文化科技产业继续保持较高的毛利率水平，2019 年为 56.42%，同比减少 1.67 个百分点；电子信息产业毛利率波动下降，2019 年为 11.43%，同比减少 2.97 个百分点，主要系电子元器件分销业务毛利率回归常态；房地产业务毛利率上升至 44.73%，主要系当期随市场行情地产销售价格上涨所致。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入

43.29 亿元，同比下降 9.40%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司主题公园闭园、动漫大电影撤档导致文化科技产业收入下滑所致。毛利率

方面，公司主营业务毛利率为 17.60%，同比减少 5.70 个百分点。

表 5 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
文化科技产业	38.53	16.91	56.51	43.38	18.80	58.09	53.42	21.26	56.42	4.94	11.42	23.31
电子信息产业	170.89	74.98	12.85	180.57	78.26	14.40	175.19	69.73	11.43	30.86	71.28	10.72
房地产	18.50	8.13	31.21	6.79	2.94	41.78	22.62	9.01	44.73	7.49	17.30	42.19
合计	227.92	100.00	21.72	230.73	100.00	23.42	251.23	100.00	24.00	43.29	100.00	17.60

资料来源：公司提供

注1：公司将原云技术应用业务（电子制造业）并入电子信息产业核算

注2：华强方特为合理归集营业成本和期间费用，使财务报表更好的反映其经营实质，将与主题公园运营收入直接相关的费用，主题公园运营过程中产生的水电费、经营中心及游客中心等人工薪酬、建管中心人员社保及公积金、项目资产的折旧、公园经营用地土地摊销等由期间费用调整至营业成本，故毛利率发生较大变动，同时对2017-2018年数据追溯调整

1. 文化科技产业

近年来，公司文化科技板块规模保持良好的发展态势，盈利能力较强。未来随着公司各地的文化科技产业基地陆续建成投入运营，公司该板块营业收入规模有望继续提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，主题公园闭园、动漫大电影撤档，文化科技产业收入及利润同比均大幅下滑。

文化科技产业方面，公司主要经营实体为控股子公司华强方特。华强方特作为全产业链运营模式的企业，业务领域既覆盖影视动漫等内容产业，文化衍生品产业，又包括主题公园的创意设计、研发生产和建设、公园运营管理。2019 年，公司文化科技产业实现收入 53.42 亿元，同比增长 23.14%；毛利率为 56.42%，同比小幅下降。

创意设计

华强方特创意内容十分广泛，包含大型主题项目内容创意与策划、影视作品内容创意、文化科技产业基地规划与设计、文化科技主题公园创意与设计、特种电影创意设计、表演与演艺创意设计等多个方面。

公司凭借丰富的特种电影及影视动漫等相关作品影响力、专有技术及自有知识产权以及

公司主题公园的成功运营，不断扩大公司的品牌影响力，吸引需求方委托公司提供主题公园或相关文化主题项目的创意设计服务。根据创意和技术难度、耗时以及设计规模不同，按照整个项目投资预算的一定比例收取创意设计费，并于创意设计成果经客户认可时确认收入。2019 年，公司已交付 23 个主题项目内容创意与策划、文化科技产业基地规划与设计、文化科技主题公园创意与设计等创意设计产品，创意设计业务实现收入 11.17 亿元，同比增长 4.00%。

表6 近年公司创意设计主要产品

序号	主要产品
1	宁波明日中国科技主题园项目创意设计
2	荆州复兴之路文化科技主题园项目创意设计
3	菏泽熊出没乐园项目创意设计
4	商丘方特动漫主题园项目创意设计
5	室内多维度黑暗骑乘项目《俑村珍宝店》创意设计
6	大型异形球体空间沉浸体验项目《非凡使命》创意设计
7	室内全景式移动平台表演项目《复兴华章》创意设计
8	组合式高自由度轨道车体验项目《抗日征程》创意设计
9	大型多场景穿越剧场项目《铁血英姿》创意设计
10	室内大型实景水上游览项目《奇幻灯坊》创意设计

资料来源：公司提供

文化科技主题公园

公司文化主题公园主要依靠旅游门票以及配套商业设施（餐饮及酒店）的经营实现收入。2019 年以来，嘉峪关、邯郸、长沙、荆州 4 个主题公园先后建成并投入运营，公司投入运营的主题公园已达到 29 个（其中自营 14 个、合作 13 个、授权 2 个）。目前公司主题公园在全国布局已初具规模，各主题公园投入运营后，推动着整个文化科技产业板块规模的迅速扩张和盈利水平的提升。2019 年，主题乐园实现收入 31.16 亿元，同比增长 25.02%。

由于自主投资建设主题公园所需投资额及经营风险较大，目前公司正在逐步加大合作投资及授权投资主题公园业务开发。合作投资方式一般流程为，公司与合作公司签订合作建设合同，公司以设备设施、软件、影片等作价出资，合作方以建设资金、土地等资产出资成立合营公司（合作方控股）；各方共同出资组建项目经营管理公司（公司控股）以资产租赁形式负责主题公园的日常经营管理，合同双方收益分配按照约定比例分配。在授权投资方式下，公司不是主题公园的投资方，公司可提供与公园建设、运营有关的全产业链服务收取相关费用。此外，在合作投资和授权投资方式下，公司可以通过向合作项目提供特种设备销售和安装、承接部分特效工程或提供项目管理服务取得收入。

文化内容产品及服务

公司文化内容及服务业务主要包括特种电影及数字动漫等。

特种电影业务主要包括特种影片租赁及成套设备销售等。公司坚持影片发行与设备销售并举经营策略，目前已经成功研究并开发出了包括环幕 4D 电影、多屏水幕电影等十几种类型的特种电影系统，在放映系统、银幕、车辆、座椅以及特技制作方面均居于国内领先地位。此外公司特种电影具有故事情节惊险刺激、画面质量清晰、立体效果逼真等特点，辅以多功能运动车辆、环绕立体音响与临场特级效果的运用，获得了广大国内外投资商与运营商的认

可。

数字动漫是华强方特产业链中一个重要的节点，为产业链中其他环节如影视出品、电视联播网、文化科技主题公园以及文化消费品等的内容输入提供强有力的支持，对整个产业的发展起到非常重要的作用。公司动画作品主要向央视、地方地市台、北京卡酷、湖南金鹰等卫视频道和奇艺、优酷、乐视等新媒体发行，动画电影通过院线公开上映。国际上主要面向各个国家电视台、IPTV 等。公司制作的动画片《熊出没》系列动画片在中央少儿频道及卫视频道保持着较高的收视率和市场知名度。

2019 年，公司第五部动漫电影《熊出没·原始时代》突破了 7.14 亿元票房，刷新多项行业纪录。至此，六部“熊出没”系列动画电影累计票房近 30 亿，成为票房最高的国产系列动画电影作品。

表7 近年公司数字动漫主要产品

序号	主要产品
1	2019 年 3D 电影《熊出没·原始时代》
2	2020 年 3D 电影《熊出没·狂野大陆》
3	52 集三维动画片《熊熊乐园 2》
4	52 集三维动画片《熊熊乐园 3》
5	52 集三维动画片《熊出没之夏日连连看》
6	52 集三维动画片《熊出没之探险日记》
7	2019 年 3D 电影《俑之城 1》（创作研发中）
8	52 集二维动画片《熊熊欢乐颂》（创作研发中）
9	52 集三维动画片《熊出没之怪兽计划 1》（创作研发中）
10	3D 电影《熊出没 8》（创作研发中）

资料来源：公司提供

2020 年一季度，公司文化科技产业实现收入 4.94 亿元，同比下降 45.78%；毛利率为 23.31%，同比减少 20.47 个百分点，主要系受新冠肺炎疫情影响，主题公园闭园、动漫大电影撤档所致。

华强方特于 2019 年 6 月报送首次公开发行股票并在创业板上市的申请文件。2020 年 6 月

24日，华强方特对外公告称：公司所处的文旅及影视行业普遍受到了新冠疫情的重大影响，公司经营业绩下滑，且疫情尚未结束，全年业绩存在不确定性。公司经审慎研究，决定终止本轮IPO申请，并暂不向深交所申报材料，待疫情稳定后重新提出创业板上市申请。联合资信将持续关注该事件后续进展情况。

2. 电子信息产业

跟踪期内，公司电子信息产业经营稳健，是公司战略规划发展的重点板块，随着全国各地电子专业市场的持续运营和电子分销业务的逐步成熟，将形成线上线下资源融合、继而整

合产业链各环节资源，最终实现产业协同，打造一个集线下电子产品专业实体市场、线上信息发布、导购、交易、分销、支付等功能于一体、相互贯通、相互融合的电子行业全程服务商，预计会推动公司该板块营业收入规模进一步扩大。

电子信息产业主要经营实体为华强实业。2019年，公司电子信息产业收入175.19亿元，同比下降2.98%。截至2019年底，华强实业总资产113.50亿元，净资产57.11亿元；2019年，华强实业实现营业收入143.55亿元，利润总额9.00亿元。

表8 电子信息服务业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
电子专业市场	39.98	23.40	23.76	13.16	27.60	15.76	2.93	9.50
电子元器件分销	68.92	40.33	108.04	59.83	131.23	74.91	25.97	84.17
电子商务平台	5.01	2.93	2.73	1.51	5.22	2.98	1.12	3.61
供应链服务	45.18	26.44	37.59	20.82	6.54	3.73	0.06	0.19
电子制造业	11.80	6.90	8.45	4.68	4.60	2.62	0.78	2.53
合计	170.89	100.00	180.57	100.00	175.19	100.00	30.86	100.00

资料来源：公司提供

电子专业市场

在电子专业市场方面，公司主要通过电子市场相关物业的销售与租赁实现收入。2019年，公司所经营的电子专业市场收入为27.60亿元，同比增长16.16%，主要系电子市场配套开发收入增加所致。公司租金收入根据不同的客户情况，一般按照一次性提前收取三个月、半年或一年租金的形式操作。

表9 公司电子世界运营情况

市场名称	面积 (㎡)	铺位 (个)	按面积出租率(%)			
			2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
深圳一店	51512	3730	89.00	92.00	89.96	89.94
深圳二店	38704	1692	88.00	89.00	94.82	93.39
深圳LED店	17500	626	94.00	93.00	91.89	88.93

沈阳店	47634	932	77.00	73.00	77.70	78.41
深圳三店	14572	1273	97.00	99.00	99.44	99.25
济南店	56802	1042	96.00	96.00	90.41	92.47
涪陵店	6843	103	94.00	66.00	79.88	84.47
石家庄店	27439	59	78.00	92.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司电子专业卖场只租不售，出售单位为市场配套商务单元（公寓、写字间）。公司目前在深圳、沈阳及济南等核心价值区域建立了多家电子专业市场。截至2020年3月底，公司运营电子专业市场8家，其中深圳一店、深圳二店、深圳LED店、沈阳店、济南店、石家庄店的产权为公司全部自有，公司对深圳三店的产权占55%，其余店为租赁店。其中深圳华强电子世界是亚洲最大、品种最齐全的电子专业市场，产品涵盖各类电子元器件、通讯器材、安

防以及 IT 数码产品，并拥有中国唯一 LED 产业的集中式的国际采购交易中心。

电子元器件分销

电子元器件分销业务为公司 2015 年新增业务。华强实业于 2015 年 10 月和 12 月分别收购深圳市湘海电子有限公司 100% 股权和深圳市捷扬讯科电子有限公司 70% 股权。通过两次收购，公司业务范围将延伸至电子元器件分销领域，获取关键产品线及客户资源，并与现有的华强电子网、华强芯城、电子发烧友等线上业务平台进行协同整合。2019 年，公司电子元器件分销业务实现收入 131.23 亿元，同比增长 21.46%。

通过持续的外延式并购发展，公司拟逐步构建以交易服务平台和创新服务平台为支撑的电子信息产业，掌握上下游产业资源及渠道，发挥产业平台优势，提供全面的供应链管理，深度参与电子信息产业链的整合及优化。

电子商务平台

电子商务平台方面，公司依托华强电子专业市场，针对电子元器件市场和终端消费市场建立了 B2B 与 B2C 模式电子商务平台，采用向客户收取会员费、增值服务费和广告投放费获得服务性收入，建立网络分销平台获得销售收入。2019 年，电子商务平台业务实现收入 5.22 亿元。

华强电子网是国内目前最大的电子元器件 B2B 电子商务平台。2019 年，华强电子网注册电子企业用户超过 181.80 万户，网站月访问量超过 4000 万次，遍及全球 200 多个国家和地区，在线供求信息超过 2 亿条，覆盖 1000 万种电子元器件型号。

供应链服务

供应链服务配套产业方面，公司目前已建成深圳宝龙物流基地、沈阳电商物流园以及正在升级改造的梅林云产业园。依托强大的资金实力、完善的物流网络、先进的信息系统及专业的管理人才，公司在大宗资源产品、能源、IT 电子、信息、电子商务等行业及领域深耕细

作，形成了强大的供应链资源整合、解决方案设计及执行能力，主要提供采购执行、分销执行、交易执行、第三方物流、进出口贸易代理及配套商务、结算等一体化服务。供应链的利润来源主要来自为客户提供上述服务所收取的服务费。2019 年，供应链服务业务实现收入 6.54 亿元，同比下降 82.60%，主要系行业因素影响所致。

电子制造业

作为中国电子信息百强企业，电子制造业是公司的起家产业。但由于传统电子制造业产业环节单一、毛利率水平较低，公司近年来逐步压缩电子制造业的业务种类和规模，原有业务仅保留了激光头的生产制造。未来，公司将充分发挥产业化优势，积极探索出一条传统行业创新的发展道路。2019 年，电子制造业实现收入 4.60 亿元，同比下降 45.56%。

3. 房地产板块

公司房地产业务主要由集团一级子公司深圳华强新城市投资集团有限公司下属芜湖市华强旅游城投资开发有限公司、安阳华强新城市发展有限公司和沈阳华强新城市发展有限公司运营。

表 10 公司房地产项目统计表

年度	项目所在城市	销售面积(平方米)	销售收入(万元)
2019 年	安阳	7286.11	11781.86
	沈阳	121844.36	79583.33
	芜湖	159882.00	134874.01
小计		289012.47	226239.20
2020 年 1-3 月	安阳	84862.92	46909.20
	沈阳	0.00	336.38
	芜湖	21752.50	27641.54
小计		106615.42	74887.12

资料来源：公司提供

表 11 公司已完成开发项目情况（单位：万平方米）

项目主体	项目名称	项目类别	规划建筑面积	销售进度
深圳华强房地产开发有限公司	深圳华强花园	住宅	5.99	100.00%
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	R03 德邑风尚项目	住宅	11.86	100.00%
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	R01 澳然天成项目	住宅	35.05	98.60%
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	R05 伊顿津桥	住宅	16.40	100.00%
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	R10 美加印象	住宅	68.93	99.80%
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	R02 颐景湾畔	住宅	40.14	100.00%
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	R09 赛纳丽城	住宅	52.00	99.90%
芜湖市华强广场置业有限公司	悦山府 A 区	住宅	3.26	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 1.1 期	住宅	19.34	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 1.2 期	住宅	16.58	99.35%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 1.3 期	住宅	0.67	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 2.1 期 A 区	住宅	14.49	99.94%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳中心商务区 1 期	商业	2.54	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳中心商务区 4 期	商业	2.51	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳中心商务区 2、3 期	商业	9.00	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 2.1 期 B 区	住宅	21.00	100.00%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 1.4 期	住宅	27.00	99.99%
安阳华强新城市发展有限公司	安阳华强城 1.5 期	住宅	19.50	99.99%
沈阳华强新城市发展有限公司	沈阳华强城一期	住宅、商业	28.00	99.73%
沈阳华强新城市发展有限公司	沈阳华强城 2.1.1 期	住宅、商业	19.62	100.00%
沈阳华强新城市发展有限公司	沈阳华强城 2.1.2 期	住宅、商业	12.85	96.04%
沈阳华强新城市发展有限公司	沈阳华强城 2.2 期	住宅、商业	11.97	100.00%
合计	--	--	438.70	--

资料来源：公司提供

公司已完成项目与在建项目主要集中于芜湖、安阳及沈阳市。截至 2020 年 3 月底，公司
 已完成开发项目 22 个，规划建筑面积 438.70 万平方米；在建项目 9 个，规划建筑面积 124.96 万平方米。

表 12 公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目主体	项目名称	建设期	规划建筑面积	未来三年预计销售收入	未来三年预计现金流入
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	芜湖 R09	2013 年 3 月至 2020 年 10 月	1.14	8410	8410
芜湖市华强旅游城投资开发有限公司	芜湖 R07	2019 年 7 月至 2022 年 6 月	19.43	193430	174100
安阳华强新城市发展有限公司	安阳住宅 2.2 期 B 区	2017 年 4 月至 2020 年 7 月	23.56	31504	34864
安阳华强新城市发展有限公司	安阳住宅 2.2 期 A 区	2020 年 4 月至 2022 年 12 月	12.75	77865	77865
沈阳华强新城市发展有限公司	沈阳华强城 2.3 期	2018 年 2 月至 2020 年 2 月	13.53	8211	8462

南通华强恒旭置业有限公司	瀚华雅苑	2018年6月至2020年12月	13.45	21701	29646
芜湖市华强广场置业有限公司	悦山府A区	2018年4月至2020年4月	7.18	48002	1447
芜湖市华强广场置业有限公司	悦山府B区	2019年3月至2021年9月	24.18	166857	149932
江门华强房地产开发有限公司	滨江府	2018年9月至2020年10月	9.74	77771	77771
合计	--	--	124.96	633751	562497

资料来源：公司提供

在土地储备方面，截至2020年3月底，公司在芜湖、安阳和沈北拥有未开发土地面积21.94万平方米。未来，公司一方面集中对现有土地进行滚动开发，另一方面主动寻找合适条件的、符合公司发展战略的土地进行开发。

公司房地产土地储备主要集中于二三线城市，受国家宏观调控政策影响，二三线城市房地产市场调整将对公司存货周转产生一定影响。

表 13 公司土地储备情况（单位：万平方米）

地块名称	地理位置	未开发土地面积
芜湖华强城未开发土地	安徽省芜湖市	15.47
安阳华强城未开发土地	河南省安阳市	3.43
沈北华强城未开发土地	辽宁省沈阳市	3.04
合计	--	21.94

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2017—2019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加权平均值分别为6.83次、1.40次和0.36次，2019年分别为6.16次、1.43次和0.37次。总体看，公司经营效率良好。

5. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目规模较大，存在较大对外筹资需求。

截至2020年3月底，公司在建总部基地项目1个，文化产业基地项目6个，电子专业市场1个，房地产项目9个，公司在建项目投资规模较大，总投资共316.53亿元。截至2020年3月底，已投资244.81亿元。公司投资项目资金主要来源于项目销售回笼资金、政府补贴、项目融资等，公司投资规模较大，对外融资压力较大。

表 14 公司重大在建项目（单位：万元）

板块	项目名称	建设期（月）	总投资	截至2020年3月底已投入	未来投入				筹资渠道	
					2020年4-12月	2021年	2022年	2023年及以后	贷款	自筹
总部基地	华强金融大厦	48	280000	224395	10983	20145	22544	1933	140000	140000

文化产业	深圳光明产业园	89	168828	46145	13418	13633	43523	52109	84414	84414
	郑州文产业基地一期	48	250000	244000	6000	--	--	--	78245	171755
	厦门文产业基地一期	48	210000	203000	7000	--	--	--	55830	154170
	沈阳文产业基地一期	48	250000	235000	10000	5000	--	--	64443	185557
	青岛文产业基地一期	48	280000	266000	9000	5000	--	--	44788	235212
	天津 3D 影视基地一期	36	150000	149000	1000	--	--	--	40000	110000
电子信息服务业	沈阳华强金廊城市广场项目一期	84	728959	523109	75379	46575	57015	26881	185170	543789
房地产业	芜湖 R09	80	159087	140440	17659	988	--	--	44000	115087
	芜湖 R07	36	83830	14361	32526	24980	11963	--	30000	53830
	安阳华强城 2.2 期 B 区	39	64333	29606	11754	5249	5596	12128	20000	44333
	安阳华强城 2.2A 区	36	36641	3562	8597	12738	11744	--	--	36641
	沈阳华强城 2.3 期	36	64624	38824	11005	4078	2255	8462	17500	47124
	悦山府 A 区	24	58125	45845	9038	3242	--	--	26000	32125
	悦山府 B 区	30	147573	80607	27655	36246	3065	--	65000	82573
	瀚华雅苑	30	145961	124036	15510	4300	2000	115	35000	110961
	滨江府	25	87359	80120	1031	2258	2704	1246	40000	47359
合计		--	3165320	2448050	267555	184432	162409	102874	970390	2194930

资料来源：公司提供

表 15 公司未来重大拟建项目（单位：万元）

板块	项目名称	建设期（月）	总投资	截至 2020 年 3 月底已投入	未来投入			筹资渠道	
					2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	贷款	自筹
房地产	沈阳华强城 2.4 期	36	57768	21882	14098	12752	7510	20000	37768

合计	--	--	57768	21882	14098	12752	7510	20000	37768
----	----	----	-------	-------	-------	-------	------	-------	-------

资料来源：公司提供

6. 未来发展

电子信息产业方面，公司将继续完善电子信息全产业链的交易服务平台，深耕拓展电子元器件线下授权分销及上下游相关行业，完善产业布局，通过发挥华强半导体集团的大平台优势，整合优化电子元器件线下授权分销业务内外部资源，努力开发国际一流半导体原厂的代理权，开拓前沿应用垂直市场。

文化科技产业，公司一方面坚持以市场需求为导向，继续专注于公司主营业务的稳健发展，加大项目创意和投入，加大品牌宣传力度，持续开拓国内外市场和受众人群，提升“方特”品牌知名度和美誉度，促进景区接待游客量进一步增长；另一方面积极拓展包括动漫影视、文化衍生品在内的周边业务，丰富和优化现有经营模式，进一步增强公司竞争力。在未来三年内，公司文化科技产业每年至少四个以上主题乐园开业，预计到 2022 年公司运营的主题乐园将达到 40 个，预计门票收入以及设计费等其他收入将大幅增加。

房地产方面，公司房地产板块目前精力主要集中于深圳总部用地建设及粤港澳大湾区区域，对内地二三线城市主要是存量项目的滚动开发，基本不会在二三线城市进一步扩张。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，天健会计师事务所对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2019 年合并范围减少 1 家子公司，为华强科技（香港）有限公司，系股权转让所致；2020 年 1—3 月，公司合并范围无变动。公司近三年合并范围的变化规模较小，

对财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 682.74 亿元，所有者权益合计 236.49 亿元（其中少数股东权益 83.40 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 251.73 亿元，实现利润总额 22.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 696.76 亿元，所有者权益合计为 236.77 亿元（其中少数股东权益 82.98 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 43.34 亿元，利润总额 1.37 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，构成以非流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较高，对营运资金形成占用。总体看，公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司资产总额为 682.74 亿元，较上年底变动不大。从构成来看，流动资产占 36.39%，非流动资产占 63.61%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 248.45 亿元，较上年底下降 15.88%，从构成看，主要为货币资金（占 20.52%）、应收账款（占 15.71%）和存货（占 51.89%）。

截至 2019 年底，公司货币资金为 50.97 亿元，较上年底下降 37.81%；从构成看，主要为银行存款（占 87.91%）和其他货币资金（占 12.07%）；公司受限制类货币资金为 6.06 亿元（其中预售监管资金 4.21 亿元、存放中央银行款项 0.99 亿元、按揭房保证金 0.51 亿元、保函保证金及其他 0.36 亿元）。

截至 2019 年底，公司应收账款为 39.04 亿元，较上年底增长 14.37%，主要系分销企业规模扩大所致。按信用风险特征组合计提坏账准

备账面余额 35.44 亿元（占 87.87%），累计计提坏账准备 0.20 亿元，计提比例 0.58%；从按信用风险特征组合计提坏账准备账龄看，1 年以内的占 98.91%，账龄较短。

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）为 10.37 亿元，较上年底下降 3.37%，主要系款项到期回收所致；其他应收款累计计提坏账准备 1.43 亿元，计提比例 12.19%。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 128.93 亿元，较上年底下降 6.63%。从构成看，主要为开发成本（占 66.50%）、开发产品（占 16.09%）和库存商品（占 10.60%）。公司存货计提跌价准备 1.29 亿元，计提比例为 0.99%。公司受限制类存货账面价值 5.71 亿元，主要用于贷款抵押。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 434.29 亿元，较上年底增长 12.11%，增长主要来自投资性房地产和固定资产。从构成看，非流动资产主要为投资性房地产（占 23.72%）、固定资产（占 31.49%）、在建工程（占 15.50%）和无形资产（占 11.01%）。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 16.69 亿元，较上年底增长 21.00%，从构成看全部为可供出售的权益类工具，主要为招商证券股份有限公司、潮州三环（集团）股份有限公司等，2019 年计入其他综合收益的公允价值变动损益为 7.52 亿元。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 23.17 亿元，较上年底变化不大，从构成看全部系对合营联营企业的投资，主要为深圳华强前海科技有限公司 10.32 亿元、济南滨河文化发展有限公司 1.66 亿元和宁波华夏文化科技开发有限公司 1.45 亿元等。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 103.01 亿元，较上年底增长 5.60%，增长主要来自高新园本期新增 5.26 亿元。截至 2019 年底，投资性房地产计入其他综合收益的公允价值变动金额为 29.28 亿元。截至 2019 年底，公司有账

面价值为 7.29 亿元的投资性房地产用于贷款抵押。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 136.76 亿元，较上年底增长 18.58%，主要系房屋建筑物和机器设备增加所致。从构成看，公司固定资产主要由房屋建筑物（占 72.55%）和机器设备（占 22.93%）构成，其余为运输设备和电子及其他设备。截至 2019 年底，固定资产累计计提折旧 50.26 亿元。截至 2019 年底，公司受限制类固定资产为 16.73 亿元，主要用于贷款抵押。

截至 2019 年底，公司在建工程为 68.25 亿元，较上年底增长 13.36%，主要系文产基地工程项目本期增加所致；从构成看主要为文产基地工程（占 31.45%）和金廊一二期项目（占 49.81%）。

截至 2019 年底，公司无形资产为 47.81 亿元，较上年底下降 1.90%，从构成看，主要为土地使用权（占 99.35%），累计摊销 8.08 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 696.76 亿元，较 2019 年底增长 2.05%，流动资产占 36.80%，非流动资产占 63.20%，资产构成较上年底变化不大。其中，货币资金 56.33 亿元，较上年底增长 10.52%；应收账款 35.25 亿元，较上年底下降 9.69%，主要系电子分销企业收回较多前期货款所致；在建工程 74.75 亿元，较上年底增长 9.54%，主要系芜湖欢乐世界停业改造，由固定资产转入在建工程所致。其他科目变动不大。截至 2020 年 3 月底，公司受限资产 73.64 亿元，为净资产的 31.10%；受限资产比重较高；受限资产主要为无形资产（占 44.12%）、固定资产（占 22.45%）和存货（占 7.77%），资产受限主要为项目贷款抵押。

3. 所有者权益及负债

（1）负债

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务负担有所减轻，债务期限结构较合理。

截至 2019 年底，公司负债合计 446.25 亿元，较上年底下降 4.13%；构成看，流动负债占 64.25%，非流动负债占 35.75%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 286.73 亿元，较上年底下降 4.40%；从构成看，主要为短期借款（占 31.82%）、应付账款（占 21.97%）和预收账款（占 21.24%）。

截至 2019 年底，公司短期借款为 91.23 亿元，较上年底下降 17.02%，从构成看，主要为信用借款（占 78.10%）和保证借款（占 21.68%）。

截至 2019 年底，公司应付账款为 63.00 亿元，较上年底增长 37.89%，主要系公司业务规模扩大，对外采购增加所致。账龄方面，一年以内到期的应付账款 35.94 亿元，占比 64.26%，1-2 年的占比 19.17%，2 年以上的占比 16.57%。

截至 2019 年底，公司预收款项为 60.91 亿元，较上年底下降 6.32%。

截至 2019 年底，公司其他流动负债为 19.98 亿元，较上年底下降 20.10%，从构成看，为超短期融资券 15.00 亿元和黄金租赁 4.98 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 159.52 亿元，较上年底下降 3.64%，主要系长期借款下降所致。截至 2019 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 32.70%）、应付债券（占 28.78%）、递延收益（占 22.70%）和递延所得税负债（占 10.35%）组成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 52.16 亿元，较上年底下降 28.39%，从构成看为抵押借款（占 54.97%）、信用借款（占 41.76%）和质押借款（占 3.27%）。

截至 2019 年底，公司应付债券为 45.91 亿元，较上年底增长 20.82%，主要系 2019 年发行中期票据所致。

表 16 截至 2019 年底公司应付债券构成

（单位：亿元）

债券名称	起息日	期限	金额
16 华强 MTN002	2016.07.22	5 年	8.00
18 华强 MTN001	2018.04.18	3 年	6.00

18 华强 MTN002	2018.05.10	3 年	6.00
18 华强 MTN003	2018.11.21	2+1 年	8.00
19 华强 MTN001	2019.11.21	3 年	5.00
17 深圳华强 ZR001	2017.12.22	5 年	10.00
19 粤华强集团 ZR001	2019.09.12	3 年	3.00
合计	--	--	46.00

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司递延收益为 36.22 亿元，较上年底下降 5.35%，主要系政府补助分期摊销所致。公司的递延收益主要为华强方特获取的政府补助。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 219.08 亿元，较上年底下降 17.15%，主要系短期债务下降所致；债务结构方面，短期债务占 55.24%，长期债务占 44.76%，公司债务结构以短期债务为主。

从债务指标看，2017—2019 年，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均有不同程度下降，近三年平均值分别为 66.80%、51.63%和 30.33%，2019 年分别为 65.36%、48.09%和 29.31%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 459.99 亿元，较上年底增长 3.08%，其中流动负债占 63.14%，非流动负债占 36.86%，流动负债占比有所下降。公司全部债务 243.07 亿元，较上年底增长 10.95%。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及分别为 66.02%、50.66%和 31.63%。

（2）所有者权益

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 236.49 亿元，较上年底增长 8.84%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2019 年底，公司资本公积为 18.42 亿元，较上年底略有下降。截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益合计 153.09 亿元，从构成看，主要为资本公积（占 12.03%）、其他综合收益（占 24.26%）和未分配利润（占 56.76%）。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 236.77 亿元，总额和构成

较上年底变化不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司整体经营良好，收入规模有所增长，主业盈利能力有所提升，利润总额对非经常性损益有一定依赖。

2019年，公司实现营业收入为251.73亿元，同比增长8.87%，主要得益于文化科技产业的发展。同期营业成本波动增长，2019年为191.19亿元，同比增长11.98%。公司营业利润率波动增长，三年均值为22.47%，2019年为21.94%。

2019年，公司期间费用占营业收入比重为14.72%，同比减少2.51个百分点。

非经常性损益方面，2019年，公司公允价值变动主要为投资性房地产价值变动0.48亿元。同期，公司投资收益0.72亿元，主要为处置可供出售金融资产和长期股权投资确认的投资收益；2019年其他收益为3.47亿元，同比略有下降，为政府补助。

2019年，公司实现利润总额22.18亿元，同比小幅增长。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司营业利润率和总资产收益率均有所波动，净资产收益率有所下降，三年平均值分别为22.47%、4.90%和7.31%，2019年分别为21.94%、5.03%和7.12%。

2020年1—3月，公司实现营业收入43.34亿元，同比下降9.39%，利润总额1.37亿元，同比下降45.63%。

5. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动获现能力保持稳定；考虑到文化科技产业等业务投资规模大，公司存在较大筹资需求。

从经营活动看，2019年，公司经营活动现金流入262.00亿元，同比下降13.40%，主要系本年度房地产业务收款相对减少所致，从构成看，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（241.82亿元）和公司收到其他与经营活动有

关的现金（20.11亿元，主要为收到相关业务保证金，往来款）；同期，公司经营活动现金流出217.26亿元，同比下降17.19%，主要系控制款项支付节奏所致，其中购买商品、接受劳务支付的现金155.54亿元，支付其他与经营活动有关的现金24.81亿元（主要为支付的期间费用和往来款）。2019年公司经营活动产生的现金流量净额为44.74亿元。从收入实现质量来看，2017—2019年，公司现金收入比有所波动，三年平均值为104.02%，2019年为96.06%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入17.72亿元，主要由收回投资收到的现金构成。同期，公司投资活动现金流出快速下降，2019年为47.37亿元，主要为电子专业市场和文化主题公园等业务相关的固定资产的投资。公司近三年投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，分别为56.64亿元和0.74亿元和29.65亿元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款和发行债券取得的现金，公司近年收到其他与筹资活动有关现金流入主要为政府对公司文化科技产业基地建设的补助专项资金。筹资活动现金流出主要表现为偿还债务、分配股利、及偿付利息。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-48.54亿元，公司融资能力良好。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.76亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-15.32亿元；筹资活动产生的现金流量净额为19.88亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标有所弱化，长期偿债指标有所改善。考虑到公司现金类资产规模较大、经营活动获现能力稳定以及可用授信余额充足，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为86.65%和

41.69%。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为88.28%和42.51%。公司短期偿债指标有所弱化，考虑到短期债务规模较大，公司面临一定短期偿债压力。

从长期偿债指标看，2019年，公司EBITDA为40.45亿元，EBITDA利息倍数为3.16倍；2019年，全部债务/EBITDA倍数为5.42倍。整体看，公司长期偿债能力有所改善。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司授信额度总额为859.73亿元，尚未使用额度折合人民币677.69亿元。同时，公司旗下拥有1家A股上市公司，1家新三板挂牌公司，直接和间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司短期借款规模大，债务负担重，利润依赖投资收益，从各主要经营子公司归集的经营现金流系偿还债务的重要资金来源。

截至2019年底，公司母公司资产总额184.36亿元，其中流动资产41.59亿元，非流动资产142.77亿元；流动资产主要为货币资金（16.92亿元）和其他应收款（24.60亿元）；非流动资产主要为长期应收款（70.52亿元，主要用于集团成员企业的生产经营）和长期股权投资（60.35亿元）；负债合计158.35亿元，其中流动负债81.51亿元，非流动负债76.84亿元；流动负债以短期借款（44.02亿元）、其他应付款（10.04亿元）和其他流动负债（19.98亿元）为主；非流动负债主要以长期借款（21.78亿元）和应付债券（45.91亿元）为主。截至2019年底，母公司全部债务为119.17亿元，较上年底明显下降，资产负债率和全部债务资本化比率分别为85.89%和82.08%。

盈利能力方面，2019年，母公司实现营业收入0.27亿元，利润总额3.49亿元，其中投资收益3.79亿元（取得投资收益收到的现金为3.08亿元）。

现金流方面，2019年及2020年1—3月，母

公司收到其他与经营活动有关的现金分别为8.13亿元和7.42亿元，母公司对下属子公司做资金归集，且控制力度强；2019年，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为7.26亿元、2.25亿元和-48.85亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部存续期内债券有15支，存续余额为68.54亿元。其中，将于一年以内到期的有7支，分别为“19华强01”“19华强SCP005”“20华强SCP001”“18华强MTN001”“18华强MTN002”“16华强MTN002”和“19华强02”，合计余额为31.56亿元。截至2019年底，公司剔除使用受限的现金类资产对一年以内到期债券保障倍数为1.72倍。

2019年，公司EBITDA、经营活动现金净流量和经营活动现金流入量对应付债券的保障倍数分别为0.59倍、0.65倍和3.82倍。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

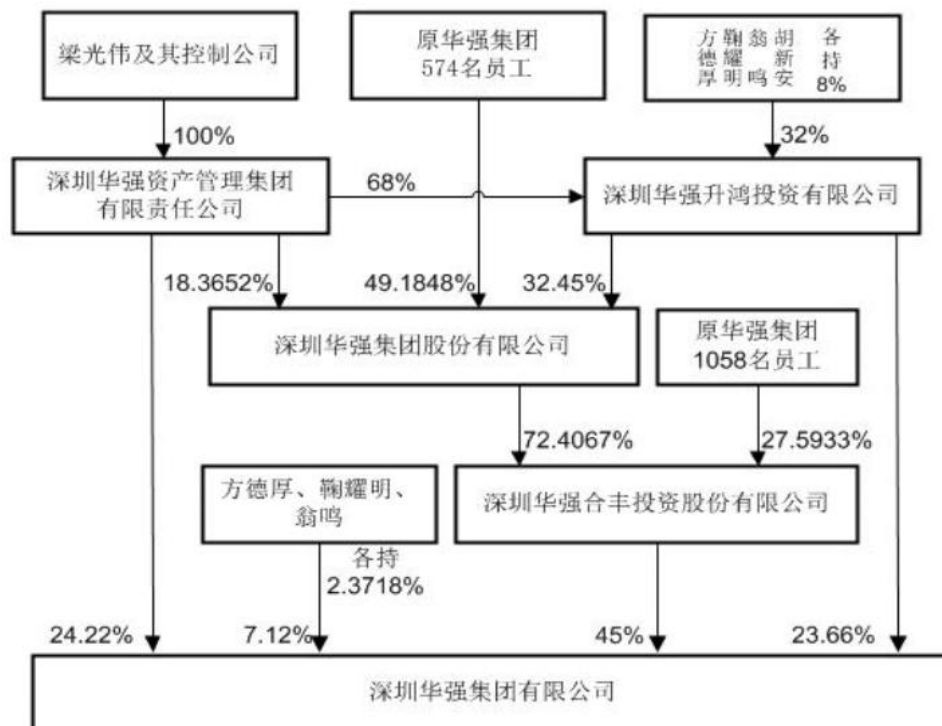
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	31.56
现金类资产/一年内到期债券余额	1.72
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.82
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.65
EBITDA/应付债券余额	0.59

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

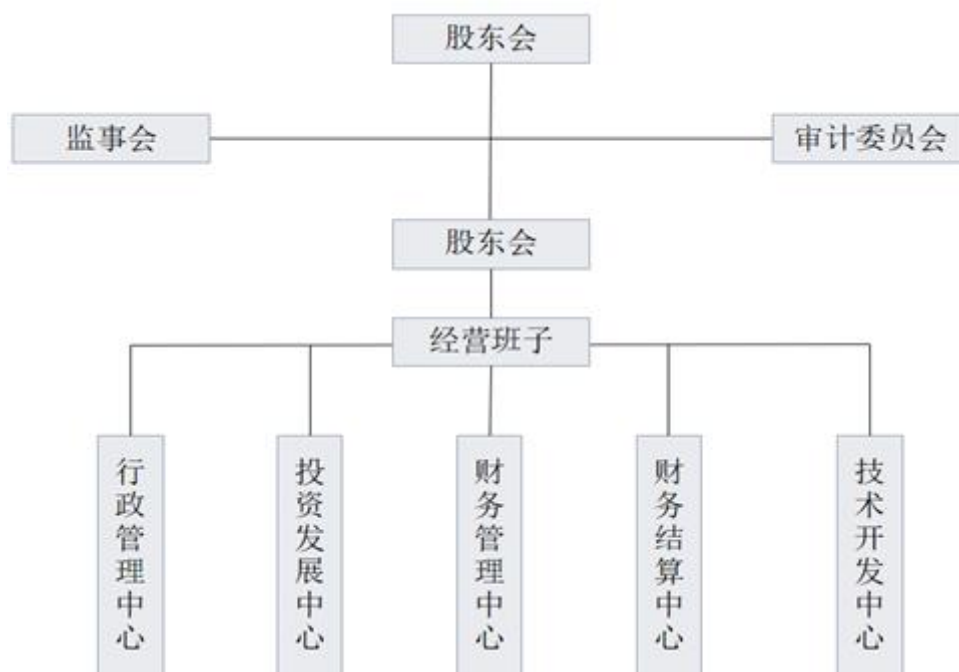
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“16华强MTN002”“18华强MTN001”“18华强MTN002”“18华强MTN003”“19华强MTN001”和“20华强MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	66.52	87.57	54.23	59.25
资产总额(亿元)	643.52	682.75	682.74	696.76
所有者权益(亿元)	203.68	217.27	236.49	236.77
短期债务(亿元)	177.53	153.17	121.01	133.53
长期债务(亿元)	77.41	111.27	98.07	109.54
全部债务(亿元)	254.94	264.44	219.08	243.07
营业收入(亿元)	228.30	231.22	251.73	43.34
利润总额(亿元)	21.74	21.10	22.18	1.37
EBITDA(亿元)	37.27	38.31	40.45	--
经营性净现金流(亿元)	30.81	38.43	44.74	0.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.93	6.55	6.16	--
存货周转次数(次)	1.42	1.34	1.43	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.35	0.37	--
现金收入比(%)	101.88	114.12	96.06	112.46
营业利润率(%)	21.50	23.98	21.94	15.32
总资本收益率(%)	3.51	4.73	5.03	--
净资产收益率(%)	7.91	7.23	7.12	--
长期债务资本化比率(%)	27.54	33.87	29.31	31.63
全部债务资本化比率(%)	55.59	54.90	48.09	50.66
资产负债率(%)	68.35	68.18	65.36	66.02
流动比率(%)	91.55	98.48	86.65	88.28
速动比率(%)	53.68	52.44	41.69	42.51
经营现金流动负债比(%)	10.04	12.81	15.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	2.78	3.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	6.90	5.42	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限货币资金；短期债务中已包含其他流动负债中的有息债务；长期债务中已包含长期应付款、其他非流动负债中的融资租赁款

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.24	56.32	16.99	40.44
资产总额(亿元)	253.06	257.98	184.36	206.83
所有者权益(亿元)	20.52	22.63	26.01	26.36
短期债务(亿元)	104.16	89.78	51.48	55.88
长期债务(亿元)	53.33	72.91	67.69	78.67
全部债务(亿元)	157.49	162.69	119.17	134.55
营业收入(亿元)	0.22	0.22	0.27	0.05
利润总额(亿元)	0.75	2.98	3.49	0.27
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	24.35	40.27	7.26	-0.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	101.64	104.93	105.02	112.92
营业利润率(%)	90.32	88.63	89.90	99.25
总资本收益率(%)	1.18	1.84	2.65	--
净资产收益率(%)	3.66	13.12	13.75	--
长期债务资本化比率(%)	72.21	76.31	72.24	74.90
全部债务资本化比率(%)	88.47	87.79	82.08	83.62
资产负债率(%)	91.89	91.23	85.89	87.26
流动比率(%)	88.29	56.22	51.02	68.52
速动比率(%)	88.29	56.22	51.02	68.52
经营现金流动负债比(%)	13.65	24.89	8.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 3 同行业企业对比数据

企业名称	湖南富兴集团有限公司	花园集团有限公司	深圳华强集团有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
企业性质	民营企业	民营企业	民营企业
综合毛利率（%）	30.87	6.44	24.05
销售债权周转次数（次）	10.51	19.77	6.16
财务数据时点	2019 年		
资产总额（亿元）	246.69	247.34	682.74
所有者权益（亿元）	147.42	119.91	236.49
营业收入（亿元）	109.31	304.48	251.73
利润总额（亿元）	18.33	11.43	22.18
经营活动现金流净额（亿元）	23.36	14.23	44.74
资产负债率（%）	40.24	51.52	65.36

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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