信用等级公告

联合[2018] 1859 号

联合资信评估有限公司通过对华闻传媒投资集团股份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，确定维持华闻传媒投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“14 华闻传媒 MTN001”、“17 华闻传媒 MTN001”和“18 华闻传媒 MTN001”的信用等级为 AA^+，并将其列入信用评级观察名单。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

华闻传媒投资集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	列入信用评级观察名单
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 华闻传媒 MTN001	7 亿元	2019/7/24	AA^+	AA^+
17 华闻传媒 MTN001	10 亿元	2020/11/8	AA^+	AA^+
18 华闻传媒 MTN001	13 亿元	2021/4/4	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.05	29.08	29.54	21.55
资产总额(亿元)	128.18	134.03	158.52	160.64
所有者权益(亿元)	94.55	99.94	101.71	101.56
短期债务(亿元)	1.63	2.17	8.53	10.06
长期债务(亿元)	14.33	13.97	36.17	36.17
全部债务(亿元)	15.96	16.14	44.70	46.23
营业收入(亿元)	43.36	45.71	34.21	7.32
利润总额(亿元)	9.20	12.35	5.79	0.43
EBITDA(亿元)	11.60	14.72	7.99	--
经营性净现金流(亿元)	8.23	6.81	6.58	-3.02
营业利润率(%)	42.39	36.12	39.92	27.91
净资产收益率(%)	9.49	10.41	4.16	--
资产负债率(%)	26.24	25.43	35.84	36.78
全部债务资本化比率(%)	14.45	13.90	30.53	31.28
流动比率(%)	336.83	327.09	282.49	233.80
经营现金流动负债比(%)	49.66	39.39	32.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.38	1.10	5.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.92	18.55	7.07	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限资产。

分析师

王 晴　刘 然　邢 雪

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，华闻传媒投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“华闻传媒”）延续了传统文化传媒业务的区域市场影响力，形成以传播与文化产业为核心主业，数字内容服务业、网络与信息安全服务业、动漫产品及动漫服务业为辅助业务，并加速拓展股权投资业务的多元化经营格局。2017 年 4 月，公司完成对燃气业务的转让。2017 年，公司传统产业及收购标的业绩未达预期，计提大额商誉减值损失；2017 年 2 月，公司参股东海证券股份有限公司（以下简称“东海证券”），股权投资业务规模大幅增长，同时公司持有江苏振江新能源装备股份有限公司（以下简称“振江股份”）及江苏力星通用钢球股份有限公司（以下简称“力星股份”）等上市公司股权，投资收益成为利润重要支撑。跟踪期内，公司有息债务规模快速上升，货币资金较充裕，整体财务弹性尚可。受互联网等新兴媒体冲击，公司传统纸媒广告业务快速下滑、股权投资业务扩张快速推升有息债务规模且投资收益存在不确定性、商誉存在减值风险等因素对公司经营及发展可能带来不利影响。

同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到：（1）2018 年 7 月，公司最终实际控制人之一发生变更，高管人员可能发生变动；（2）2018 年 7 月 16 日，公司以现金 16.68 亿元收购车音智能科技有限公司 60%股权，涉及金额较大，溢价高；（3）截至 2018 年 7 月 17 日，公司控股股东国广环球资产管理有限公司（以下简称“国广资产”）对公司直接持股 8.41%（质押比例 99.79%），其中 59.94%被天津市高级人民法院司法冻结，存在被司法处置的可能；截至 2018 年 7 月 18 日收市后，国广资产质押的全部华闻传媒股份已跌破平仓线，存在被强制平仓的风险，公司控股股东可能发生变更。联合资信将密切关注公

司收购标的资产业绩稳定性、现金收购资产、控股股东股权质押及冻结情况的最新进展。

综合评估，联合资信确定维持华闻传媒公司主体长期信用等级为AA^{+}，“14华闻传媒MTN001”、“17华闻传媒MTN001”和“18华闻传媒MTN001”的信用等级为AA^{+}，并将其列入信用评级观察名单。

优势

1. 文化传媒行业是国家重点鼓励支持行业，随着国家经济转型发展的深入，行业发展前景较好。
2. 公司形成了以传播与文化产业为核心主业，数字内容服务业、网络与信息安全服务业、动漫产品及动漫服务业为辅助业务，并加速拓展股权投资业务的多元化经营格局，有利于分散风险。
3. 公司传统纸媒板块拥有《证券时报》经营业务的独家经营权，四份日报《华商报》、《新文化报》、《华商晨报》和《重庆时报》经营权。
4. 公司股权投资业务主要包括PE投资、项目投资等。截至2018年3月底，子公司上海鸿立股权投资有限公司、上海鸿立华享投资合伙企业（有限合伙）、新疆华商盈通股权投资有限公司和山南华闻创业投资有限公司（以下简称“山南华闻”）已累计投资股权项目73个，其中34个项目开始/已经实现退出；公司于2017年2月参股东海证券，账面价值22.52亿元，持股比例10.22%；同时持有振江股份（2.41亿元）及力星股份（0.63亿元）等上市公司股权。
5. 公司现金类资产对一年内到期债券保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，传统媒体广告市场仍处于下滑通道，对公司传统媒体广告业务造成冲击，主业盈利持续下滑。
2. 公司股权结构分散，最终实际控制人变更频繁，对公司未来经营带来一定不确定性。
3. 2015～2017 年，公司投资收益分别为 1.49 亿元、9.21 亿元和 8.43 亿元，主要为可供出售金融资产在持有期间的投资收益和处置收益。公司投资收益波动较大，未来可持续性需保持关注。
4. 2017 年，标的资产天津掌视亿通信息技术有限公司（以下简称“掌视亿通”）、上海精视文化传播有限公司（以下简称“精视文化”）、广州市邦富软件有限公司（以下简称“邦富软件”）及广州漫友文化科技发展有限公司（以下简称“漫友文化”）已结束业绩承诺期，经营情况不佳，其中公司对邦富软件及漫友文化全额计提商誉减值，精视文化计提部分商誉减值；北京澄怀科技有限公司（以下简称“澄坏科技”）、陕西华商传媒集团有限责任公司及其八家附属公司于 2017 年结束业绩承诺期，未来其经营情况及公司对其人员管理情况有待观察，澄坏科技存在商誉减值风险。
5. 2016 年，海南民生管道燃气有限公司（以下简称“民生燃气”）实现营业收入 6.82 亿元，营业利润 1.01 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元。2017 年 4 月 6 日，公司公告完成转让燃气业务经营主体，民生燃气不再纳入合并报表范围。
6. 跟踪期内，公司有息债务规模快速上升，未来股权投资业务规模扩张或将持续推升债务负担。
7. 2018 年 7 月，公司以现金收购车音智能科技有限公司 60%股权，预计需支付 16.68 亿元收购款，交易完成后形成约 15 亿元商誉，溢价高，公司可能面临一定资金压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由华闻传媒投资集团股份有限公司（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。

华闻传媒投资集团股份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关于华闻传媒投资集团股份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

华闻传媒投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“华闻传媒”）系 1992 年 12 月在改组原海南石化煤气公司基础上，以定向募集方式设立的海南石化煤气股份有限公司。1993 年 7 月 16 日，公司增资扩股并更名为海口管道燃气股份有限公司。1997 年公司在深圳证券交易所发行 5000 万股 A 股股票并挂牌上市，证券简称为“燃气股份”，证券代码：000793。经历次股权转让、增发后，截至 2018 年 7 月 13 日，公司注册资本 20.01 亿元，具体股权结构见附件 1-1，其中国广环球传媒控股有限公司（以下简称“国广控股”）持有国广资产 58.0344%的股权，阜宁永繁投资管理有限公司（以下简称“阜宁永繁 [1]”）持有国广资产 41.9656%股权。公司最终实际控制人为中国国际广播电台和孙景龙。

公司经营范围包括传播与文化产业的投资、开发、管理及咨询服务；信息集成、多媒体内容制作与经营，广告策划、制作和经营，多媒体技术开发和投资，电子商务；股权投资，创业投资，高科技风险投资；贸易及贸易代理。（凡需行政许可的项目凭许可证经营）

截至 2018 年 3 月底，公司下设法律事务部、财务部、运营管理部、资本运营部、战略发展部等职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 158.52 亿元，所有者权益 101.71 亿元（含少数股东权益 4.09 亿元）。2017 年公司实现营业收入 34.21 亿元，利润总额 5.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 160.64 亿元，所有者权益 101.56 亿元（含少数股东权益 2.80 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 7.32 亿元，利润总额 0.43 亿元。

公司注册地址：海南省海口市海甸四东路民生大厦；法定代表人：汪方怀。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，公司存续债券募集资金均已按原定计划投入使用，“14 华闻传媒 MTN001”已按时付息，其他债券尚未到付息日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14 华闻传媒 MTN001	7.00	7.00	2014/7/24	2019/7/24
17 华闻传媒 MTN001	10.00	10.00	2017/11/8	2020/11/8
18 华闻传媒 MTN001	13.00	13.00	2018/4/4	2021/4/4

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）

[1]阜宁永繁法定代表人、执行董事兼总经理殷栋林先生兼任华闻传媒监事会主席。

均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，

增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 新闻出版行业

新闻出版行业是文化传媒产业的重要组成部分，一般包括图书、期刊、报纸、音像制品和电子出版物等的出版和发行。

出版方面，根据国家新闻出版广电总局最新公布的《2016 年新闻出版产业分析报告》，2016 年中国共出版图书 50.0 万种，同比增长 5.1%（其中，新版图书 26.24 万种，同比增长 0.76%）；总印数 90.4 亿册（张），增长 4.37%；总印张 777.2 亿印张，增长 4.6%；定价总金额 1581.0 亿元，增长 7.1%；图书出版实现营业收入 832.3 亿元，增长 4.0%；利润总额 125.3 亿元，增长 1.2%。2016 年报纸出版总印数、总印张分别降低 6.3%和 9.4%，营业收入、利润总额分别降低 3.6%和 2.2%，43 家报业集团主营业务收入降低 2.5%，受益于投资收益与补贴收入等大幅增加，利润总额止跌回升，增长 59.4%，其中 29 家报业集团营业利润出现亏损，较 2015 年减少 2 家。出版重印图书 23.8 万种，同比增长 10.3%，重印图书 51.2 亿册（张），同比增长 10.9%，大幅超过新版图书；2016 年全国新版图书单品种平均印数 9178 册，较 2015 年降低 434 册；重印图书单品种平均印数 21554 册，增加 122 册。当年累计印数超过百万册的书籍由 2015 年的 68 种增加到 109 种。以上数据体现图书出版结构进一步优化，重印图书品种数和总印数持续增长。

发行方面，全国共有出版物发行网点 163102 处，降低 0.3%；出版物发行实现营业收入 3426.61 亿元，增长 5.96%；利润总额 281.97 亿元，增长 8.59%。从近年的发展趋势看，自 2010 年开始，中国出版物销售量增长率波动下降，销售额增长率则有所波动，行业增速总体放缓。出版物销售金额增长率始终高于销售量增长率，表明出版物价格逐步增长。

“十三五”期间，新闻出版行业发展指导思想为：加深新闻出版与科技融合，加快推进数字化转型升级、传统业态与新兴业态融合发展，促进文化产业与信息产业、其他产业融合，为新闻出版业健康快速可持续发展、推动社会效益与经济效益相统一提供有力保障。到“十三五”末，健全完善以政府为主导、以企业为主体的新闻出版科技创新体系，实现科技资源优化配置。较为完善的科技政策体系基本形成；行业技术、标准的研发与应用水平显著提升，形成一批关键技术、装备制造的研发与应用成果；行业创新环境持续优化，科技创新与应用人才队伍发展壮大；行业科技服务水平全面提升；传统业态的数字化转型升级基本完成，新兴业态多元化、融合发展的模式创新取得突破；覆盖广泛、技术先进、传输快捷的现代新闻出版传播体系基本健全。

2017 年 6 月，国家新闻出版广电总局发布《网络文学出版服务单位社会效益评估试行办法》，明确提出对从事网络文学原创业务、提供网络文学阅读平台的网络文学出版服务单位进行社会效益评估考核。对网络文学出版服务单位设置了严格的社会效益评估考核体系，该体系共设置了 5 个一级指标、22 个二级指标和 77 项评分标准，这一规则的推出，旨在提高作品内容质量，规范市场秩序，引导网络文学出版服务单位把出版优秀作品作为中心环节。

2017 年 7 月，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平主持中央全面深化改革领导小组会议审议通过了《关于加强和改进中外人文交流工作的若干意见》。《意见》指出，要加强中外人文交流综合传播能力建设，推动中外广播影视、出版机构、新闻媒体开展联合制作、联合采访、合作出版，促进中外影视节目互播交流，实施图书、影视、文艺演出等领域的专项交流项目和计划，丰富人文交流的文学艺术内容和载体；做大做强“互联网+人文交流”，实现实体与虚拟交流平台的相互补充和良性互动。通过丰富媒体交流形式、打造具有国际影响力的全媒体和文化传播机构等举措，讲好中国故事，传播中国声音，阐释中国道路，增强中国文化形象的亲近感。

2017 年 9 月，国家新闻出版广电总局印发《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》，到 2020 年争取实现：舆论传播力、引导力、影响力、公信力大幅提升，公共文化服务全面升级，对经济的拉动作用显著增强，“智慧广电”战略和新闻出版数字化转型升级行动全面推进，保障国家文化安全的能力显著提高，传播中国声音、提升中国形象、产品服务走出去的成效和作用更加凸显。规划提出了 11 项主要任务。

版权方面，根据《版权工作“十三五”规划》指出，“十三五”时期，版权工作要坚持实施版权严格保护、推动版权产业发展、健全版权工作体系三大基本原则，实现“加快版权强国建设，为建成中国特色、世界水平的版权强国奠定坚实基础”这一战略目标。到 2020 年，版权法律制度体系更加完备，版权工作法治水平进一步提高；版权执法监管力度不断加大，版权保护环境明显改善；版权社会服务体系更加完善，版权产业又好又快发展；版权创作、运用、保护、管理和服务能力显著增强，全社会版权意识大幅提升；版权国际交流合作不断拓展，中国在国际版权体系中的话语权和影响力进一步提高，基本实现版权治理体系和治理能力现代化，初步建成中国特色的版权强国。

税收方面，2018 年 6 月 5 日，财政部、国家税务总局颁布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》（财税[2018]53 号），对部分出版物在出版环节执行增值税 100%先征后退的政策，对部分印刷、制作业务执行增值税 100%先征后退的政策继续执行，延长至 2020 年 12 月 31 日。此外，根据《国务院办

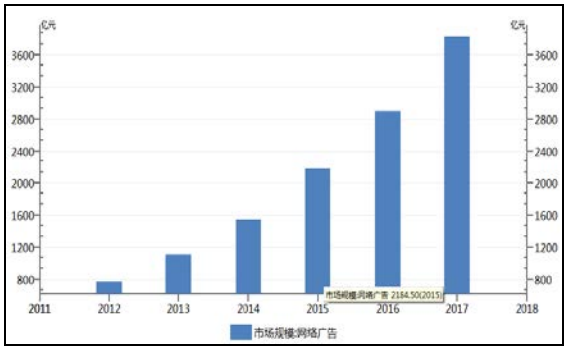
公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》（国办发[2014]15 号）的有关规定，党报、党刊将其发行、印刷业务及相应的经营性资产剥离组建的文化企业，自注册之日起所取得的党报、党刊发行收入和印刷收入免征增值税。所得税方面，根据国务院办公厅发布的《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》（国办发[2014]15 号）（执行期限为 2014 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日）符合条件的公司享受所得税免税优惠，使得相关企业所得税实际税负保持较低水平。

2. 传统媒体广告市场

广告业作为商业服务业的一部分，与宏观经济的发展存在较强的正相关性。近年来，随着国内经济的增速趋稳，广告业增速逐年放缓。据央视市场研究股份有限公司（CTR）统计，2017 年中国广告市场在两年连降之后增长 4.3%，主要归因于传统媒体广告的止跌回升。电视广告收入在互联网广告的挤压下，近几年出现了下降，但体量仍在 1000 亿元的水平，并且各电视台之间出现了明显的分层，2017 年，电视广告从 2016 年的下降 3.7%已转为增长 1.7%，电视广告花费前五名的行业分别为药品、饮料、食品、化妆品浴室用品和酒精饮品。广播发展至今，从整体情况来看，并没有出现断崖式的下跌，广播在新广告时期下，迎来了新的发展机遇，为移动人群服务的特征，是广播未来最大的潜力所在，广播广告在 2015 年下降探底后，连续两年增速加快，2017 年增长 6.9%，未来增长空间较大。2017 年报纸广告花费同比下跌 32.5%，杂志广告花费下滑 18.9%，传统纸媒内容和呈现方式严重制约着纸媒的发展，纸媒面临着与新媒体融合转型的现状。电梯电视、电梯海报的广告收入继续匀速增长，而影视视频广告收入随电影票房市场一同进入理性稳健期。

与传统媒体日渐衰落的趋势相反，新媒体呈快速发展态势。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第三十九次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2017 年底，中国网民规模达 7.72 亿，互联网普及率为 55.80%，超过全球平均水平 4.1 个百分点；其中，手机网民规模达 7.53 亿，网民中使用手机上网的比例由 2016 年底的 95.1%提升至 97.5%。随着网络的普及，网络广告市场规模不断攀升，2017 年同比增长 31.90%达 382.70 亿元。

图1　近年中国互联网广告市场规模（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

总体看，短期内传统媒体将继续受到互联网等新兴媒体带来的冲击，但随着频道运营商的转型和电视节目内容的提升，市场份额将在一定程度上有所回归，未来多渠道并存的模式将成为行业发展的趋势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 7 月 13 日，公司注册资本 20.01 亿元，具体股权结构见附件 1-1，其中国广控股持有国广资产 58.0344%的股权，阜宁永繁持有国广资产 41.9656%股权。公司最终实际控制人为中国国际广播电台和孙景龙。

2. 公司规模

2006 年，公司收购深圳证券时报传媒有限公司（以下简称“时报传媒”）84.00%股权和陕西华商传媒集团有限责任公司（以下简称“华商传媒”）30.00%股权后开始实现战略转型。2007 年公司继续收购了华商传媒 31.25%的股权，实现控股华商传媒。2013 年，公司通过非公开定向增发购买华商传媒 38.75%股份，实现对华商传媒的全资控股。2014 年，公司定向增发收购天津掌视亿通信息技术有限公司等 4 家新媒体公司相关资产，传媒类业务扩展至付费手机视频、互联网信息安全解决方案、楼宇及电梯广告业务、动漫设计等领域。

2006 年 7 月 31 日，公司控股子公司时报传媒与深圳证券时报社有限公司（以下简称“证券时报社”）签订了《经营业务授权协议》。根据该协议，证券时报社授予时报传媒有关《证券时报》的商业广告、财经信息的咨询策划、设计制作与代理发布等相关业务（统称为“《证券时报》经营业务”）的独家经营权。独家经营权期限为三十年，自 2006 年 8 月 1 日起至 2036 年 7 月 31 日止。《证券时报》是由人民日报社主管主办、以报道证券市场为主，兼顾经济金融信息，面向国内外公开发行的财经类专业日报，是中国证监会、中国保监会、中国银监会指定信息披露的报刊之一。时报传媒于期限届满前 36 个月向证券时报社提出续约请求的，证券时报社应予同意，该协议可自动续期。

公司全资子公司华商传媒已取得四份日报《华商报》、《新文化报》、《华商晨报》和《重庆时报》的独家经营权，期限均为 30 年，《华商报》、《新文化报》的经营权期限自 2007 年 1 月 1 日起至 2036 年 12 月 31 日，《华商晨报》和《重庆时报》的经营权期限自 2008 年 1 月 1 日起至 2037 年 12 月 31 日。。

公司股权投资业务主要由四家子公司经营，其中上海鸿立股权投资有限公司（以下简称“上海鸿立”，公司直接持股 100%）、上海鸿立华享投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“鸿立华享”，公司直接持股 74.2525%，间接持股 24.9975%）主要从事股权投资，投资范围涉及 Pre-IPO 阶段的成熟企业，以及 TMT 行业的中早期企业，主要围绕影视动漫、虚拟现实、智能机器人、网络游戏等行业的产业链上下游进行投资、布局；新疆华商盈通股权投资有限公司（以下简称“华商盈通”，公司间接持股 100%），主要业务包括 PE 投资、项目投资等，已办理私募基金管理人登记和备案手续；山南华闻创业投资有限公司（以下简称“山南华闻”，公司直接持股 100%），主要从事创业投资、股权投资业务，投资范围包括中早期及具有稳定业绩的成熟企业，主要围绕文化娱乐、游戏及金融财经领域进行投资、布局。公司通过被投资企业上市、被并购、股份转让等方式实现退出及分红收益。近年来公司投资收益是利润的有力支撑。

公司形成了以传播与文化产业为核心主业，数字内容服务业、网络与信息安全服务业、动漫产品及动漫服务业为辅助业务，并加速拓展股权投资业务的多元化经营格局。

七、管理分析

跟踪期内，公司总裁及 1 名副总裁变更，1 名副总裁离任；副董事长及 6 名董事（其中 2 名独立董事）变更；4 名监事（其中 1 名监事会主席、2 名职工监事）变更。

王源先生，男，1981 年生，河南大学财务管理专业本科学历。曾任河南省煤炭科学研究所项目经理，高朋（上海）律师事务所合伙人助理，中融国际信托有限公司总经理助理，上海阜兴金融控股（集团）有限公司副总裁。2017 年 2 月 28 日起任公司总裁。

周娟，女，香港中文大学会计学硕士，上海国家会计学院财务总监资格。曾任福建省泉州理工学院会计学教师（助教职称），上海瑞盈投资管理有限公司总裁助理，中融国

际信托有限公司总经理助理，上海财通资产管理有限公司副总裁，丰汇租赁有限公司副总裁。2017 年 3 月 15 日起任公司副总裁。

薛国庆，男，大专。现任兴顺文化监事，国广控股监事。2017 年 1 月 23 日起任公司副董事长。

殷栋林，男，大专。曾任江苏阜建集团项目负责人助理，江苏建工集团山东分公司经理，江苏中顺建设集团安徽分公司经理。现任阜宁永繁法定代表人、执行董事兼总经理。2017 年 1 月 23 日起任公司监事会主席。

根据公司章程，目前公司董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 名，副董事长 1 名。公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事会、监事会以及单独或者合并持有公司 3%以上股份的股东有权提出非独立董事候选人，提请股东大会表决。

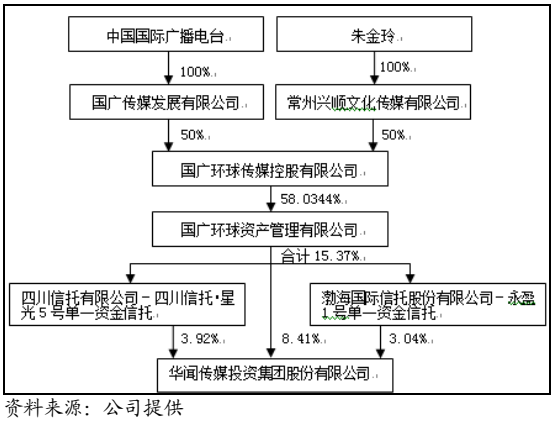
公司管理体制和管理制度方面无重大变化。近期由于股权及实际控制人股权变更，公司高管人员可能变动。

八、重大事项

1. 公司实际控制人股权变更

2018 年 7 月 16 日，华闻传媒发布《公司实际控制人股权转让完成工商变更登记的公告》，称公司实际控制人国广控股原股东常州兴顺文化传媒有限公司（以下简称“兴顺文化”）向和平财富控股有限公司（以下简称“和平财富”）协议转让其持有的国广控股 50%的股权。2018 年 7 月 13 日，国广控股协议转让 50%股权的工商变更登记手续已办理完成。股权变更前股权结构见图 2，变更后股权结构见附表 1-1。

图2 公司股权变更前股权结构图



资料来源：公司提供

和平财富成立于 2015 年 12 月 17 日，法定代表人为倪志靖，注册资本为 5000 万元。经营范围为实业投资，资产管理，投资管理，投资咨询。

2. 重大资产重组标的资产

公司于 2018 年 2 月 1 日开始起停牌，系正在筹划发行股份购买资产的重大资产重组。由于相关事项的不确定性，为了维护投资者利益，确保公平信息披露，避免对公司股价造成重大影响，公司股票自 2018 年 2 月 22 日开市起转入重大资产重组程序并继续停牌。经公司 2018 年 4 月 27 日召开的 2018 年第三次临时股东大会审议批准，并向深圳证券交易所申请，公司股票自 2018 年 5 月 2 日开市起继续停牌，并承诺原则上公司筹划重大资产重组累计停牌时间不超过 6 个月。2018 年 7 月 16 日，华闻传媒发布《关于终止筹划重大资产重组事项暨继续推进现金收购事项及公司股票复牌的公告》称，经与拉萨子栋科技有限公司（以下简称“子栋科技”）、拉萨鼎金投资管理咨询有限公司（以下简称“鼎金投资”）等交易对方协商，公司决定终止筹划发行股份购买资产的重大资产重组，改为采用现金方式购买标的资产车音智能科技有限公司（以下简称“车音智能”）60%股权，公司证券已于 2018 年 7 月 16 日复牌。根据《股权转让协议》，车音智能 100%股权整体

估值 27.80 亿元人民币。本次收购公司预计以现金方式支付 16.68 亿元收购款，交易完成后将形成约 15.00 亿元商誉。本次交易的交易对方子栋科技、鼎金投资共同承诺：车音智能 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度和 2022 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（以下简称“承诺净利润”）分别不低于 18000 万元、22300 万元、28600 万元、39800 万元和 44000 万元。公司与子栋科技、鼎金投资一致确认，业绩补偿的原则为五年业绩承诺期累积补偿，即业绩承诺期结束后，如车音智能在五年业绩承诺期内的累积实际净利润低于累积承诺净利润的，则由子栋科技、鼎金投资按照 50%：50%的比例以现金方式向上市公司进行补偿。

车音智能是专注于提供车联网系统整体解决方案的服务供应商，为汽车主机厂提供智能汽车解决方案，包括车载交互系统开发和以人工智能为基础、以大数据分析为核心的车主运营及服务。

截至 2017 年底，车音智能合并资产总额 4.78 亿元，权益总额 2.38 亿元；2017 年，实现营业收入 4.12 亿元，营业利润 0.99 亿元。

本次收购现金支付规模较大，溢价高，联合资信将持续关注资金收购事项进展。

3. 过往年度重大资产重组标的资产业绩情况

标的资产华商传媒 38.75%股权及华商传媒八家附属公司少数股东权益所对应的 2017 年度业绩承诺已完成。

表2 公司重大资产重组标的资产2017年度净利润实现数与盈利预测数对比

（单位：万元、%、年）

标的资产	2017 年度净利润预测数	2017 年度净利润实现数	完成率	业绩承诺期起止
华商传媒 38.75%股权	17219.82	17226.77	100.04	2013-2017
八家附属公司少数股东股权	12490.07	12622.22	101.06	2013-2017
澄怀科技 100%股权	8750.33	8723.96	99.70	2013-2017
合计	**38460.22**	**38,572.95**	--	--

资料来源：公司公告，联合资信整理

注：澄怀科技累计净利润业绩承诺完成率为 100.59%。

表3 截至2017年底公司主要商誉构成情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面原值	减值准备	商誉净值
澄怀科技	5.73	--	5.73
掌视亿通	10.93	--	10.93
邦富软件	5.94	5.94	0.00
漫友文化	2.04	2.04	0.00
精视文化	3.55	0.69	2.86
合计	**28.19**	**8.67**	**19.52**

资料来源：公司提供

标的资产掌视亿通、精视文化、邦富软件及漫友文化已于 2016 年结束业绩承诺期，跟踪期内经营情况不佳，其中邦富软件及漫友文化已全额计提商誉减值，精视文化已部分计提商誉减值。2017 年为澄怀科技、华商传媒及其附属八家子公司业绩承诺结束期，未来其经营情况及公司对其人员管理情况有待观察。

4. 转让国广东方部分股权

公司原持有国广东方网络（北京）有限公司（以下简称“国广东方”）31%股权，2018 年 3 月 1 日，公司与国广控股、中国国际广播电台（以下简称“中国广电”）和国广东方签订《股权转让协议》，确定公司将以 24985.00 万元的价格向中国广电转让所持有的国广东方 19%的股权（对应注册资本 3735.2125 万元）；本次股权转让完成后，国广东方注册资本仍为 19659.0131 万元，其中公司出资 2359.0029 万元，持有 11.9996%的股权。国广东方原为公司参股公司，计入长期股权投资项目，2016 年公司增资国广东方 1.57 亿元，当年形成投资收益-0.29 亿元，未纳入合并报

表。

截至 2017 年 12 月 31 日，国广东方未经审计的资产总额 87453.43 万元，负债总额 20301.25 万元，归属于母公司的所有者权益 60564.96 万元；2017 年营业收入 114714.00 万元，营业成本 99146.27 万元，营业利润 2740.08 万元，归属于母公司所有者的净利润 1384.94 万元。以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日，国广东方评估价值为 13.1506 亿元。

本次交易完成后，公司对国广东方仍不形成控制，不合并其财务报表。公司不存在为国广东方提供担保、委托其理财，以及国广东方占用公司资金等方面情况。

公司本次转让的 19%股权对应的账面价值为 13290.60 万元，本次转让国广东方 19%的股权获得投资收益约为 15262.17 万元（含原计入其他综合收益及资本公积中转出的收益 3567.77 万元），收益已于 2018 年 4 月体现。

5. 转让民生燃气股权

根据公司 2017 年 3 月 16 日发布的《关于转让海南民生管道燃气有限公司股权暨关联交易的公告》，由于海南民生管道燃气有限公司（以下简称“民生燃气”）的管道燃气业务已进入了平稳运行阶段，市场拓展有限，管道燃气经营增量有限，管网设备已进入老化期，且受政策影响，燃气业务利润将有所下降；其次，公司的主营业务已向传媒及互联网新媒体转移，现有的管道燃气业务与公司的战略发展方向不符。经董事会审议通过并报股东大会审批，公司与关联方海南民生众和实业有限公司（以下简称“民生众和”）签署《股权转让协议》，公司将持有的民生燃气 100%股权以 10.30 亿元的总价格转让给民生众和，截至目前已收到全部股权转让款。

2016 年，民生燃气营业利润在公司主业营业利润中占比约 35%，是华闻传媒重要子公司。2017 年 4 月 6 日，公司公告完成转让燃气业务经营主体民生燃气 100%股权，且已收到股权转让款，民生燃气不再纳入华闻传媒合并报表范围。

6. 国广控股拟增持公司股份的公告

2018 年 7 月 13 日，华闻传媒收到公司实际控制人国广控股《关于拟增持华闻传媒股份计划的函》，为响应监管部门有关增持上市公司股份的号召，基于对公司未来持续发展及价值提升的信心，国广控股拟通过自身或控股子公司增持公司股份。在遵守中国证监会和深圳证券交易所相关规定的前提下，将自华闻传媒股票复牌（2018 年 7 月 16 日）后十二个月内，以不低于人民币 5 亿元的资金总额择机增持华闻传媒股份。

7. 股东质押股份被司法冻结和触及平仓线的风险

公司 2018 年 7 月 19 日公告称：国广资产已质押的公司股份 16789.05 万股（占公司已发行股份的 8.39%）已跌破平仓线，存在被强制平仓的风险，同时，国广资产已被司法冻结的公司股份 10084.87 万股（占公司已发行股份的 5.04%）存在被司法处置的可能。

九、经营分析

1. 经营概况

2017年4月，公司转让燃气业务，形成以传播与文化产业（传媒）为核心主业，数字内容服务业、网络与信息安全服务业、动漫产品及动漫服务业、股权投资业为辅的业务格局（以下分析中燃气业务不作赘述）。2017年，公司实现主营业务收入33.81亿元，同比下滑25.51%，系燃气业务处置及多个板块收入下滑所致；主营业务毛利率40.79%，同比有所增长，主要是盈利水平较高的传统业务占比提升带动。

从主营业务收入构成来看，2017年，传播与文化产业仍为公司第一大收入来源，受燃气业务处置影响，该板块对公司主营业务

收入贡献率上升至82.46%，收入较上年下降14.58%，系环球智达科技（北京）有限公司（以下简称“环球智达”）不再纳入合并范围所致；数字内容服务业收入较上年小幅下滑2.56%；网络与信息安全服务业收入同比大幅下降83.97%至0.26亿元，主要系子公司邦富软件舆情业务未能跟上市场变化所致；动漫产品及动漫服务业板块收入较上年下滑30.22%至0.70亿元，主要系行业趋弱所致；房地产销售板块收入贡献率较低。

从业务毛利率来看，2017年，传播与文化业务毛利率同比上升8.62个百分点至41.68%，主要系毛利为负的环球智达不再纳入合并范围所致；受子公司掌视亿通增加流量经营业务，成本相应增加影响，数字内容服务业毛利率同比下滑29.55个百分点至42.70%；动漫产品及动漫服务业毛利率下滑明显，主要系印刷纸价格上涨所致。

2018年1～3月，公司实现主营业务收入7.10亿元，同比下降4.81%，主要系2017年同期包含燃气业务。当期，由于各板块毛利率均大幅下滑，导致综合毛利率同比下降12.32个百分点至27.19%。

表 4　公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

收入板块分类	2016 年			2017 年			2018 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
传播与文化产业	326423.63	71.91	33.06	278839.27	82.46	41.68	56595.71	79.71	29.48
燃气生产和供应业	67718.61	14.92	26.64	16783.67	4.96	22.77	--	--	--
数字内容服务业	31281.49	6.89	72.25	30468.63	9.01	42.70	12089.62	17.03	18.02
网络与信息安全服务业	16136.14	3.55	88.22	2587.20	0.77	50.80	101.92	0.14	-154.10
动漫产品及动漫服务业	10012.10	2.21	36.32	6986.31	2.07	24.59	1632.30	2.30	18.09
房地产销售	2355.95	0.52	34.20	2481.15	0.73	39.83	583.85	0.82	53.09
合计	**453927.92**	**100.00**	**36.84**	**338146.22**	**100.00**	**40.79**	**71003.40**	**100.0**	**27.19**

资料来源：公司审计报告、公司提供；
注：其他业务主要系资本投资业务。

2. 传播与文化产业

公司传播与文化产业主要由信息传播服务、印刷、商品销售及配送和其他代理业务构成。

分业务类型看，2017 年，以报纸期刊发行和广告费收入为主的传统纸媒业务出现小幅回升；印刷营业收入较稳定；陕西黄马甲物流配送股份有限公司（以下简称“黄马甲物流”）的商品销售及配送业务收入有小幅增长，且由于黄马甲物流积极与电商合作，毛利率大幅提升；其他代理业务营业收入比上年同期减少 57.83%，主要是澄怀科技将演唱会收入从 2016 年的其他代理业重分类至信息传播服务业，同时导致毛利率下滑；出国留学咨询收入及毛利率下降主要是当年澄怀科技留学游学项目减少所致。广播电视业务经营主体为环球智达，毛利率为负，主要是互联网电视、机顶盒及配件销售成本大于销售收入造成。2016 年，环球智达亏损 2.35 亿元，截至 2016 年底，公司全资子公司华闻爱视网络科技（北京）有限公司（以下简称“华闻爱视”）转让环球智达股权并放弃增资事项的工商变更登记手续已办理完成。2017 年，公司不再将环球智达纳入公司合并范围，使得广播电影电视业务板块 2017 年不再形成收入。

2018年1～3月，公司传播与文化产业收入5.66亿元，同比增长3.77%，除信息传播服务及商品销售及配送收入较上年同期有所上升，其他各板块收入均有不同程度下滑。当期，板块综合毛利率降至29.48%，系除其他代理业务外，各板块毛利率均有下降所致。

表 5　公司传播与文化产业收入构成及毛利情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
信息传播服务业	194947.77	59.72	53.57	206011.16	73.88	50.81	39455.82	69.72	38.56
印刷	12518.77	3.84	8.88	12057.33	4.32	6.01	2399.65	4.24	-2.05
商品销售及配送	47586.53	14.58	8.99	52453.79	18.81	17.94	12948.36	22.88	11.01
其他代理业务	8732.99	2.68	20.91	3683.02	1.32	5.71	1093.60	1.93	15.59
出国留学咨询及相关业务	10586.60	3.24	24.84	4633.97	1.66	26.31	698.28	1.23	-10.77
广播电影电视	52050.96	15.95	-12.22	--	--	--	--	--	--
合计	**326423.63**	**100.00**	**33.06**	**278839.27**	**100.00**	**41.69**	**56595.71**	**79.71**	**29.48**

资料来源：公司提供

注：澄怀科技演唱会收入 2016 年放入其他代理业中，2017 年将其调整至信息传播业中。

（1） 信息传播服务业

公司信息传播服务业（报刊经营）主要为报纸、期刊的发行及广告业务，主要由时报传媒和华商传媒经营。2017 年，信息传播服务业实现收入 20.60 亿元，同比增长 5.70%，毛利率为 50.81%，同比小幅下降 2.76 个百分点。2018 年 1～3 月，信息传播服务业实现收入 3.95 亿元，同比下降 4.50%，主要系华商传媒受传统媒体整体下滑影响，广告收入下降导致；毛利率降至 38.56%，主要是纸媒版面印刷成本大幅增加导致。

时报传媒

跟踪期内，时报传媒以中国上市公司发展联盟为平台提升影响和效益，差异化竞争策略开始显现优势；通过举办券商、信托、银行、保险、期货及私募等金融行业的品牌推广活动，拉动了商业广告业务的发展。2017 年时报传媒实现营业收入 9.05 亿元，同比增长 35.28%；完成净利润 2.08 亿元，同比增长 35.06%。该板块收入的增长主要是时报传媒通过多渠道多手段的服务措施，稳定了信息披露价格体系。2018 年 1~3 月时报传媒实现营业收入 2.38 亿元，同比减少 1.50%；完成净利润 0.31 亿元，同比下降 57.33%，主要是时报传媒信披业务的版面印刷成本大幅增加导致。

华商传媒

跟踪期内，受宏观经济增速放缓影响，传统报纸广告行业出现整体性下滑趋势，对华商传媒传统媒体业务形成冲击，促使华商传媒在互联网金融、会展业务、物流快递、媒体电商等领域积极推进业务转型和布局。华商传媒新媒体业务的收入占比和利润贡献与传统媒体业务相比仍较小，新媒体业务的增长不及预期，同时，华商传媒转型项目进展缓慢，目前仍处于投入期，利润贡献不多。2017 年，华商传媒实现营业收入[2]12.05 亿元，同比下降 10.87%，其中广告收入 2.94 亿元（占 24.40%）；净利润 4.45 亿元，同比小幅增长 7.23%，主要系人员成本及所得税费用下降所致。

精视文化

跟踪期内，精视文化根据各地城市的经济发展状况对资源进行了优胜劣汰，对北方城市

[2]华商传媒营业收入及利润根据业务不同分别纳入信息传播服务业、印刷、商品销售配送及其他业务板块（华商子公司新疆华商盈通的资本投资业务）。

战略性收缩，资源调整，在降低成本的战略下，对个别楼盘进行了调整。截至 2017 年底，精视文化楼宇广告版位数为 50000 块，同比下降 30.60%，其中北方石家庄、太原、青岛、济南 4 城共减少 1.3 万块。2017 年，精视文化实现收入 0.84 亿元，同比下降 56.92%；实现净利润 0.08 亿元，同比下降 92.00%。2017 年收入及利润下降主要系市场竞争激烈所致，预计下滑情况将持续，2017 年公司已对精视文化部分计提商誉减值准备。

澄怀科技

目前澄怀科技业务领域涵盖出国留学申请的信息咨询服务、出国英语考试培训服务、互联网及电视广告发布业务（太傻网）、出国游学及短期出国旅游服务、商业演出等文娱活动等，其中出国留学申请等业务计入出国留学咨询及相关业务。2017 年澄怀科技实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 7.50%，主要系演唱会收入的增长，澄怀科技 2017 年参与投资及运营了国内外多个商业演出活动；实现营业利润 0.87 亿元，同比保持稳定。

2017 年澄怀科技出国留学业务大幅下降，主要系国家 2017 年底取消了中介资质牌照，放宽了行业经营限制。另外，随着移动互联网的普及，传统门户网站的用户的增长受到巨大影响，用户存在被分流的风险，对澄怀科技互联网广告经营模式造成强大的冲击和威胁，对于澄怀科技在移动互联网方面的投入也产生了极大的挑战。

澄怀科技未来将加强留学衍生品的开发工作，开发重点将集中在出国游学、海内外实习项目、海外夏令营等与出国留学申请相配套的短期项目上。另外，澄怀科技还将加强与公司其他业务板块的协同发展，全力推进太傻网的互联网广告业务，电视栏目的广告业务，同时结合太傻论坛的社交平台属性，为用户提供更为丰富的品牌推广的多媒体产品。

（2） 印刷业务

公司印刷业主要由 2001 年成立的华商数码信息股份有限公司（以下简称“华商数码”）经营。2017 年收入为 1.21 亿元，同比保持稳定，毛利率不断下滑。2018 年 1～3 月，印刷业务收入同比保持稳定，为 0.24 亿元，毛利率继续下滑，主要系纸张成本增长所致。

除了印刷关联企业的报刊外，华商数码也承揽华商传媒外的非关联企业印刷业务，关联企业印刷占到公司总印刷收入的 80%以上。

（3） 商品销售及配送业务

公司商品销售及配送业务主要由黄马甲物流经营。随着报刊的发行配送体系的完善，黄马甲物流逐步开展除报刊配送以外的物流服务，以及依托自有配送网络进行电子商务等商品零售业务，完成了 8 省 1 市布局。2017 年，该板块实现收入 5.25 亿元，同比增长 10.29%，毛利率上升至 17.94%，主要是与菜鸟合作，加之电商行业大发展，积极拓展毛利率较高生鲜业务，且聚焦核心客户，重点面向幼儿园、学校、企事业单位等，客户目前已达到 500 家。

目前黄马甲物流已形成网购、话购、直销、代理分销四位一体，线上、线下销售协同发展的营销模式。黄马甲物流非报纸的产品销售模式包括代理和自营两种模式，代理模式主要收入仍依靠配送网的终端配送量收取配送费，自营模式是通过产品的销售差价作为盈利的来源。

3. 其他业务板块

（1）数字内容服务业

国视上海作为运营支撑类公司，旗下业务主要包括向牌照方提供内容集成、包装策划、内容技术性筛选、内容二次制作、平台适配等一系列运营管理服务，协助并确保牌照方与电信运营商之间的手机音/视频业务等。截至 2017 年 12 月底，国视上海实现包月用户数为 174.86 万人，较 2016 年底下降 50.81%，其中：中国移动视频基地的专区包月用户数为 100.65 万人，较 2016 年底下降 38.53%；中国移动视频基地的

影视垂直包月用户数为 69.21 万人，较 2016 年底下降 63.14%；电信包月用户数为 3.5 万人，较 2016 年底上升 104.68%；联通包月用户数为 1.5 万人，较 2016 年底下降 32.67%。

用户数下降的主要原因为：①受咪咕视讯经营策略影响，国视上海独家运营的移动垂直影视频道业务在咪咕视讯产品系列中的地位降低，自然流量、重头产品与内容创新等措施受到极大制约，自然渠道推广量、访问量、使用量、在定用户数下降；②国视上海主要合作方咪咕视讯由于在公司体制上与分省运营商进行了彻底的业务考核层面的剥离，造成整体推广空间受限。

2017 年，国视上海实现营业收入 15985.06 万元，同比下降 32.96%，营业利润 521.37 万元，同比下降 86.53%，归属于母公司所有者的净利润 520.12 万元。

掌视亿通具有自主知识产权的媒资管理平台、渠道策略平台、渠道数据查询平台具备较强的数据管理和分析能力。跟踪期内，掌视亿通加强与牌照方的深度合作，深化视频计费业务渠道，进一步扩大现有平台的广度和竞争能力；2017 年度包月新增用户数 302 万个，同比下降 54%；公司持续引入电视剧 36 部、电影 65 部、微电影 3 部、动画综艺类节目 2 部。

2017 年，掌视亿通实现营业收入 28220.35 万元，同比增长 23.70%，主要受运营商业务大环境影响，新业务流量营销收入大增所致，其中新业务流量营销实现收入 14532.91 万元，占收入 51.63%；实现营业利润 8795.22 万元，同比下降 40.89%，主要系新业务毛利率为 8.82%，毛利率较低；非经营性收入较 2016 年减少 51.10%，主要系分红导致闲置资金减少，理财收益下降，且地方政府税收返还从 2016 年 5 月份开始增值税地方留存由原来的 100%下降到 50%，即增值税返税直接减少 50%，归属于母公司净利润 8370.41 万元。

（2）网络与信息安全服务业

网络与信息安全服务业经营主体为控股子公司邦富软件，其主营业务为提供互联网舆情管理解决方案，主要客户集中于各级宣传主管部门和公安部门，收入源自软件和硬件的销售和服务费用，2017 年，网络与信息安全服务业收入同比大幅下降 83.97%至 0.26 亿元，实现营业利润 481.39 万元，同比大幅下降，主要系 1）市场饱和：公司主要客户为网信办和公安的网监部门，经过 3 年的大量采购，各级网信办都完成了系统建设需求，2017 年需求下滑明显；2）舆情行业处于瓶颈期：舆情行业技术目前主要还是针对文字处理，无法对目前互联网主流的音视频进行处理，整个舆情市场没有创新产品推出，导致政府市场需求大幅减少；3）邦富软件业务单一以及经营管理未能跟上市场变化所致，预计未来形势不乐观。2017 年，公司已对邦富软件全额计提商誉减值准备。2018 年一季度邦富软件毛利率为负，主要系邦富软件一季度进行了裁员，员工赔偿金额较大，导致成本增加所致。

（3）动漫产品及动漫服务业

动漫产品及动漫服务业的经营主体为控股子公司漫友文化，其主营业务为漫画期刊和漫画图书的策划与发行、漫画创作和生产、手机动漫以及相关动漫会展、动漫营销与广告等服务。漫友文化是中国动漫行业的龙头企业之一，系国内第一原创漫画品牌，2017 年共推出动漫图书 200 余部，动漫期刊 100 余期，占据国内出版行业销量第一；动漫展会业务规模、入场观众、参展商数继续上升，成功登陆海西地区，整体规模稳居全国第二。漫友文化 2017 年实现收入 0.70 亿元，同比下降 30.22%，主要系国家对图书的管理力度加大，特别是涉及青少年阅读的产品监控的严格程度加强所致；同期毛利率下降至 24.59%，主要系板块印刷及纸张成本增加所致。2017 年，公司对漫友文化全额计提商誉减值准备。2018 年 1~3 月，漫友文化实现收入 0.16 亿元，较 2017 年同期增长 51.22%，毛利率继续下降，主要系纸张成本增长所致。

（4）房地产销售

公司房地产板块立足于海南省。椰德利“新海岸一号”项目建筑面积 31926.87 平方米，规划建设 42 栋建筑，其中 3 层度假屋（含独立别墅）37 栋、6 层酒店式公寓 4 栋、2 层服务中心（会所）1 栋。项目于 2012 年 3 月 9 日正式开工建设，10 月 22 日取得预售许可证，2014 年底全面竣工，2015 年 6 月 26 日通过政府联合验收，达到可确认收入状态，截至 2016 年 6 月底完成全部工程结算。截至 2018 年 3 月底，项目已售面积 19911.52 平方米，未售面积 6610.8 平方米。

4. 股权投资业务

公司股权投资业务经营主体主要系本部、上海鸿立、鸿立华享、华商盈通及山南华闻，其中上海鸿立、鸿立华享主要从事股权投资，投资范围涉及 Pre-IPO 阶段的成熟企业，以及 TMT 行业的中早期企业，主要围绕影视动漫、虚拟现实、智能机器人、网络游戏等行业的产业链上下游进行投资、布局；华商盈通主要业务包括 PE 投资、项目投资等，已办理私募基金管理人登记和备案手续；山南华闻成立于 2016 年，主要从事创业投资、股权投资业务，投资范围包括中早期及具有稳定业绩的成熟企业，主要围绕文化娱乐、游戏及金融财经领域进行投资、布局。

2017 年上海鸿立共计投资 1 个股权项目，累计投资股权项目 22 个（均为直接投资）。2017 年鸿立华享共计投资 4 个股权项目，累计投资股权项目 11 个。截至 2018 年 3 月底，上海鸿立持有 22 家企业的股权，投资金额合计 4.76 亿元；鸿立华享投资 11 个股权项目，账面投资余额合计 1.41 亿元，实际管理资金规模 20000 万元。截至 2018 年 3 月底，华商盈通共投资 26 个项目，投资余额 1.77 亿元。截至 2018 年 3 月底，山南华闻已投资 6 个股权项目，账面投资余额合计 25.97 亿元。

上海鸿立、鸿立华享、华商盈通及山南华闻获取收益的方式主要为项目持有期间的分红及项目处置收益。2017 年，上海鸿立股权处置净收益 683.09 万元，鸿立华享股权处置净收益 1313.12 万元，华商盈通股权处置净收益 12915.93 万元；山南华闻实现股权投资净收益 1444.43 万元。

公司目前持股比例较高的新三板公司、上市公司包括东海证券（832970.OC，截至 2018 年 3 月底通过山南华闻持有 10.22%，持股数量 17069.10 万股，质押 97.84%，可变现 369.10 万股）、振江股份（603507.SH，截至 2018 年 3 月底，上海鸿立持股 10.37%、鸿立华享持股 5.05%，计入长期股权投资，近期无处置考虑）、力星股份（300421.SZ，截至 2018 年 3 月底上海鸿立持股 2.49%）等。东海证券近年资产规模及经营业绩波动较大，2017 年可供出售金融资产大幅下降近 70 亿元，主要系纳入合并报表范围内的资管产品减少所致，证券经纪业务手续费及佣金净收入和处置金融工具投资收益分别较上年下降 23.40%和 101.59%，整体营业收入同比有所增长，衍生金融工具公允价值增加导致公允价值变动损益大幅增加；2017 年收入、利润同比有所回升。

表 6　东海证券近年经营情况（单位：亿元）

科目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额	394.86	478.13	344.49
可供出售金融资产	45.55	146.06	77.08
所有者权益	85.61	86.22	83.99
营业收入	48.41	17.16	19.68
净利润	18.37	4.79	4.50
投资收益	13.83	8.35	1.61
公允价值变动损益	2.94	-12.73	1.06

资料来源：Wind 资讯

表 7　振江股份及力星股份 2017 年财务情况

（单位：亿元）

名称	振江股份	力星股份
营业收入	9.43	6.63
净利润	1.16	0.74

资料来源：Wind 资讯

2017 年公司新增股权投资 36.67 亿元，主要包括参股东海证券 22.52 亿元、新设国文产业基金 4.00 亿元、义乌商阜创赢投资中心（有限合伙）3.33 亿元、湖北省资产管理有限公司 3.63 亿元。

表8　截至2017年底公司主要多元化投资企业情况（单位：万元、%）

	公司名称	持股比例	计量方式	时间	账面价值	处置收益	分红收益/持有期间收益	投资主体
可供出售金融资产	义乌商阜创赢投资中心（有限合伙）	--	成本法	2016	--	--	--	华闻传媒
				2017	33300.00	--	--	
	湖北省资产管理有限公司	10.00	成本法	2016	--	--	--	华闻传媒
				2017	36319.89	--	--	
	芜湖弘唯基石创业投资合伙企业（有限合伙）	--	成本法	2016	25000.00	--	--	华商盈通
				2017	25000.00	--	8500.00	
	芜湖领航基石创业投资合伙企（有限合伙）	--	成本法	2016	5000.00	--	--	华商盈通
				2017	4275.00	--	1450.00	
	深圳市华夏基石股权投资合伙企业（有限合伙))	--	成本法	2016	12750.00	--	11075.00	华商盈通
				2017	0.00	2530.00	5579.25	
	昆仑基石（深圳）股权投资合伙企业（有限合伙）	--	成本法	2016	12735.00	--	11075.00	华商盈通
				2017	--	2540.50	6063.75	
	绵阳科技城产业投资基金（有限合伙）	--	成本法	2016	7733.97	--	6569.11	华商盈通
				2017	7430.57	--	2351.26	
	荣信教育文化产业发展股份有限公司	--	成本法	2016	4533.00	--	--	华商盈通
				2017	--	6146.94	47.99	
	北京中信投资中心（合伙企业）	--	成本法	2016	18483.27	--	537.82	华商盈通
				2017	--	1649.58	14082.50	
	马鞍山盛凯股权投资合伙企业（有限合伙）	--	成本法	2016	--	--	--	华商盈通
				2017	15000.00	--	--	
	马鞍山信望基石股权投资合伙企业（有限合伙）	--	成本法	2016	--	--	--	华商盈通
				2017	10000.00	--	--	
	浙江草根网络科技有限公司	1.05	成本法	2016	--	--	--	山南华闻
				2017	10000.00	--	--	
	深圳市科信通信技术股份有限公司	--	成本法	2016	1100.00	--	--	华商盈通
				2017	0.00	4006.89	--	
	力星股份	2.49	公允法	2016	8345.73	8451.83	--	上海鸿立
				2017	6300.39	--	-2045.34	
	总计	--	--	**2016**	**94580.97**	**8451.83**	**29256.93**	--
				2017	**147625.85**	**16873.91**	**36029.41**	
长期股权投资	东海证券	10.22	权益法	2016	--	--	--	山南华闻
				2017	225152.84	--	1103.58	
	振江股份	15.42	权益法	2016	11188.53	--	2594.72	上海鸿立、鸿立华享
				2017	24069.15	--	2038.18	
	海南国文文化旅游产业投资基金（有限合伙）	--	权益法	2016	--	--	--	华闻传媒
				2017	40000.00	--	--	
	总计	--	--	**2016**	**11188.53**	--	**2594.72**	--
				2017	**289221.99**	--	**3141.76**	

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

5. 在建工程

公司重点在建工程为华商传媒文化中心项目，位于西安曲江新区二期集中新建区，占

地面积约 69.184 亩，项目总投资约 48250.00 万元，项目建设期为 2 年，主要建设华商传媒及子公司办公楼及配套设施。截至 2013 年底，华商传媒取得国有土地使用证、曲江新区管委会项目备案许可、建设用地规划许可证、环境影响报告批复许可、建设工程规划许可证及建筑工程施工许可证。截至 2016 年底，项目已经完成华商文化传媒中心 1 号楼建设及装修工程，华商传媒、西安华商广告等下属公司已正式入驻办公。截至 2018 年 3 月底完成投资 4.71 亿元。公司在建工程集中于现有主业，有助于进一步巩固公司的主业竞争优势。

6. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均较上年有所下降，分别为 3.94 次、4.34 次和 0.23 次。公司经营效率一般。

7. 未来发展

公司战略目标是：新型传媒业务布局不断推进，都市报业与财经报业转型基本完成，业务结构持续优化，影响中长期发展的重大并购实现质的突破，新型媒体业务收入与利润贡献占比显著提升，各项业务始终处于行业领先地位，建成国内一流、世界知名、持续创新、面向全球、垂直多元的“现代、新型、综合、国际”传媒集团。

十、财务分析

公司2016年度、2017年度财务报表分别经立信会计师事务所（特殊普通合伙）、亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；2018年度一季度财务报表未经审计。2017年公司新增合并单位7家、减少合并单位24家，包括海南民生管道燃气有限公司、万宁民生燃气有限公司、陵水民生燃气有限公司等，公司不再从事燃气管道施工和管道燃气供应业务；2018年一季度，公司合并范围无变化。跟踪期内，合并范围的变动对公司财务报表可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额 158.52 亿元，所有者权益 101.71 亿元（含少数股东权益 4.09 亿元）。2017 年公司实现营业收入 34.21 亿元，利润总额 5.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 160.64 亿元，所有者权益 101.56 亿元（含少数股东权益 2.80 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 7.32 亿元，利润总额 0.43 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 158.52 亿元，同比增长 18.27%，主要是长期股权投资增长所致；其中流动资产占 36.15%，比重较 2016 年底有所下降，整体资产构成较为稳定。

截至 2017 年底，公司流动资产 57.30 亿元，同比基本持平，以货币资金（占 50.40%）、应收账款（占 12.04%）、存货（占 10.87%）和其他流动资产（占 12.46%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 28.88 亿元，同比变化不大，以银行存款（占 79.05%）为主，其中受限资金合计 0.19 亿元，受限资金规模小。

截至 2017 年底，公司应收账款净额 6.90 亿元，同比下降 33.26%，主要是燃气业务规模收缩所致。按组合计坏账的应收款账面余额合计 6.74 亿元，其中账龄 1 年以内占 70.92%，账龄较短；从集中度看，前 5 名客户应收账款占比为 15.96%，集中度较低。截至 2017 年底，公司已计提应收账款坏账准备 1.19 亿元，计提比例 14.74%，计提较为充分。

截至 2017 年底，公司存货 6.23 亿元，同比增长 100.30%，系开发产品的增长，主要系在建工程中华商传媒文化中心转入存货所致（有出售计划）。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 7.14 亿元，同比下降 21.29%，其中国债回购 1.50

亿元（同比增加 0.32 亿元），理财产品 4.90 亿元（同比下降 1.80 亿元）。

截至 2017 年底，公司非流动资产 101.21 亿元，同比增长 30.58%，以可供出售金融资产（占 20.02%）、长期股权投资（占 36.03%）、其他非流动资产（占 11.72%）、商誉（占 19.38%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 22.28 亿元（按成本计量的权益工具占 99.10%），较 2016 年底新增 12.55 亿元，减少 5.29 亿元，详见表 8。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 36.46 亿元，同比大幅增加 29.54 亿元，主要系新增对东海证券的投资 22.52 亿元（质押 97.84%）及国文基金投资 4.00 亿元。其余主要包括对国广东方（2.16 亿元）和振江股份（2.41 亿元，质押 22.52%）等公司的投资，较分散。

截至 2017 年底，公司固定资产账面净额 6.15 亿元，以房屋建筑物、机器设备为主，同比下降 50.41%，主要系转让民生燃气 100%股权所致。

截至 2017 年底，公司商誉合计 19.62 亿元，累计计提商誉减值准备 8.69 亿元（详见表 3），邦富软件、漫友文化及精视文化均发生减值。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产同比增长 52.02%至 11.87 亿元，系尚未办理工商变更的投资款 5.14 亿元，主要是公司通过国视上海申购劣后级信托计划所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 160.64 亿元，较 2017 年底基本持平，非流动资产比重升至 67.16%；预付款项较 2017 年底大幅增长 99.66%至 5.82 亿元，主要是预付华商文化中心工程款增加所致。长期股权投资较 2017 年底增长 16.84%至 42.60 亿元，主要系新增投资海南国文文化旅游产业基金 6.16 亿元所致。

跟踪期内，公司资产规模较快增长，主要来自长期股权投资及可供出售金融资产的增长。考虑到部分标的已过业绩承诺期，商誉存在减值风险；流动资产中，货币资金充裕，非流动资产中股权投资占比大，整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 101.71 亿元（其中少数股东权益 4.09 亿元），同比变动不大。截至 2017 年底，归属于母公司权益中，实收资本占 20.50%、资本公积占 38.12%、未分配利润占 37.25%，均较上年变化不大；2017 年底，公司实收资本同比下降 0.80%，系公司 2014 年重大资产重组部分标的资产 2016 年度业绩承诺未完成，公司于 2017 年无偿回购交易对方该年度应补偿股份并注销，公司总股本降至 20.01 亿股；公司资本公积同比增增加 1.43 亿元，主要系公司持有的振兴股份 2017 年上市所致。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 101.56 亿元（其中少数股东权益 2.80 亿元，较 2017 年底下降 31.56%，主要是本期西安华商广告有限责任公司购买华商盈通少数股权导致），较 2017 年底基本持平。

跟踪期内，公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性较好。

负债

截至2017年底，公司负债总额56.81亿元，同比增长66.65%，其中，流动负债占比下降14.98个百分点至35.71%；公司一年内到期的非流动负债8.45亿元，主要系一年内到期的应付债券7.00亿元；公司新增长期借款19.22亿元，其中18.67亿元为质押借款，系投资东海证券的并购贷款；应付债券16.95亿元，系“14华闻传媒MTN001”（7亿元、5年）和“17华闻传媒MTN001”（10亿元、3年）。

有息债务方面，截至2017年底，公司短期债务8.53亿元，同比大幅增长292.83%；全部债务44.70亿元，同比增长176.98%，以长期

债务为主（占80.91%）。

债务指标方面，截至2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为35.84%、30.53%和26.23%，同比均有大幅上升。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 59.08 亿元，负债及债务结构较 2017 年底变化不大；同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均略有上升。

整体看，跟踪期内，公司股权投资规模快速扩张带动有息债务规模大幅增长，以长期债务为主，债务负担有所加重。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入34.21亿元，同比下降25.17%；营业成本20.26亿元，同比下降29.78%。2018年1～3月，公司实现营业收入7.32亿元，同比下降4.91%。

2017 年，公司期间费用 9.06 亿元，同比下降 18.47%，主要系销售费用及管理费用的大幅下降所致；财务费用同比增长 83.48%，主要系并购贷推动利息支出所致；期间费用率 26.47%，较 2016 年基本持平，公司期间费用控制能力仍有待改善。2018 年一季度，公司期间费用率 27.07%。

2017 年，公司资产减值损失 7.32 亿元，主要包括商誉减值 6.89 亿元。

2017 年，公司实现利润总额 5.79 亿元，同比大幅下降 53.13%。同期，公司投资收益 8.43 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益 2.25 亿元（包括处置民生燃气投资收益 2.16 亿元）；可供出售金融资产在持有期间的投资收益 3.95 亿元（主要来自分红，详见表 8）；处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.88 亿元（详见表 8）。剔除投资收益后公司营业利润为-2.77 亿元，系商誉减值 6.89 亿元对公司盈利产生较大影响；营业外收入 0.19 亿元，公司非经营性损益占利润总额比重大幅升至 148.88%。2018 年 1～3 月，公司实现利润总额 0.43 亿元，同比下降 37.68%。

从盈利指标来看，2017年公司营业利润率为39.92%，同比小幅增长；总资本收益率和净资产收益率分别为3.59%和4.16%，同比均下滑明显。2018年1～3月，公司营业利润率下滑至27.91%。

总体看，受2017年商誉大幅减值影响，公司利润同比下滑明显，投资收益对利润贡献大，以可供出售金融资产的处置及分红收益为主，投资收益可持续性仍需保持关注。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017年公司经营活动产生的现金流入量46.28亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；经营活动产生的现金流出量39.70亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2017年公司收到其他与经营活动有关的现金6.98亿元，主要系单位往来款3.69亿元、代收代付款1.42亿元、押金保证金0.76亿元、职工往来借款0.40亿元等；公司支付其他与经营活动有关的现金10.31亿元，主要系付现管理费用1.61亿元、付现销售费用0.94亿元、单位往来款4.25亿元、代收代付款1.43亿元、押金保证金1.16亿元等。2017年，经营活动产生的现金流净额6.58亿元。公司2017年公司现金收入比为114.55%，较2016年上升19.19个百分点，收入实现能力有所提升。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入量66.43亿元，同比增长35.71%，其中，收回投资所收到的现金58.62亿元，主要是公司赎回的银行理财产品48.76亿元及股权投资类处置及分红收益9.86亿元；处置子公司及其他单位收到的现金净额4.30亿元，主要系处置民生燃气收回的转让款；投资活动现金流出量96.24亿元，同比增长67.29%，主要系投资支付的现金94.93亿元，系公司本部投资湖北资管和商阜创赢，山南华闻投资东海证券和草根网络，国视上海认购信托计划，华商广告投资马鞍山信望和马鞍山盛凯及购买理财

44.08亿元所致；投资活动产生的现金流量净额-29.81亿元，主要是股权投资规模扩大所致。

筹资活动方面，2017年筹资活动产生的现金流量净流入24.37亿元，主要是取得借款收到的现金19.72亿元。

2018年1～3月，公司现金收入比为77.65%，收入获现能力大幅下降；由于子公司预付款项的增长，当期经营活动现金流呈现净流出3.02亿元。同期，投资活动产生的现金流量净额为-6.42亿元；筹资活动产生的现金流量净额为1.31亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额有所回落，受股权投资业务规模大幅扩张带动对外投资增长，公司投资现金流出及融资现金流入大幅上升。未来股权投资业务的拓展或将持续推升对外融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 282.49%和 251.79%，均较 2016 年底有所下降；2017 年，经营现金流动负债比降至 32.43%。截至 2018 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 233.80%和 233.72%。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2017 年公司 EBITDA 为 7.99 亿元，同比下降 45.74%，EBITDA 利息倍数 7.07 倍，全部债务/EBITDA 倍数 5.60 倍。公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司全资子公司山南华闻持有的东海证券 16700 万股股票，占持有总股数的 97.84%，收益权作价 18.67 亿元，已质押给建信信托，期限 7 年。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内获得授信额度总计 21.50 亿元，未使用额度共计 5.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，作为深圳证券交易所上市公司，公司直接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G10460108001241703），截至 2018 年 7 月 4 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及所处行业未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续债券偿还能力分析

公司目前存续期待偿还债券包括“14 华闻传媒 MTN001”（7 亿元）、“17 华闻传媒 MTN001”（10 亿元）、“18 华闻传媒 MTN001”（13 亿元），其中一年内待偿还债券为“14 华闻传媒 MTN001”。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	7.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.22
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.54
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.22
EBITDA/应付债券余额	0.27

资料来源：联合资信整理

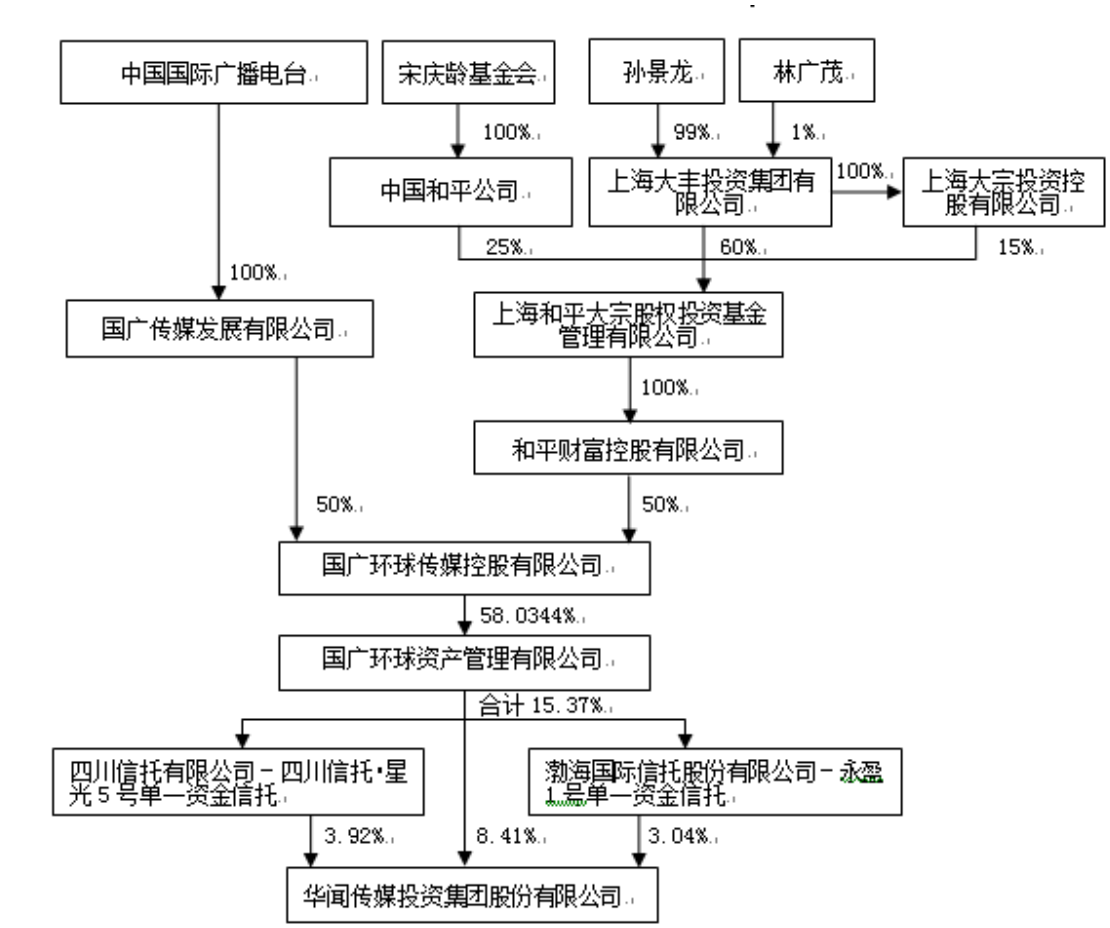
2017 年，公司现金类资产对一年内待偿还债券覆盖能力强。

2017 年，公司经营活动产生的现金流入量对存续期待偿还债券保障程度较高。

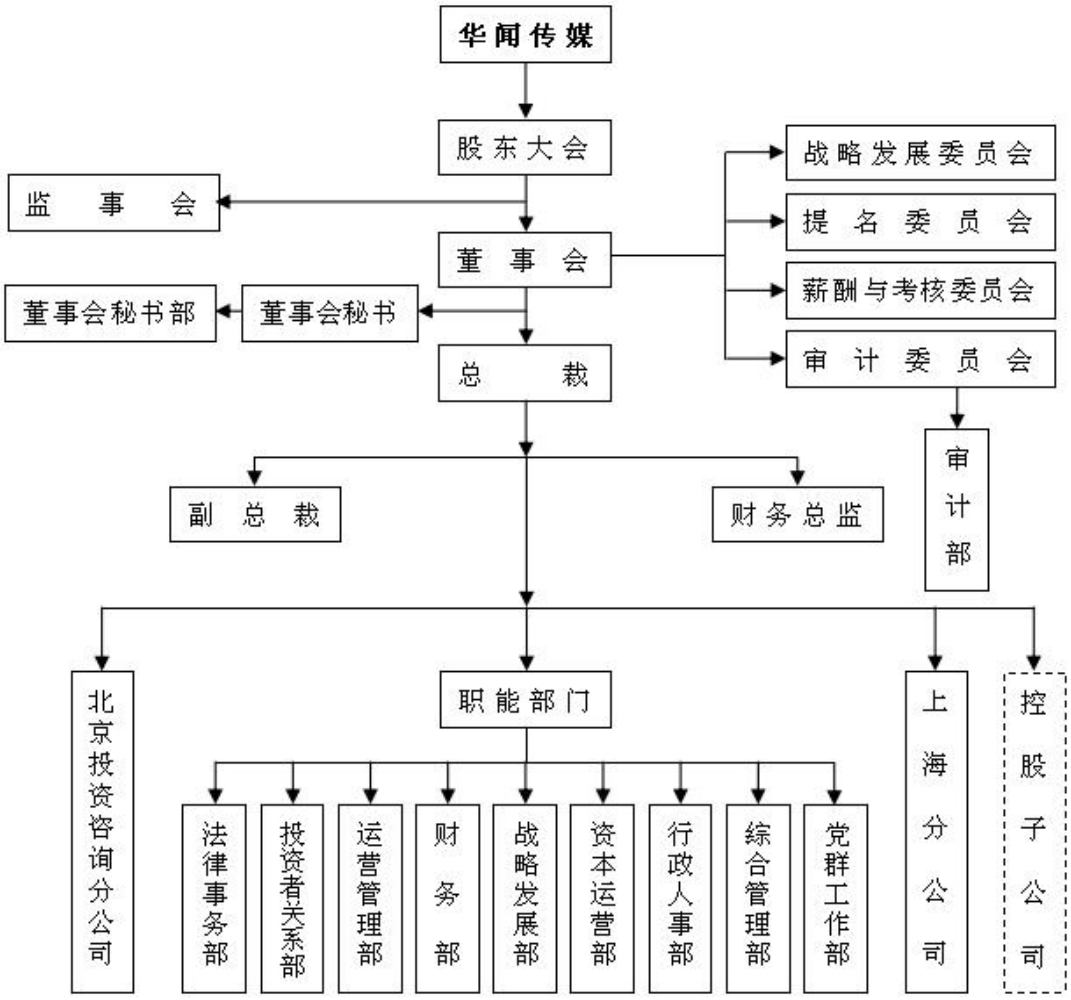
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“14 华闻传媒 MTN001”、“17 华闻传媒 MTN001”和“18 华闻传媒 MTN001”的信用等级为 AA^+，并将其列入信用评级观察名单。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.05	29.08	29.54	21.55
资产总额(亿元)	128.18	134.03	158.52	160.64
所有者权益(亿元)	94.55	99.94	101.71	101.56
短期债务(亿元)	1.63	2.17	8.53	10.06
长期债务(亿元)	14.33	13.97	36.17	36.17
全部债务(亿元)	15.96	16.14	44.70	46.23
营业收入(亿元)	43.36	45.71	34.21	7.32
利润总额(亿元)	9.20	12.35	5.79	0.43
EBITDA(亿元)	11.60	14.72	7.99	--
经营性净现金流(亿元)	8.23	6.81	6.58	-3.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.03	4.96	3.94	--
存货周转次数(次)	5.74	8.56	4.34	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.35	0.23	--
现金收入比(%)	96.40	95.36	114.55	77.65
营业利润率(%)	42.39	36.12	39.92	27.91
总资本收益率(%)	8.83	9.65	3.59	--
净资产收益率(%)	9.49	10.41	4.16	--
长期债务资本化比率(%)	13.16	12.26	26.23	26.26
全部债务资本化比率(%)	14.45	13.90	30.53	31.28
资产负债率(%)	26.24	25.43	35.84	36.78
流动比率(%)	336.83	327.09	282.49	233.80
速动比率(%)	314.90	309.09	251.79	233.72
经营现金流动负债比(%)	49.66	39.39	32.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.92	18.55	7.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.38	1.10	5.60	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限资产。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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-营业税金及附加）/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/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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。