信用等级公告

联合〔2020〕2190 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的主体长期信用等级为 AA，“17 华闻传媒 MTN001”和“18 华闻传媒 MTN001”的信用等级为 AA，并将评级展望由稳定调整为负面。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十四日

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
华闻传媒投资集团股份有限公司	AA	负面	AA	稳定
17华闻传媒MTN001	AA	负面	AA	稳定
18华闻传媒MTN001	AA	负面	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
17华闻传媒MTN001	10亿元	10亿元	2020/11/8
18华闻传媒MTN001	13亿元	13亿元	2021/4/4

评级时间：2020年7月14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

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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
其他有利因素：公司正通过资产及子公司股权处置实现资产流动性提升，有助于改善公司整体资产流动性与债务偿还的匹配。				1

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

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“华闻集团”）持续调整业务结构，通过处置多家子公司、并收购三亚辉途文化旅游投资发展有限公司（以下简称“三亚辉途”）62%股权，形成了报纸、移动视频、网络媒体、广播等多种媒体渠道全覆盖基础上，辐射创新文旅和车联网的战略布局。2019年，公司游戏业务收入实现增长，电商快递及生鲜配送业务稳步发展，主业盈利水平保持稳定，当期利润主要源自投资性房地产评估增值。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，跟踪期内，公司整体债务规模虽有所下降，但货币资金规模明显减少，车联网业务下游占款严重且2019年当期未达业绩承诺，传统纸媒广告业务仍处于下滑区间，2020年一季度新冠肺炎疫情对公司传统媒体、车联网及旅游业务均形成不同程度冲击等因素对公司信用水平的负面影响。

公司授信余额规模小，货币资金和经营性净现金流对一年内到期债务保障程度有限，集中偿付压力凸显，现阶段偿债资金归集更多有赖于存量优质资产的变现，资产变现的及时性与债务兑付时点可能存在不匹配，如资产流动性调整不及时，其偿债能力有持续弱化的可能，联合资信将持续关注公司流动性改善对其再融资能力及偿债保障的综合影响。

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“17华闻传媒MTN001”和“18华闻传媒MTN001”信用等级为AA，并将评级展望由稳定调整为负面。

优势

1. **跟踪期内，公司持续调整业务结构。**2019年，公司游戏业务收入实现增长，电商快递及生鲜配送业务发展稳定，主业综合盈利水平同比基本持平。
2. **跟踪期内，公司通过资产及子公司股权处置实现部分现金回流。**2019年，公司陆续处置海南椰德利房地产开发有限公司100%股权、深圳证券时报传媒有限公司（以下简称“时报传媒”）84%股权及江苏振江新能源装备股份有限公司股票等，部分投资资金得到回收，

分析师：王 晴　邢霖雪
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

对公司流动性压力形成阶段性缓释。

关注

1. **跟踪期内，行业下行和新冠肺炎疫情为公司部分主业带来负面影响，非经营性损益对利润的补充持续性较差；根据公告的业绩预告，公司 2020 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 -1.70 至-2.10 亿元。**跟踪期内，公司传统媒体广告业务仍持续下降，新冠肺炎疫情导致多项业务经营下滑，公司利润总额对非经营性损益依赖度很高，可持续性较弱。公告的业绩预告显示，受疫情和市场下滑影响，车音智能科技有限公司（以下简称“车音智能”）、陕西华商传媒集团有限责任公司、北京国广光荣广告有限公司等部分子公司业绩下降。
2. **公司流动性紧张，下游占款严重。**跟踪期内，公司现金类资产规模明显减少，车联网业务对下游应收类款项占款严重。
3. **2019 年，车音智能单期业绩承诺未完成，未来存在减值风险**。截至目前，车音智能商誉尚未计提减值准备，考虑到其收购溢价高，若未来业绩不达预期，存在较大减值风险。
4. **公司控股股东对公司持股及公司持有的金融资产存在冻结情况。**截至2019年底，公司控股股东国广环球资产管理有限公司合计对公司持股比例为12.13%，直接持股8.20%；直接持有的股份中，质押率为99.79%，且直接持有的公司股份全部被多地法院及公安局轮候冻结及司法冻结；公司持有的部分金融资产被多地公安局司法冻结。
5. **公司一年内到期债券集中偿付压力大。**截至本报告出具日，公司一年内到期债券共计23亿元，规模大；公司货币资金和经营性净现金流对一年内到期债务保障程度有限，经营现金流净额持续流出，可用授信余额小，投资性房地产及长期股权投资受限比例较高，集中偿付压力大，偿债资金主要依赖于存量优质资产的变现，资产变现的及时性与债务兑付时点或存在不匹配，联合资信将持续关注公司流动性改善对其融资及偿债保障的综合影响。

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)	29.54	10.73	5.63	4.44
资产总额(亿元)	158.52	129.06	128.74	127.76
所有者权益(亿元)	101.71	54.76	61.92	61.33
短期债务(亿元)	8.53	14.30	17.21	17.17
长期债务(亿元)	36.17	45.16	37.05	36.98
全部债务(亿元)	44.70	59.46	54.26	54.14
营业收入(亿元)	34.21	37.85	39.20	7.32
利润总额(亿元)	5.79	-48.77	5.34	-0.38
EBITDA(亿元)	7.99	-44.59	9.69	--
经营性净现金流(亿元)	6.58	-3.61	-3.07	-0.88
营业利润率(%)	39.92	23.91	23.97	16.39
净资产收益率(%)	4.16	-90.11	5.90	--
资产负债率(%)	35.84	57.57	51.91	52.00
全部债务资本化比率(%)	30.53	52.06	46.70	46.89
流动比率(%)	282.49	143.36	123.32	116.55
经营现金流动负债比(倍)	32.43	-12.53	-11.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.60	-1.33	5.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.07	-16.27	3.09	--

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）	121.86	114.32	115.81	117.03
所有者权益（亿元）	87.09	63.56	71.64	72.35
全部债务(亿元)	25.94	33.53	27.35	27.90
营业收入(亿元)	0.09	0.10	0.05	0.16
利润总额(亿元)	-0.41	-22.87	6.50	0.82
资产负债率（%）	28.53	44.40	38.14	38.17
全部债务资本化比率(%)	22.95	34.54	27.63	27.83
流动比率（%）	113.32	32.91	40.00	34.62
经营现金流动负债比(%)	27.83	17.13	2.85	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；合并口径其他应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入有息债务；合并口径现金类资产中已扣除受限货币资金

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/关注公告
18 华闻传媒 MTN001 17 华闻传媒 MTN001	AA	AA	稳定	2019-7-26	王晴 邢霖雪	出版行业企业主体信用评级方法/模型（2017 年）	阅读全文
18 华闻传媒 MTN001 17 华闻传媒 MTN001	AA+	AA+	负面	2019-2-1	王晴 刘然 邢霖雪	出版行业企业主体信用评级方法/模型（2017 年）	阅读全文
18 华闻传媒 MTN001 17 华闻传媒 MTN001	AA+	AA+	列入信用评级观察名单	2018-7-23	王晴 刘然 邢霖雪	出版行业企业主体信用评级方法/模型（2017 年）	阅读全文

18 华闻传媒 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018-3-23	王晴 刘然 邢霖雪	出版行业企业主体信用评级方法/模型（2017 年）	阅读全文
17 华闻传媒 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017-4-14	王晴 徐璨	大型出版、发行集团评级方法/模型（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告/关注公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编号

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，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。

华闻传媒投资集团股份有限公司 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”）关于华闻传媒投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“华闻集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身系 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。经历次转送股、配股、增发和无偿回购后，注册资本变更为 19.97 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 19.97 亿元，具体股权结构见附件 1-1，其中国广传媒发展有限公司（以下简称“国广传媒”）和拉萨融威企业管理有限公司（以下简称“拉萨融威”）各持有国广环球传媒控股有限公司（以下简称“国广控股”）50%股权，共同控制国广控股；国广控股持有国广环球资产管理有限公司（以下简称“国广资产”）58.0344%的股权；国广资产合计持有公司已发行股份的 12.13%，仍为公司第一大股东和控股股东。公司最终实际控制人为中央广播电视总台与和融浙联实业有限公司（对拉萨融威持股 100%，以下简称“和融浙联”）。

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 2020 年 3 月底，公司下设董事会秘书部、审计部、战略投资部、资金管理部、运营管理部、法务合规部、财务部、行政人事部、党群工作部等职能部门。

截至 2019 年底，公司资产总额 128.74 亿元，所有者权益 61.92 亿元（含少数股东权益 9.18 亿元）。2019 年公司实现营业收入 39.20 亿元，利润总额 5.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 127.76 亿元，所有者权益 61.33 亿元（含少数股东权益 9.40 亿元）。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 7.32 亿元，利润总额-0.38 亿元。

公司注册地址：海南省海口市美兰区国兴大道 15A 号全球贸易之窗 28 楼；法定代表人：汪方怀。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券情况如下表所示。截至报告出具日，上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕并按时付息。

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
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
合计	**23.00**	**23.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

公司下属全资子公司陕西华商传媒集团有限责任公司（以下简称“华商传媒”）100%股权已质押给公司存续债券的受托管理人，为公司存续中期票据提供质押担保。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

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%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表2　2016—2019年中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

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

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
资料来源：国家统计局、Wind资讯、联合资信整理

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。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，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，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；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%，比上年回落 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%。进出口相抵，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 38.8%、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%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。

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%、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 0.6 个百分点，运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，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同比增长 9.4%，其中，战略性新兴服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

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，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。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（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。

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%；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。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。

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。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。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，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

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，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通胀和失业压力进一步增加。

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于，下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复业，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策

逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50%给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人保部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工副业，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。

央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2020 年 2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10BP，5 年期报价 4.75%，下调 5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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（PPIRM）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《2018 年新闻出版产业分析报告》，2018 年，报刊出版降幅普遍收窄。报纸出版总印数较 2017 年降低 7.0%；总印张降低 13.8%，收窄 1.3 个百分点；定价总金额降低 1.4%，收窄 0.9 个百分点。全国性报纸总印数近 5 年来首次回升，占比继续提高；综合类与专业类报纸总印数降幅保持稳定，读者对象类报纸降幅显著收窄 4.0 个百分点。期刊出版总印数降低 8.0%；总印张降低 7.3%，收窄 2.8 个百分点；定价总金额降低 2.7%，收窄 1.0 个百分点。哲学社会科学类期刊印数降幅收窄 1.5 个百分点，占比继续提升。

发行方面，2018 年，全国共有出版物发行网点 17.2 万处，较 2017 年增长 5.4%；出版物发行实现营业收入 3116.3 亿元，降低 2.0%；利润总额 250.7 亿元，增长 11.5%。

上游原材料方面，造纸原材料成本主要是废纸和木浆，其中废纸大约占原材料成本的 65%。2019 年纸及纸板进口 625 万吨，较上年增长 0.48%；纸浆进口 2720 万吨，较上年增长 9.72%；废纸进口 1036 万吨，较上年增长 -39.17%；纸制品进口 12 万吨，较上年增长 -33.33%。2019 年进口纸及纸板、纸浆、废纸、纸制品合计 4393 万吨，较上年下降 8.90%，用汇 243.28 亿美元，较上年下降 19.48%。进口纸及纸板平均价格为 750.51 美元/吨，较上年平均价格下降 15.58%；进口纸浆平均价格为 629.46 美元/吨，较上年平均价格下降 20.85%；进口废纸平均价格为 187.51 美元/吨，较上年平均价格下降 25.60%。2019 年纸及纸板出口 686 万吨，较上年增长 11.00%；纸浆出口 11.60 万吨，较上年增长 16.12%；废纸出口 0.08 万吨，较上年增长 33.33%；纸制品出口 345 万吨，较上年增长 6.81%。2019 年出口纸及纸板、纸浆、废纸、纸制品合计 1042.68 万吨，较上年增长 9.63%，创汇 220.03 亿美元，较上年增长 14.19%。出口纸及纸板平均价格为 1497.09 美元/吨，较上年平均价格增长 6.28%；出口纸浆平均价格为 1151.20 美元/吨，较上年平均价格增长-12.21%。2019 年，对纸及纸板、纸浆、废纸、纸制品进口的价格普遍下降，有利于出版企业对成本的控制。

2. 传统媒体广告市场

2019 年广告行业市场整体下滑，2020 年初新冠肺炎疫情对广告投放市场带来负面影响。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，未来多渠道并存的模式将成为行业发展的趋势。

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。CTR 媒介智讯广告监测数据显示，中国广告市场 2019 年前三季度整体下滑 8%，传统媒体同比降幅达到 11.4%，户外生活圈媒体、互联网媒体广告营收规模增长也出现了大幅减速，同时，广播媒体的广告刊例花费降幅跌破 10%，传统户外媒体的广告刊例花费降幅逼近 20%。2019 年 10 月，全媒体广告刊例花费同比下滑 8.2%，传统媒体广告花费同比减少 10.7%；同年 11 月，全媒体广告刊例花费同比下滑 3.1%。2020 年 1 月，广告市场刊例花费同比下滑 5.6%；2 月受到疫情影响，广告主的避险需求加之各广告投放渠道资源量的下滑造成广告市场在 2 月份的刊例花费同比减少 28.6%，突破近一年来每月广告刊例花费同比降幅。

从行业投放来看，2019 年前三季度全媒体投放的头部行业中，仅食品行业保持增长，涨幅为 16.9%，其他几个行业均有不同程度的下滑。其中，饮料行业同比下滑 11.3%，药品行业下滑 12.8%。疫情爆发期间，虽然有部分行业的广告投放减少，但一些行业在疫情期间广告增投明显：涉及到防疫清洁相关的行业广告投放有所增加，如清洁用品，生活用纸等；一些与疫情相关的药物的广告时长也明显增长，特别是退烧药和咳嗽药的增长更为明显；受疫情影响外出就餐的需求下滑，调味品、速冻食品等必备品广告投放增长。从纸媒的角度看，新闻采编、印刷投递等都受到疫情封路或停工等因素影响，因此停刊、延期的纸媒数量较多，对整体纸媒的广告资源量产生负面影响。

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 19.97 亿元，国广资产合计持有公司已发行股份的 12.13%，仍为公司第一大股东和控股股东。公司最终实际控制人为中央广播电视总台与和融浙联。

2. 公司规模

跟踪期内，公司在整合实现了报纸、移动视频、网络媒体、广播等多种媒体渠道全覆盖基础上，基本奠定了以“全媒体、大文化”为基础、辐射创新文旅和车联网的战略布局。

公司业务主要包括区域资讯业务、广播广告业务、网络视频业务、车联网业务、游戏竞技业务、创新文旅业务、楼宇租赁业务等。其中，区域“媒体+”业务融合会展、快递及网络建设等，为用户提供区域媒体产品与服务；广告营销业务以广播广告为代表，深入消费群体，内容覆盖广；网络视频服务业务以手机视频和互联网电视组成，依托独有的牌照优势，为场景内有刚性或准刚性需求的用户提供免流量的视频服务；特色信息和数据服务业务以车联网、智能、数据为核心，致力于智能网联领域的技术和运营创新，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、车主运营及服务等；文化娱乐产品以手机游戏为典型代表；文旅业务以景区、园区为重点。

此外，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 73.9158%，间接持股 24.8842%）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。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（自助查询版）（机构信用代码：G10460108001241703），截至 2020 年 7 月 7 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清 2 笔关注类贷款，其中：中国工商银行 5500 万元贷款已于 2000 年 4 月 5 日结清，主要为公司内部管理原因未按时归还其中 3000 万元的贷款，并提前归还了 2500 万元的贷款；中国银行 3000 万元贷款已于 2006 年 8 月 2 日结清，关注类记录为银行系统错误导致；交通银行 2 笔共计 5000 万元贷款已于 2019 年 12 月底结清，主要系公司 2018 年亏损导致被列为关注类，截至本报告出具日，交通银行对公司五级分类已调回正常类。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制和管理制度方面无重大变化，换届导致董监高人员变动，目前董监高设置满足章程约定。

2019 年 10 月 10 日公司董事会换届，董监高成员中多名变更，离任的成员包括 1 名董事、2 名独立董事、1 名监事、1 名职工监事、1 名副总裁，新增 1 名财务总监、1 名资金管理总监。截至 2020 年 3 月底，公司现任董事长 1 人，非独立董事 5 人，独立董事 3 人；监事会主席 1 人，监事 2 人，职工监事 2 人；副总裁 4 人，其中 1 人兼任董事会秘书；财务总监 1 人，资金管理总监 1 人。

根据公司 2020 年 3 月修订的最新章程，公司董事会应由 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者更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务；董事任期 3 年。公司设监事会，由 5 名监事组成，设主席 1 人。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。公司总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书、行政总监、资金管理总监、投资总监、合规总监为公司高级管理人员。

周敏洁，男，硕士，中国人民大学毕业。曾任北京重型电机厂资产财务管理部部长，北京北重汽轮电机有限责任公司资产财务管理部副部长，金正源联合投资控股有限公司总裁助理兼财务管理部总经理，和融浙联实业有限公司总裁助理，华闻集团副财务总监。现任公司财务总监兼董事。

蔡亲波，男，本科。曾在公司总裁办公室、生产经营部、投资管理部工作，曾任公司投资管理部经理助理、副经理、经理，团委副书记，总裁助理兼资金管理部（原投资管理部、资本运营部）总经理，职工监事。现任公司资金管理总监，兼任资金管理部总经理。

八、重大事项

1. 过往年度重大股权投资标的资产业绩情况

深圳市麦游互动科技有限公司（以下简称“麦游互动”）51%股权（2018 年 4 月以现金 1.86 亿元收购）2019 年度业绩承诺已完成；车音智能科技有限公司（以下简称“车音智能”）60%股权（2018 年以现金 16.68 亿元收购）2019 年度业绩未完成，但 2018—2019 年度业绩承诺已完成。

表4 公司重大资产重组标的资产2019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	2019 年度净利润预测数	2019 年度净利润实现数	完成率	业绩承诺期起止
麦游互动 51%股权	5000	10765.11	215.30	2018-2020
车音智能 60%股权	22300	19605.39	87.91	2018-2022

注：表中金额为标的公司整体实现金额，未做股权对应比例换算；车音智能 2018-2019 年度实现净利润数累计 41178.42 万元，2018-2019 年度承诺净利润数累计 40300.00 万元，实现数高于承诺数 878.42 万元，2018-2019 年度业绩承诺实现完成率为 102.18%。

资料来源：公司年报，联合资信整理

表5 截至2019年底公司过往年度主要股权投资标的商誉构成情况（单位：亿元）

单位名称	账面原值	累计减值准备	账面净值
车音智能	15.06	--	15.06
麦游互动	1.61	--	1.61

资料来源：公司年报

2. 资产及子公司股权处置进展及计划

2019年3月，公司将持有的海南椰德利房地产开发有限公司（以下简称“椰德利”）100%股权转让给海南天涯客在线旅业有限公司，综合考虑行业政策、项目现状及评估结果等因素，经双方协商确定交易价格为17200.00万元，该股权转让的工商变更登记手续已办理完成，获得投资收益8377.14万元，截至2019年底收到股权转让款1.28亿元。

2019年5月，公司转让上海精视文化传播有限公司60%股权，不再提供楼宇电梯广告服务；转让广州漫友文化科技发展有限公司50%股权（剩余持股比例为35.61%，转为长期股权投资，不再并表），不再销售动漫产品及提供动漫服务。上述2笔转让分别收到处置金额0.29亿元和0.20亿元。

2019年7月，公司完成对深圳证券时报传媒有限公司（以下简称“时报传媒”）84%股权的转让，交易对方为深圳证券时报社有限公司（以下简称“证券时报社”），交易对价为现金2.70亿元（已全额收到）以及证券时报社或其关联方所持有深圳市新财富多媒体经营有限公司（以下简称“新财富”）31.11%的股权、界面（上海）网络科技有限公司（以下简称“界面网络”）4.83%的股权。截至本报告出具日，时报传媒已完成工商变更，公司对时报传媒不再持股；新财富31.11%股权工商变更登记手续已办理完成；界面网络的股权交割手续尚在进行中。本次转让时报传媒84%股权产生投资损益-1007.54万元，另外，投资性房地产合并层面减少年初公允价值变动损益5649.45万元。

2019年12月，公司将持有的北京澄怀科技有限公司（以下简称“澄怀科技”）100%股权及有关债权以6200万元转让给国广文旅，工商变更登记手续已办理完成，产生投资收益518.02万元，股权转让款已收回3200万元。

2020年2月25日，公司公告上海鸿立拟于2020年3月17日至2020年9月13日期间出售持有的江苏振江新能源装备股份有限公司（股票代码：603507，以下简称“振江股份”）合计不超过7684284股，不超过振江股份总股本的6%，截至本报告出具日上海鸿立已出售振江股份24840股。2020年5月7日，公司公告鸿立华享拟于2020年5月29日至2020年11月24日出售持有的振江股份合计不超过2561428股，不超过振江股份总股本的2%。

2020年5月6日，公司与上海朗棣安企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海朗棣安”）在北京市签订《关于天辰大厦若干物业之物业买卖协议》（以下简称“《物业买卖协议》”），公司以3.85万元/平方米的价格将持有的北京天辰大厦21层、22层、23层的30套房产（建筑面积共计4344.21平方米）出售给上海朗棣安或其指定方，交易总价款约为1.67亿元，交易完成后公司预计获得处置收益约7679.12万元，将对公司2020年度的利润产生一定的影响。

2020年5月12日，公司与海南千乘投资有限公司（以下简称“海南千乘”）在海南省海口市签订《房屋买卖协议》，公司以5450.00万元的交易价格将持有的民生大厦房产（建筑面积共计5749.88平方米）出售给海南千乘，交易完成后公司预计获得处置收益约2847.69万元，将对公司2020年度的利润产生一定的影响。

3. 重大股权投资

2019年底，公司完成以1.70亿元自有资金购买三亚辉途文化旅游投资发展有限公司（以下简称“三亚辉途”）62%股权。三亚辉途全资子公司三亚凤凰岭文化旅游有限公司（以下简称“凤凰岭文旅”）拥有三亚凤凰岭景区的所有

权，并负责经营管理。截至 2019 年底，三亚辉途注册资本 2.18 亿元，总资产 2.44 亿元，净资产 1.83 亿元；2019 年，三亚辉途营业收入 0.16 亿元，净利润-0.12 亿元。

4. 股东直接持有的股份被冻结

截至 2020 年 3 月底，公司控股股东国广资产持有的公司股份被轮候冻结的情况如下。

表6 国广资产持有的公司股份被轮候冻结情况

轮候冻结股数(万股)	委托日期	轮候期限	轮候机关	轮候冻结占其直接持股比例
16380.0244	2018-10-12	36 个月	上海市第二中级人民法院	100.00%
16380.0244	2018-11-05	36 个月	上海市青浦区人民法院	100.00%
16380.0244	2019-5-16	36 个月	湖北省武汉市中级人民法院	100.00%
11627.3430	2019-5-29	6 个月	上海市公安局	70.98%
16380.0244	2019-6-25	36 个月	海南省海口市中级人民法院	100.00%
16380.0244	2019-8-26	36 个月	上海金融法院	100.00%
16380.0244	2019-8-26	36 个月	上海金融法院	100.00%
16380.0244	2019-9-16	36 个月	北京市第一中级人民法院	100.00%

资料来源：公司公告

截至 2020 年 3 月底，公司控股股东国广资产合计持有公司股份 24230.6505 万股（占公司已发行股份的 12.13%），其中：直接持有公司股份 16380.0244 万股（占公司已发行股份的 8.20%），已质押 16345.1494 万股（占公司已发行股份的 8.18%），直接持有的公司股份 16380.0244 万股除上述轮候冻结情况外，全部被天津市高级人民法院司法冻结；此外，国广资产还通过“四川信托有限公司－四川信托•星光 5 号单一资金信托”间接持有公司股份 7850.6261 万股（占公司已发行股份的 3.93%），已被上海市公安局司法冻结。

截至 2020 年 3 月底，公司持股 5%以上股东持有的公司股份被轮候冻结的情况见表 7。

表7 前海开源煦沁及其一致行动人持有公司股份被冻结情况

股东名称	持股数量(万股)	冻结比例(%)	起始日	到期日	冻结申请人
前海开源煦沁	12272.10	100	2020-1-9	2022-1-8	上海市公安局
前海开源聚和	3051.53	100	2020-1-9	2022-1-8	
前海开源鲲鹏	928.8038	100	2020-1-9	2022-1-8	

资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 公司持有金融资产受限情况

截至 2019 年底，公司持有的湖北省资产管理有限公司（以下简称“湖北资管”）0.818%股权已被上海市公安局司法冻结；公司全资子公司山南华闻持有的东海证券股份有限公司（以下简称“东海证券”，股票代码：832970）17070.80 万股股份（占东海证券总股本的 10.222%）中，16700 万股股份（占东海证券总股本的 10.00%）已质押、1396.2523 万股股份（占东海证券总股本的 0.84%）已被上海市公安局司法冻结；公司全资子公司山南华闻持有的深圳爱玩网络科技股份有限公司（以下简称“爱玩网络”，股票代码：835381）1017.885 万股股份（占爱玩网络总股本的 20.00%）中有 83.2629 万股股份（占爱玩网络总股本的 1.64%）已被上海市公安局司法冻结；公司全资子公司上海鸿立持有振江股份 1302.484 万股股份（占振江股份总股本的 10.17%）中有 886.00 万股股份（占振江股份总股本的 6.92%）已质押。

6. 公司向湖北资管全资子公司借入资金

2020 年 6 月 3 日，公司发布《关于向湖北新宏武桥投资有限公司借入资金并提供担保暨关联交易的公告》称，公司拟向湖北资管全资子公司湖北新宏武桥投资有限公司（以下简称“新宏武桥”）借入资金 2 亿元，并将持有的湖

北资管 30000 万元出资额对应的股权部分（持股比例为 10%）让与至新宏武桥名下，为该笔资金提供担保。新宏武桥由湖北资管 100%控股，实际控制人为湖北省国资委。截至 2018 年 12 月 31 日，新宏武桥经审计的财务数据如下：资产总额 2.37 亿元，负债总额 2.29 亿元，所有者权益 0.08 亿元；2018 年度新宏武桥实现营业总收入 0.08 亿元，营业利润 0.02 亿元，净利润 0.02 亿元。截至 2020 年 6 月 3 日，公司持有的湖北资管出资额中的 2454.00 万元出资额（对应持股比例为 0.818%）已被上海市公安局采取司法冻结措施，冻结期限自 2020 年 3 月 6 日至 2020 年 9 月 5 日。本次交易构成关联交易，不构成重大资产重组。2020 年 6 月 6 日，公司发布《关于向湖北新宏武桥投资有限公司借入资金并提供担保暨关联交易的进展公告》称，公司与新宏武桥签订了《借款合同》：本次借款金额 20000 万元，借款期限为 24 个月。本次借款的担保自《借款合同》生效之日起 7 日内，公司先将持有湖北资管 27546 万元出资额（对应持股比例 9.182%）过户至新宏武桥名下；公司持有的湖北资管剩余 2454 万元出资额（对应持股比例 0.818%）由公司自该等股权解除司法冻结之日起 7 日内再行过户至新宏武桥名下。截至本公告披露日，公司尚未办理工商变更手续。

7. 公司与西安曲江文化金融控股（集团）有限公司签订战略合作协议

2020年6月5日，公司发布《与西安曲江文化金融控股（集团）有限公司签订战略合作协议》的公告称，作为华商传媒的单一股东，公司有意将未来的战略侧重向创新文旅、特色文旅等领域发展，同时优化调整现有部分文化传媒类资产，而西安曲江文化金融控股（集团）有限公司（以下简称“曲江金控”）有意借力成熟平台，为此双方于2020年6月4日在陕西省西安市签署了《战略合作协议》。《战略合作协议》围绕公司文化传媒领域的资源优势，以及曲江金控所承担的文化金融示范区建设、金融引导产业发展等职能，双方探索在广告传媒、数字印刷、网络科技、物流配送等文化传媒类资产进行合作，最终实现优势互补，资源共享，强强联合，共同发展；双方合作的方式包括但不限于合资合作、股权和资产重组交易等，其中涉及新组建企业主体的，优先选择注册在西安曲江新区。曲江金控成立于2018年8月，注册资本100.00亿元，西安曲江新区管理委员会持股80.05%、西安曲江文化控股有限公司持股19.95%，曲江金控与公司不存在关联关系。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司逐步调整业务结构，通过处置多家子公司及并购三亚辉途，形成以传播与文化产业（传媒）、数字内容服务业、车联网、游戏和股权投资为主业的多元化业务格局，经营规模及主业盈利水平同比保持稳定。2020 年以来，新冠肺炎疫情的爆发对公司多项业务形成负面影响，公司一季度业绩下滑幅度较大。

2019年，公司实现主营业务收入38.76亿元，同比增长3.87%，主要系销售硬件、软件及提供服务以及代理保险佣金（车联网业务）以及游戏业务收入增长所致；主营业务毛利率为24.16%，综合盈利水平变化不大。

2019年，公司传播与文化产业收入同比略有上升，同时数字内容服务业营业收入同比下降84.73%，毛利率变动大，主要是本期处置时报传媒并将掌视亿通流量营销业务归类于传播与文化产业所致；动漫产品及动漫服务业营业收入同比下降60.35%，毛利率变动大，主要是处置漫友文化50%股权所致；销售硬件、软件及提供服务以及代理保险佣金板块营业收入同比增长38.69%，主要是车音智能软件及语驾服务包业务增长且当期为全年收入并表所致（2018年7月起并表）；网络游戏营业收入同比增长439.67%，毛利率同比有所下降，主要是麦游互动推出新款游戏，收入及成本相应增加所

致；公司处置邦富软件100%股权和椰德利100%股权并退出网络与信息安全服务业及房地产销售业务。

2020年1-3月，公司实现主营业务收入7.04亿元，同比下降19.40%，主要系车联网业务收入受新冠肺炎疫情负面影响下滑所致；当期公司通过收购三亚辉途股权新增旅游业务收入，规模对主营业务收入贡献不大。当期，传播与文化产业、车联网及旅游业务毛利率大幅下降，主要系受新冠肺炎疫情影响营业成本提高；公司主营业务综合毛利率同比下降6.66个百分点至14.91%。

表 8　公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

收入板块	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
传播与文化产业	241240.72	64.66	22.76	247429.97	63.84	14.46	47402.17	67.33	3.54
数字内容服务业	51481.21	13.80	14.08	7862.24	2.03	42.15	1520.53	2.16	17.11
网络与信息安全服务业	346.65	0.09	-49.24	--	--	--	--	--	--
动漫产品及动漫服务业	5779.96	1.55	-24.28	2291.83	0.59	26.40	--	--	--
房地产销售	844.43	0.23	49.21	--	--	--	--	--	--
销售硬件、软件及提供服务以及代理保险佣金	66403.64	17.80	37.99	92094.05	23.76	40.13	8280.10	11.76	22.17
休闲观光旅游活动	--	--	--	--	--	--	140.74	0.20	-165.00
网络游戏	7018.89	1.88	61.39	37879.15	9.77	44.80	13054.75	18.55	53.31
合计	**373115.50**	**100.00**	**24.26**	**387557.24**	**100.00**	**24.16**	**70398.30**	**100.00**	**14.91**

资料来源：公司提供

根据公告的业绩预告，公司 2020 年上半年归属于上市公司股东的净利润为-1.70 至-2.10 亿元。上年同期海南省文创旅游产业园集团有限公司持有的投资性房地产公允价值变动产生的损益影响公司归属于上市公司股东的净利润 1.43 亿元，属于非经常性损益；本期受新冠病毒疫情和相关行业市场下滑等影响，车音智能、华商传媒、北京国广光荣广告有限公司等部分子公司业绩下降。

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、商品销售及配送业务构成。跟踪期内，受传统纸媒市场投放意愿持续下降、部分子公司转让、掌视亿通纳入核算综合影响，传播与文化产业收入规模保持稳定，综合毛利率水平持续下滑，盈利能力较弱。2020 年以来，新冠肺炎疫情的爆发导致传播与文化产业收入及盈利水平下滑明显。

分业务类型看，2019 年，以报纸期刊发行和广告费收入为主的传统纸媒业务同比增长 7.94%，毛利率同比减少 14.01 个百分点，主要是当期掌视亿通流量营销业务归入此类所致；印刷营业收入有所下降，毛利率有所回升；随着陕西黄马甲物流配送股份有限公司（以下简称“黄马甲物流”）快递业务增长、生鲜业务规模化，商品销售及配送业务收入同比增长 3.99%，毛利率同比基本持平；其他代理及出国留学咨询及相关业务收入同比均大幅下降，主要是澄怀科技业务规模下滑所致。

2020年1-3月，受新冠肺炎疫情影响，公司传播与文化产业实现收入2.80亿元，同比下降

38.92%，毛利率降至4.77%，各板块收入及毛利率均有不同程度下滑。2019年12月，公司完成转让澄怀科技100%股权，2020年无代理及出国留学业务。

表 9　公司传播与文化产业收入构成及毛利情况（单位：万元、%）

项目	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
信息传播服务业	152669.22	63.29	30.73	164786.48	66.60	16.72	11685.47	41.71	0.26
印刷	11554.84	4.79	2.73	7148.31	2.89	13.28	1165.83	4.16	3.86
商品销售及配送	72192.68	29.93	10.65	75074.66	30.34	10.06	15167.39	54.13	8.32
其他代理业务	2730.86	1.13	17.6	417.01	0.17	3.18	--	--	--
出国留学咨询及相关业务	2093.12	0.87	-23.04	3.52	0.00	-16073.43	--	--	--
合计	**241240.72**	**100.00**	**22.76**	**247429.97**	**100.00**	**14.46**	**28018.69**	**100.00**	**4.77**

资料来源：公司提供

（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，原经营实体主要为时报传媒和华商传媒。2019 年 6 月，公司完成转让时报传媒 84%股权，时报传媒不再纳入合并范围，同时将掌视亿通业务纳入信息传播服务核算。

华商传媒

华商传媒子公司西安华商广告有限责任公司（以下简称“华商广告”）于 2018 年 12 月 28 日与华商报社签订了《经营性业务授权协议》，华商广告取得包括《华商报》的广告、发行、印刷与纸张采购等业务在内的全部经营性业务的独家经营权，经营权期限自 2019 年 1 月 1 日起至 2036 年 12 月 31 日止。跟踪期内，受宏观经济增速放缓影响，传统报纸广告行业延续整体性下滑趋势，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。西安二三里网络科技有限公司积极拓展全国业务，运营代理覆盖陕西、辽宁、吉林、重庆等地，加大与《华商报》所在地、市业务的融合，与今日头条签订战略合作协议，提升二三里 IP 的区域影响力。2019 年，华商传媒实现营业收入[1]11.29 亿元，同比下降 8.51%，其中广告收入 1.52 亿元，同比下降 25.70%；净利润 0.77 亿元，同比实现扭亏。

掌视亿通

掌视亿通目前是以流量营销业务为主的广告代理公司，专注于移动互联网的研究，以数据和移动技术为驱动，集移动技术研发、移动媒体运营、移动公关和移动整合营销服务为一体，致力于中国移动市场和移动受众的定向研究，为商业客户提供本地化移动媒体整合营销服务。掌视亿通作为今日头条一级代理商，跟踪期内与今日头条保持深度合作的同时，与多个主流互联网媒体开展横向合作，包括广点通、微信朋友圈、百度信息流、应用宝、快手短视频及各大主流应用市场。基于与媒体的深度合作，为各类型的广告主提供广告投放服务，合作的广告主类型涵盖多个行业，主要包括：教育、金融、电商、社交、化妆品等，积累了大量的广告投放经验及核心客户。

2019 年，掌视亿通实现营业收入 7.59 亿元，同比增长 54.58%；实现营业利润 1863.21 万元，实现扭亏，主要系开展的流量经营业务 2019 年

[1]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（华商子公司华商盈通的资本投资业务）。

月均流水规模扩大所致。

（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，华商数码持续优化生产模式，聚焦成本控制，降低废品率、损耗率，承印的《华商报》继续保持精品级行列。2019年，华商数码收入1.11亿元，同比下降20.71%，主要系传统纸媒业务下降所致；净利润-0.12亿元，亏损情况同比基本持平。

（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和旗下陕西黄马甲快递有限公司经营。2019年，陕西黄马甲转型业务持续推进，电商快递业务运营稳定，生鲜配送业务快速发展，实现营业收入7.58亿元，同比有所增长。截至2019年底，生鲜配送业务发展客户超过1500家，与一大批粮油龙头企业签订战略合作协议。目前，陕西黄马甲正通过提高流程管理、降低采购成本、严把质量关口，通过启动信息化、自动化建设，促进产业转型升级。

3. 数字内容服务业

国视上海作为运营支撑类公司，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/视频业务顺利开展，承接了国视北京手机电视（CRI）除手机音/视频内容审核及管理以外的所有经营性业务。截至2019年12月，国视上海实现包月用户数为47.88万人，较2018年底下降44.13%，主要原因为：（1）受运营商视频业务新增收入整体规模下降的影响；（2）运营商自有业务新增占总新增用户数比例大幅提高，牌照方合作业务的新增空间被进一步压缩；（3）运营商从2017年起，开始按照同一级别合作伙伴新增空间平均分配的原则进行新增用户规划管理，导致国视上海所处的S级（最高级）合作伙伴的新增空间普遍被压缩。

2019年，国视上海实现营业收入0.76亿元，同比下降15.56%，营业利润136.52万元，同比增长128.79%。

4. 资本投资业务

公司资本投资业务经营主体主要系公司本部、上海鸿立、鸿立华享、华商盈通及山南华闻，跟踪期内公司对在手项目进行有序退出。

公司投资业务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。2019年，上海鸿立实现股权处置净收益1198.79万元，鸿立华享实现股权处置净收益1074.56万元，华商盈通（现相关PE资产已全部转至华商广告，华商广告为华商盈通母公司）实现股权处置净收益98.31万元。

截至2019年底，上海鸿立累计投资32个项目（包括股权投资项目与基金投资项目），累计投资金额合计79987.40万元；截至2019年底，上海鸿立累计收回投资本金27164.68万元，实现投资收益17192.57万元；截至2019年底，上海鸿立尚有23个项目未退出，未退出项目账面投资本金合计52822.72万元。

截至2019年底，鸿立华享累计投资14个项目，累计投资金额合计20264.76万元；截至2019年底，鸿立华享累计收回投资本金5453.61万元，实现投资收益4273.14万元；截至2019年底，鸿立华享尚有11个项目未退出，未退出账面投资本金合计14811.15万元。

华商广告累计投资8支基金，截至2019年底已收回金额共计5.29亿元，其中投资收益1.79亿元，8支基金均尚未完全退出，截至2019年底的账面余额为5.66亿元。

表10　截至2019年底公司主要资本投资情况（单位：万元、%）

	公司名称	持股比例	年份	账面价值	处置收益	受限情况	分红收益/持有期间收益及减值损失	投资主体
可供出售金融资产/其他非流动金融资产/交易性金融资产	义乌商阜创赢投资中心（有限合伙）	19.96	2018	--	--		-33000	华闻集团
			2019	--	--		--	
	湖北省资产管理有限公司	10	2018	36319.89	--		1000	华闻集团
			2019	36319.89	--	所持股份的8.18%司法冻结	1500	
	芜湖弘唯基石创业投资合伙企业（有限合伙）	--	2018	6417.34	--		-8332.66	华商盈通
			2019	--	-236.15		--	
	芜湖领航基石创业投资合伙企（有限合伙）	--	2018	4120	--		125	华商盈通
			2019	5636.34	--		125	
	北京磐聿企业管理中心（有限合伙）	--	2018	30000	--		--	华商盈通
			2019	21500	--		--	
	绵阳科技城产业投资基金（有限合伙）	--	2018	6246.77	--		--	华商盈通
			2019	1353.57	--		--	
	马鞍山盛凯股权投资合伙企业（有限合伙）	--	2018	15000	--		--	华商盈通
			2019	15000	--		--	
	马鞍山信望基石股权投资合伙企业（有限合伙）	--	2018	10000	--		--	华商盈通
			2019	10000	--		--	
	力星股份	2.49	2018	3643.2	379.68		169	上海鸿立
			2019	1322.88	1198.79		-561.7	
	上海鸿立虚拟现实投资合伙企业（有限合伙）	45.45%	2018	10000				华闻集团
			2019	10000				
	总计	--	**2018**	**121747.20**	**379.68**		**-40038.66**	--
			2019	**101132.68**	**962.64**		**1063.3**	
长期股权投资	东海证券	10.22	2018	51817.97	--		-85905.45	山南华闻
			2019	52428.58	--	16700 万股质押，1396.2523 万股司法冻结	505.14	
	振江股份	15.42	2018	24434.16	--		907.23	上海鸿立、鸿立华享
			2019	25186.07	--	615 万股质押	573.56	
	海南国文文化旅游产业投资基金（有限合伙）	--	2018	927.39	--		-99072.58	华闻集团
			2019	925.34	--		-2.06	
	总计	--	**2018**	**77179.52**	--		**-184070.8**	--
			2019	**78539.99**	--		**1076.64**	

注：处置收益指处置价格与账面价值形成的差额

资料来源：公司提供

5. 车联网业务

跟踪期内，受汽车行业景气度下滑及新冠肺炎疫情影响，车音智能收入同比下滑，利润基本持平，2019 年业绩承诺未及预期。受下游

客户资金占用规模大，周期长影响，车音智能经营获现能力弱。

车音智能成立于 2008 年 11 月，从语音技术起家，是国内少数几家拥有自主知识产权、专注于提供车联网系统整体解决方案的服务供应商。现有客户覆盖目前国内主流的一线合资汽车品牌，跟踪期内，车音智能研究院围绕智能语音技术、智能硬件技术，形成智能人机交互系列产品、智能客服系列产品、车载智能硬件系列产品三大类产品，完成 25 项的研究课题。

跟踪期内，车音智能的语音软件收入和毛利同比实现大幅增长，主要来自于车音智能语驾幻影软件和车载应用软件的销售，此类软件产品均为车音智能开发成熟、并广泛应用于汽车相关车联网服务行业，业内口碑良好，且成熟的软件类产品成本已在开发初期摊销完毕，导致毛利率较高。同时，技术开发及服务运营继续保持收入与毛利的增长态势，在巩固核心客户和原有业务基础上，开拓了新客户和新业务；2019 年第四季度车音智能全面开展了广告投放业务；保险业务受资金流动性影响，2019 年进展较为缓慢。

2019 年，由于受到整体经济大环境影响，汽车整车制造行业整体利润同比呈现下滑态势，财务状况的恶化造成以整车厂为龙头的整个供应链体系均出现资金短缺，导致车音智能应收账款规模不断加大，同时，车音智能目前大部分项目为周期一年以上的长期项目，均是需要长期预付大量成本，导致车音智能现金流不足。2019 年，车音智能上下游客户集中度均在 40-50%，集中度偏高，大客户经营状况对车音智能财务表现影响较大。

截至 2019 年底，车音智能总资产 11.77 亿元，净资产 6.40 亿元；2019 年，实现收入 9.21 亿元，同比下降 9.97%，净利润 1.96 亿元，同比基本持平。联合资信将对车音智能 2020 年业绩情况保持关注。

6. 旅游业务

受新冠肺炎疫情影响，三亚凤凰岭景区根据政府要求在疫情期间暂时关闭，预计三亚凤凰岭景区 2020 年全年营业收入或将大幅下降。

三亚凤凰岭海誓山盟景区（以下简称“景区”）坐落于三亚市区龙岭路，是依托凤凰岭山景而设计的国家 AAA 级旅游风景区，凤凰岭主峰约 394 米，是三亚城市中心的最高峰，也是三亚市唯一一处可以全览三亚四湾八景和城市全貌的观光点，具有唯一属性。景区由（前山）四湾八景观赏区和（后山）水晶圣殿爱情主体森林景观区及海誓山盟广场构成，2010 年 4 月开始营业，规划面积 2.55 万亩，当前占地面积约 45.56 亩，含山下部分占地面积约 20 亩，山上缆车投影、山顶景区及栈道等部分约 25.56 亩。目前已建成项目：（1）奥地利原装进口高空观景索道，由山底至山巅全程 1624 米，景区依托索道载客，客运量可达 1500 人/小时；（2）360°环山观光悬挑式栈道和悬空式九曲观光桥共计 3200 米；（3）浪漫爱情文化题材的水晶圣殿、海誓山盟石碑广场、如影阁、执手台、月老泉等人造景观。景区的各项建设均已取得相关政府批文。

景区 2019 年全年游客量共计 34.77 万人次，总收入 1719 万元，其中：门票及索道收入 1555 万元，二消收入 164 万元。

凤凰岭文旅将根据三亚市政府公布扶持政策，积极采取申请财政减负补贴、减免社保、缓交水电费等措施，保持最低成本维持三亚凤凰岭景区运转。

7. 网络游戏

麦游互动主要从事移动互联网综合休闲类游戏的研发、运营，跟踪期内，麦游互动收入及利润规模同比大幅增长，经营情况良好。

2019 年，麦游互动主要以研发新一代休闲、益智类游戏产品为主要发展方向，目前主要产品有《地主大亨》《麦游斗地主》《开心斗地主》《麦游捕鱼》《怪兽大冒险》等，以上游戏均为

自主研发品牌，现阶段已稳定运营，增长良好。

麦游互动实行研运一体化的经营模式，拥有较强的研发能力，积累了丰富的游戏运营经验并拥有高效的运营体系，对用户行为进行大数据精准分析，对用户的把握能力日渐成熟，积累用户规模 1200 万人。截至 2019 年底，麦游互动总资产 1.22 亿元，净资产 0.86 亿元；2019 年度实现收入 3.79 亿元，同比增加 2.59 亿元；净利润 1.10 亿元，同比增加 0.68 亿元。

8. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数较上年略降至 3.14 次，存货周转次数及总资产周转次数均较上年有所上升，分别增至 7.58 次和 0.30 次。公司经营效率一般。

十、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。2020 年一季度财务报告未经审计。

2019年公司新增非同一控制下合并单位2家，分别为龙大（深圳）网络科技有限公司和三亚辉途，其他原因新增合并单位9家，减少合并单位36家。2020年一季度，公司合并范围较2019年底无变化。跟踪期内，合并范围的变动对公司财务报表可比性略有影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 128.74 亿元，所有者权益 61.92 亿元（含少数股东权益 9.18 亿元）。2019 年公司实现营业收入 39.20 亿元，利润总额 5.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 127.76 亿元，所有者权益 61.33 亿元（含少数股东权益 9.40 亿元）。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 7.32 亿元，利润总额-0.38 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产流动性进一步下降，应收账款及其他应收款对资金占用影响大，股权投资仍保持较大规模，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 128.74 亿元，较上年底基本持平，其中流动资产占 26.56%，占比进一步下降。

截至 2019 年底，公司流动资产 34.20 亿元，较上年底下降 17.31%，以货币资金（占 15.04%）、应收账款（占 32.12%）、预付款项（占 14.41%）和其他应收款（占 26.92%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金 5.14 亿元，较上年底下降 60.66%，以银行存款（4.66 亿元）为主，受限程度低。

截至 2019 年底，公司应收账款净额 10.98 亿元，较上年底下降 21.23%。按组合计提坏账的应收款账面余额合计 11.27 亿元，其中账龄 1 年以内占 86.02%，账龄较短；从集中度看，前 5 名客户应收账款占比为 27.44%，集中度较低，主要为车联网及快递业务应收款。截至 2019 年底，公司已计提应收账款坏账准备 0.39 亿元，计提比例较低，为 3.41%。

截至 2019 年底，公司预付款项大幅增长 93.13%至 4.93 亿元，前五名占比 47.87%，集中度高，主要是车音智能预付广告公司业务款。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面余额 10.21 亿元，累计计提坏账准备 1.00 亿元；前五名占比 64.05%，第一大为应收证券时报社股权转让款 4.27 亿元，其次为拉萨创金投资有限公司保证金 9900.00 万元、霍尔果斯光魔文化传媒有限公司往来款 5527.74 万元、海南艺晨旭光农业开发有限公司股权转让款 4228.00 万元以及山南市国广文旅发展有限公司股权转让款 3000.00 万元。

截至 2019 年底，公司存货期末余额 1.95 亿元，较上年底下降 66.71%，主要是转让椰德利导致开发产品减少。

截至 2019 年底，公司非流动资产 94.54 亿元，较上年底增长 7.80%，以其他非流动金融资产（占 19.21%）、长期股权投资（占 22.48%）、投资性房地产（占 22.74%）和商誉（占 17.88%）

为主。

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产 18.16 亿元，全部为权益工具投资，较期初略有下降；主要为持有的股权及基金投资，该科目无减值计提。其中投资金额超过 1 亿元的有湖北资管 3.63 亿元、上海鸿立虚拟现实投资合伙企业（有限合伙）1.00 亿元、马鞍山盛凯股权投资合伙企业（有限合伙）1.50 亿元、马鞍山信望基石股权投资合伙企业（有限合伙）1.00 亿元以及北京磐聿企业管理中心（有限合伙）2.15 亿元。

截至 2019 年底，公司长期股权投资账面价值为 21.25 亿元，较上年底基本持平，超过 1 亿元的投资为东海证券 13.91 亿元（期末累计减值 8.67 亿元）、振江股份 2.52 亿元（未计提减值）和爱玩网络 1.75 亿元（未计提减值）。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面净额 21.50 亿元，较上年底大幅增加，全部为房屋建筑物，当期外购全球贸易之窗大厦 8.21 亿元，华商文化中心存货转入 5.36 亿元，华闻集团本部固定资产转入增加 2.78 亿元，时报传媒处置转出减少 1.20 亿元；公允价值变动 4.63 亿元，主要为本期投资性房地产的后续计量由成本计量模式变更为公允价值计量模式及子公司海南省文创旅游产业园集团有限公司（以下简称“海南文旅”）持有的投资性房地产办妥大部分房产证确认入账所致。海南文旅持有位于海南省海口市国兴大道中段、大英山 CBD 核心区的 5A 甲级写字楼——全球贸易之窗（项目面积 51774.12 平方米），主要为公司和海南文旅总部办公使用及对外招商出租。海南省政府支持将全球贸易之窗打造为“百国千企”外资企业办公落户地。另，华商 2 号楼正在排队办理产权证书，账面价值 5.97 亿元。

截至 2019 年底，公司商誉合计 16.91 亿元，累计计提商誉减值准备 10.95 亿元，其中掌视亿通、华商数码和国广华屏均全额计提减值。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产较上年底由 18.40 亿元下降至 5.85 亿元，主要系保证金由 5.91 亿元降至 1.02 亿元，以及预付长期资产款 7.82 亿元已转入投资性房地产。

截至 2019 年底，公司受限资产共计 30.76 亿元，占总资产的 23.89%，主要为投资性房地产 13.44 亿元（主要为公司及控股子公司持有的部分待售或出租房产用于办理抵押贷款等）和长期股权投资 15.02 亿元（主要为公司持有的东海证券、爱玩网络以及振江股份股权，详见重大事项）。此外，华商传媒 100%股权用于“17 华闻传媒 MTN001”和“18 华闻传媒 MTN001”两期中票质押。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 127.76 亿元，非流动资产比重升至 74.91%，资产规模及结构较上年底变化不大。

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好，亏损带来的权益收缩仍处于消化期。

截至 2019 年底，公司所有者权益 61.92 亿元，同比略有上升，各科目基本维持 2018 年底规模。截至 2019 年底，公司其他综合收益增至 3.39 亿元，主要是投资性房地产后续计量方式转为公允价值所致；未分配利润略有上升，为 -12.22 亿元；少数股东权益同比增长 14.82%至 9.18 亿元。

截至2020年3月底，公司所有者权益61.33亿元（其中少数股东权益 9.40 亿元），权益规模及构成较 2019 年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模略有收缩，间接融资以质押和抵押类为主，期限趋于短期化，整体债务负担较重。

截至2019年底，公司负债总额66.82亿元，同比有所下降，非流动负债占比小幅下降至58.50%，主要由长期借款（24.07亿元）和应付债券（12.98亿元）构成，长期借款主要为质押和抵押借款。公司流动负债27.73亿元，其中短期借款4.79亿元，主要为质押和抵押借款；其

他应付款回落至3.19亿元。一年内到期的非流动负债升至12.00亿元，包括一年内到期的长期借款2.01亿元和应付债券“17华闻传媒MTN001”9.99亿元。

有息债务方面，截至2019年底，公司有息债务54.26亿元，同比略有下降，其中长期债务占68.27%，债务结构基本维持上年水平。公司短期债务17.21亿元，同比增长20.40%，主要来自“17华闻传媒MTN001”转入一年内到期的非流动负债；长期债务37.05亿元，同比下降，主要是由于7亿元“14华闻传媒MTN001”到期兑付所致。债务指标方面，截至2019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均有所下降，分别为51.91%、46.70%和37.43%。

截至2020年3月底，公司负债总额66.44亿元，有息债务54.14亿元，负债及债务结构、债务指标均较上年底变化不大。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入及主营业务盈利能力保持稳定，利润总额对非经常性损益依赖度很高，持续性较弱。

2019年，公司实现营业收入39.20亿元，同比增长3.58%；营业利润率为23.97%，同比基本持平。

2019年，公司期间费用9.44亿元，同比略有下降，其中财务费用同比增长62.49%，主要是本期公司银行存款利息收入减少，以及子公司海南文旅计提借款利息增加所致；销售费用同比下降34.23%，其中职工薪酬降低近1亿元，主要是处置时报传媒84%股权所致。2019年公司期间费用率为24.08%，同比下降2.98个百分点。

非经常性损益方面，2019年，公司公允价值变动收益4.42亿元，系海南文旅及华商传媒投资性房地产公允价值变动增加等所致，可持续性不强。2019年，公允价值变动收益对公司利润总额贡献比例为82.77%，公司利润总额对非经常性损益依赖度很高。

2020年1—3月，公司实现营业收入7.32亿元，同比增长20.77%；销售费用同比下降62.45%，主要是时报传媒、精视文化、漫友文化出表所致；营业利润率为16.39%，较2019年有所下降；利润总额-0.38亿元，系当期无投资收益补充以及受新冠病毒疫情和相关行业市场下滑等影响业绩下降所致。

从盈利指标来看，2019年公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.84%和5.90%，与2018年相比有所上升。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营获现能力弱；对外投资规模大幅收缩，筹资活动现金主要用于偿还债务。

经营活动方面，2019年公司经营活动产生的现金流入及流出规模同比均有所上升，分别为46.74亿元和49.81亿元，净流量基本持平，为净流出3.07亿元，经营获现能力弱；收到及支付其他与经营活动有关的现金分别为6.17亿元和9.23亿元，主要为单位往来款和代收代付款等。2019年，公司现金收入比为103.26%，收入实现质量有所改善。

投资活动方面，2019年公司收回投资收到的现金及投资支付现金规模同比均大幅收缩，分别为11.37亿元和8.83亿元；处置子公司收到的现金2.78亿元，主要是处置时报传媒收到现金1.19亿元、处置椰德利收到现金1.26亿元；购建固定资产、无形资产等支付现金2.34亿元。同期，投资活动现金流入及流出量分别为15.29亿元和12.98亿元，当期投资活动现金实现净流入2.31亿元。

筹资活动方面，2019年筹资活动产生的现金流量流入13.04亿元，主要是取得借款收到的现金9.59亿元、收到其他筹资款3.45亿元是海南文旅收回借款保证金；筹资活动现金流出17.20亿元，主要为偿还债务支付13.23亿元。2019年公司筹资活动净流出4.16亿元。

2020年1—3月，公司现金收入比为112.60%；经营活动现金流量净额为-0.88亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.57亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.61亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产规模持续下降，短期偿债指标弱化，公司经营现金流净额持续流出、资产受限比例较高、一年内到期债券余额大、可用授信余额低，公司短期偿债压力大，公司陆续公告对其部分资产处置调整，提升整体资产流动性，如调整不及时，其整体偿债能力有持续弱化的可能，且公司资产处置资金到位可能与债务偿付尚存在不匹配，联合资信将持续关注公司资产流动性改善对其融资和债务安全保障的影响。

从短期偿债指标看，2019年底公司流动比率和速动比率分别为123.32%和116.29%，较2018年底有所下降。截至2020年3月底，流动比率和速动比率分别为116.55%和116.37%。

从长期偿债指标看，2019年公司EBITDA利息倍数为3.09倍，全部债务/EBITDA为5.60倍。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司合并范围内获得授信额度总计29.00亿元，未使用额度共计3.30亿元，公司间接融资渠道亟待拓展。同时，作为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，公司本部利润总额同比转正，资产仍以股权类投资为主，货币资金规模很小，偿债压力大。

截至2019年底，公司本部资产总额115.81亿元，较上年底基本持平，其中非流动资产占89.22%；流动资产主要为其他应收款11.52亿元，货币资金规模很小；公司本部其他应收款主要为往来款项，构成以应收子公司股权转让款为主，主要包括转让时报传媒股权、椰德利股权以及澄怀科技股权，关联方类占比较低。非流动资产主要由长期股权投资（95.50亿元）和其他非流动金融资产（4.92亿元）构成。截至2019年底，公司本部负债总额44.17亿元，流动负债占70.61%，以其他应付款15.91亿元和有息债务为主。截至2019年底，公司本部有息债务合计27.35亿元，长短期债务占比相当。公司本部资产负债率为38.14%，全部债务资本化比率为27.63%。截至2019年底，公司本部所有者权益71.64亿元，实收资本和资本公积占比高。

盈利能力方面，2019年，公司本部实现营业收入0.05亿元，财务费用2.07亿元，同比略有上升；投资收益9.21亿元，利润总额6.50亿元，同比扭亏。

现金流方面，2019年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为0.89亿元，流入流出规模均大幅收缩；投资活动产生的现金流量净额为6.56亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-8.50亿元，偿债支付现金规模大。

十一、存续债券偿还能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力弱，经营活动现金流入量对公司存续债券余额保障能力尚可。

截至本报告出具日，公司存续期内待偿还债券包括“17华闻传媒MTN001”（10亿元）和“18华闻传媒MTN001”（13亿元），均为一年内待偿还债券，由华商传媒100%股权提供质押担保。

2020年3月底，公司现金类资产是公司一年内到期债券余额的0.19倍。2019年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续债券余额的覆盖倍数分别为2.03倍和0.42倍。

表11 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	23.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.19

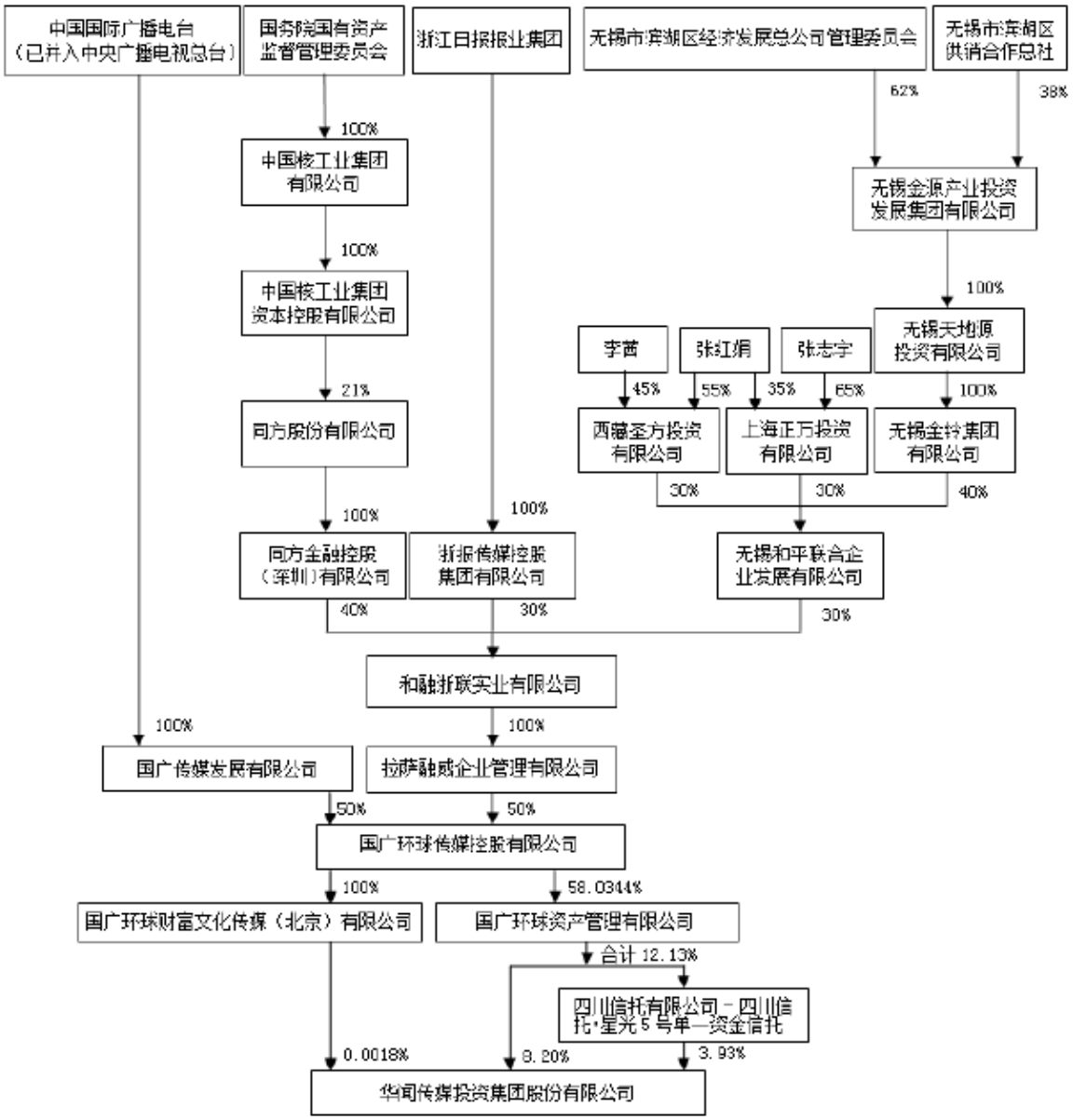
经营活动现金流入量/存续债券余额	2.03
EBITDA/存续债券余额	0.42

注：现金类资产已剔除受限资金；现金类资产使用最新一期（2020年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和EBITDA使用最新一年（2019年）财务数据

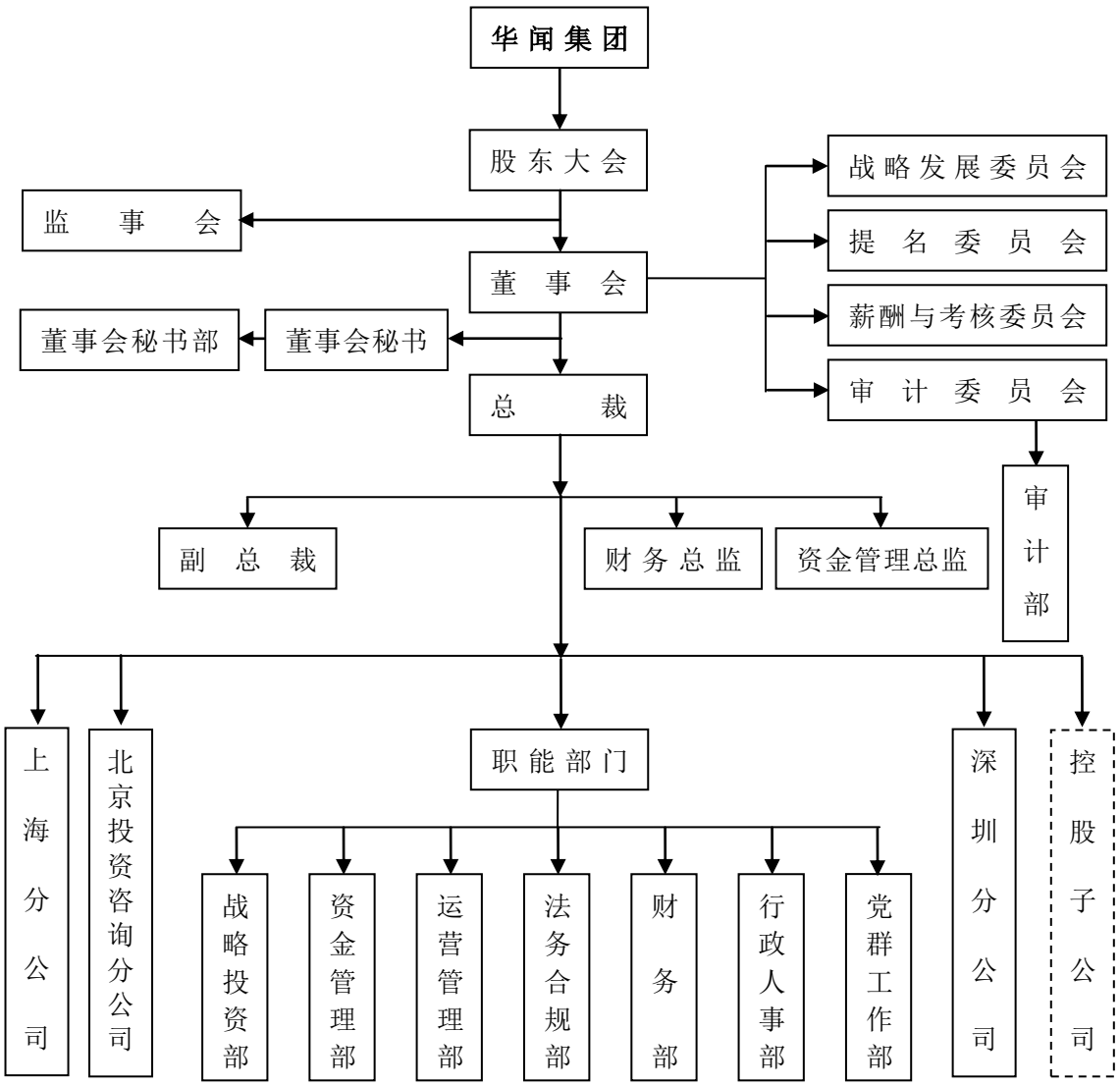
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17华闻传媒MTN001”和“18华闻传媒MTN001”信用等级为AA，并将评级展望由稳定调整为负面。

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 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
华商传媒	20000.00	取得独家代理经营《华商报》等媒体的广告、发行、印刷与纸张采购业务的权利	100.00		同一控制下企业合并
车音智能	6010.60	车联网服务	60.00		非同一控制下企业合并
海南文旅	70000.00	负责全球贸易之窗的运营和管理	55.00		设立

资料来源：公司年报

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)	29.54	10.73	5.63	4.44
资产总额(亿元)	158.52	129.06	128.74	127.76
所有者权益(亿元)	101.71	54.76	61.92	61.33
短期债务(亿元)	8.53	14.30	17.21	17.17
长期债务(亿元)	36.17	45.16	37.05	36.98
全部债务(亿元)	44.70	59.46	54.26	54.14
营业收入(亿元)	34.21	37.85	39.20	7.32
利润总额(亿元)	5.79	-48.77	5.34	-0.38
EBITDA(亿元)	7.99	-44.59	9.69	--
经营性净现金流(亿元)	6.58	-3.61	-3.07	-0.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.94	3.62	3.14	--
存货周转次数(次)	4.34	4.72	7.58	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.26	0.30	--
现金收入比(%)	114.55	87.14	103.26	112.60
营业利润率(%)	39.92	23.91	23.97	16.39
总资本收益率(%)	3.59	-41.63	5.84	--
净资产收益率(%)	4.16	-90.11	5.90	--
长期债务资本化比率(%)	26.23	45.20	37.43	37.62
全部债务资本化比率(%)	30.53	52.06	46.70	46.89
资产负债率(%)	35.84	57.57	51.91	52.00
流动比率(%)	282.49	143.36	123.32	116.55
速动比率(%)	251.79	123.08	116.29	116.37
经营现金流动负债比(%)	32.43	-12.53	-11.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.07	-16.27	3.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.60	-1.33	5.60	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；合并报表其他应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入有息债务；现金类资产中已扣除受限货币资金

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)	9.11	1.23	0.17	0.11
资产总额(亿元)	121.86	114.32	115.81	117.03
所有者权益(亿元)	87.09	63.56	71.64	72.35
短期债务(亿元)	8.44	10.39	14.37	14.91
长期债务(亿元)	17.50	23.14	12.98	12.99
全部债务(亿元)	25.94	33.53	27.35	27.90
营业收入(亿元)	0.09	0.10	0.05	0.16
利润总额(亿元)	-0.41	-22.87	6.50	0.82
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	4.81	4.73	0.89	-0.69
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(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	27.03	7.04	7.20	52.71
总资本收益率(%)	-0.28	-21.93	8.65	--
净资产收益率(%)	-0.84	-35.99	9.07	--
长期债务资本化比率(%)	16.73	26.69	15.34	15.22
全部债务资本化比率(%)	22.95	34.54	27.63	27.83
资产负债率(%)	28.53	44.40	38.14	38.17
流动比率(%)	113.32	32.91	40.00	34.62
速动比率(%)	113.32	32.91	40.00	34.62
经营现金流动负债比(%)	27.83	17.13	2.85	--
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

发行人	湖南富兴集团有限公司	铜陵市国有资本运营控股集团有限公司	华闻传媒投资集团股份有限公司
主体信用等级	AA^+	AA	AA
综合毛利率（%）	30.86	94.25	24.57
销售债权周转次数（次）（2019年）	0.45	49.44	3.14
财务数据时点			
资产总额（亿元）	246.69	113.20	128.74
所有者权益（亿元）	147.42	49.11	61.92
营业收入（亿元）	109.31	2.25	39.20
利润总额（亿元）	18.33	3.11	5.34
经营活动现金流净额（亿元）	23.36	1.20	-3.07
资产负债率（%）	40.24	56.62	51.91

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 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