跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1950 号

凯撒（中国）文化股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

凯撒（中国）文化股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

凯撒（中国）文化股份有限公司公开发行的“17 凯文 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

凯撒（中国）文化股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-　评级展望：稳定

上次评级结果：AA-　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 凯文 01	2.82 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2019 年 6 月 24 日

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

主要财务数据

发行人：凯撒（中国）文化股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020年3月
资产总额（亿元）	46.31	47.88	49.78	50.60
所有者权益（亿元）	37.18	39.15	40.89	41.73
长期债务（亿元）	3.13	2.99	0.00	0.00
全部债务（亿元）	5.18	6.05	6.30	6.42
营业收入（亿元）	7.04	7.45	8.04	1.77
净利润（亿元）	2.49	2.78	2.10	0.81
EBITDA（亿元）	3.61	4.53	3.51	--
经营性净现金流（亿元）	1.99	1.37	3.87	-0.05
营业利润率（%）	65.75	54.59	68.71	76.14
净资产收益率（%）	6.94	7.29	5.25	1.97
资产负债率（%）	19.72	18.22	17.87	17.54
全部债务资本化比率（%）	12.23	13.38	13.36	13.34
流动比率（倍）	1.76	1.61	1.13	1.18
EBITDA 全部债务比（倍）	0.70	0.75	0.56	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.91	11.59	8.79	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.28	1.61	1.24	--

担保方：深圳市高新投集团有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2020 年一季度报表未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4. 高新投 2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项

评级观点

跟踪期内，凯撒（中国）文化股份有限公司（以下简称“公司”或“凯撒文化”）移动游戏业务发展情况良好，版权运营业务基本稳定，营业收入和营业利润率均有所增长，期末 IP 储备较为丰富，整体债务负担较轻。但同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到游戏行业较易受政策影响，2019 年公司新上线运营游戏数量仍较少，主要在运营游戏月均活跃率出现下降，应收账款和预付款项对运营资金存在一定占用、大额商誉未来或面临一定减值风险以及短期债务偿付压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在研游戏上线，IP 版权运营业务稳步发展，以及拟筹备影视/动漫作品陆续推出，公司经营状况有望保持良好。

“17 凯文 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，跟踪期内，股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足。高新投的担保对“17 凯文 01”债券信用水平的提升仍起到显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；同时维持“17 凯文 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **公司主营业务发展情况良好。**2019 年，公司务新、老游戏产品在国内外市场的运营中表现较好，游戏分成收入较上年增长 29.32%至 5.38 亿元，毛利率较上年上升 17.43 个百分点；公司所储备的多个优质 IP 开始变现并获得市场较高认可，版权运营收入较上年增长

7.05%至 2.25 亿元，毛利率较上年上升 18.83 个百分点。

2．**公司具有较强的 IP 运营能力，IP 储备较为丰富。**公司 IP 库中全版权 IP 储备数量较多；公司围绕 IP 资源一体化的泛娱乐经营模式有助于降低公司经营风险，提高盈利能力。

3．**公司游戏研发能力较强，为未来游戏业务运营提供较为丰富的游戏产品。**2019 年，公司游戏研发新增及完成开发的游戏项目数量较上年有所增加，目前在研游戏数量较多且呈中重度化态势；中重度游戏具有付费率高、生命周期较长的特点，有利于公司未来游戏收入持续提高。

4．**高新投的担保可为“17 凯文 01”本息兑付提供很强的保障。**高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足，高新投对本期债券的担保有效提升了“17 凯文 01”的信用水平。

关注

1．**移动游戏市场进入稳健增长的换挡期，市场竞争加剧，公司市场竞争压力增大。**近年来，网络游戏人口红利期基本结束，市场竞争加剧，大量中小型游戏开发商面临被进一步淘汰的风险，未来行业集中度将逐步提升，公司面临较大的市场风险。

2．**网络游戏生命周期较短，若新游戏推出不及时，收入与利润将受较大影响。**受游戏行业版号政策影响，2019 年公司新上线运营游戏数量仍较少；受游戏生命周期影响，《三国志 2017》等 2019 年之前上线的在运营游戏月均活跃率有不同程度的下降，可能预示其进入生命周期的衰退期，未来如公司不能及时补充新游戏上线，收入和利润可能会受到较大影响。

3．**公司应收账款和预付款项规模较大，对运营资金形成了一定占用，且存在信用损失风险。**截至 2019 年末，公司应收账款和预付款项占流动资产的比重分别为 51.30%和 16.96%；2019 年，公司应收账款坏账损失 0.21 亿元，对公司利润造成一定影响。

4．**公司债务结构不合理，短期债务规模较大，现金类资产规模较小，面临一定的流动性压力。**截至 2019 年末，公司债务总额 6.30 亿元，全部为短期债务；公司现金类资产 2.18 亿元，对短期债务覆盖程度较低。

5．**公司的商誉规模大，存在一定减值风险。**截至 2019 年末，公司商誉账面价值 21.94 亿元，占资产总额的 44.06%，虽然被收购公司业绩承诺期已结束，公司仍面临承诺期过后经营波动风险、管理团队融合风险和商誉减值风险。

分析师

孙长征　登记编号（R0040218070004）
杨　野　登记编号（R0040219090001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

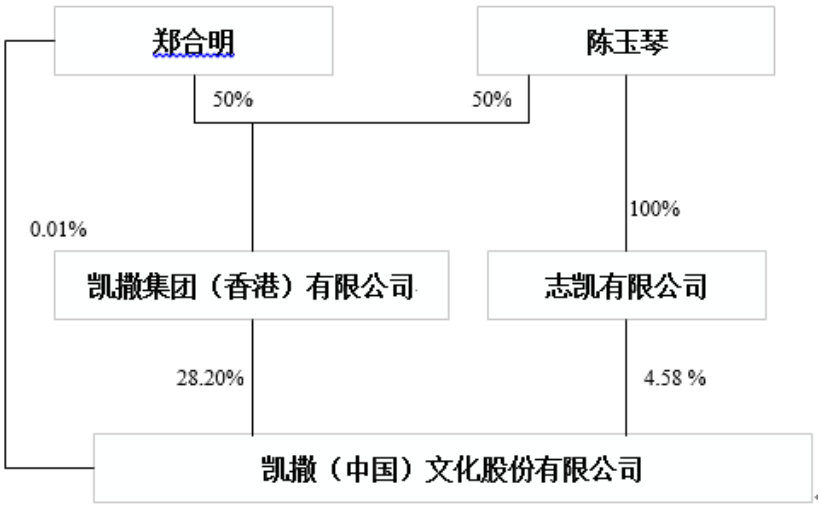
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

凯撒（中国）文化股份有限公司（以下简称“公司”或“凯撒文化”）原名凯撒（汕头）有限公司，由香港法人凯撒集团（香港）有限公司（以下简称“凯撒集团”）出资 1,400 万港元于 1994 年 12 月注册成立。2002 年 5 月，公司整体变更为股份有限公司，股本为 5,000 万元，名称变更为“凯撒（中国）股份有限公司”。2005－2009 年，公司进行多次股权转让和增资，股本增至 8,000 万元。2010 年 5 月，公司在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）公开发行股票 2,700 万股，股本变更为 10,700 万元；2010 年 6 月，公司股票在深交所上市（证券简称：凯撒股份；股票代码：002425.SZ）。2016 年 9 月，公司名称变更为现名称。公司股票上市后，进行过多次转增股本、送股和定向增发，截至 2020 年 3 月末，公司股本为 8.14 亿元，凯撒集团持有公司 28.20%的股份，是公司的控股股东；郑合明、陈玉琴夫妇二人直接持有公司 0.01%的股份，并通过凯撒集团和志凯有限公司分别间接持有公司 28.20%和 4.58%的股份，是公司的实际控制人。其中，志凯有限公司所持公司股份中，有 99.36%已质押。具体情况如下图所示。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。截至 2019 年末，公司合并报表范围内包括 28 家子公司，员工总数 660 人。

截至2019年末，公司合并资产总额49.78亿元，负债合计9.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计40.89亿元，其中归属于母公司所有者权益40.90亿元。2019年，公司实现营业收入8.04亿元，净利润（含少数股东损益）2.10亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.10亿元；经营活动产生的现金流量净额3.87亿元，现金及现金等价物净增加额0.85亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额50.60亿元，负债合计8.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计41.73亿元，其中归属于母公司所有者权益41.74亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入1.77亿元，净利润（含少数股东损益）0.81亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.82亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.05亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76亿元。

公司注册地址：汕头市龙湖珠津工业区珠津一街 3 号凯撒工业城；法定代表人：郑合明。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会核准，公司于 2017 年 7 月 10 日公开发行“凯撒（中国）文化股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”或“17 凯文 01”），发行规模为 3.00 亿元，期限为 3 年（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权），由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保；所发行债券于 2017 年 8 月 2 日上市，债券代码：112540.SZ，债券简称：17 凯文 01。

截至 2020 年 3 月末，“17 凯文 01”募集资金已全部使用完毕，资金使用情况与募集说明书承诺一致。

跟踪期内，投资者向公司回售“17 凯文 01”0.18 亿元，本次债券待偿本金减少至 2.82 亿元；公司于 2019 年 7 月 10 日支付了“17 凯文 01”2018 年 7 月 10 日到 2019 年 7 月 9 日的利息。

三、行业分析

2019 年以来，我国游戏市场整体保持良好增长趋势，移动游戏收入持续增长，占比进一步提高；另一方面，尽管游戏版号在 2019 年已恢复审批，但获批版号数量大幅减少；2020 年新冠疫情利好我国游戏行业。未来内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素，行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高。

2019 年，我国游戏市场销售收入继续持续增长态势，实际销售收入为 2,308.80 亿元，同比增长 7.67%，增速较上年同期上升 2.35 个百分点。

从游戏细分市场上看，2019 年，移动游戏市场实际销售收入 1,581.10 亿元，同比增长 15.40%，占比为 68.48%，占比较上年小幅上升。客户端游戏市场实际销售收入 615.10 亿元，同比下降 0.73%，占比为 26.64%；网页游戏市场收入继续萎缩态势，实际销售收入 98.70 亿元，同比下降 21,98%，占比为 4.27%。

2018 年 3 月，广电总局发布《游戏审报审批重要事项通知》，由于机构改革，所有游戏版号的发放全面暂停，且并未通知暂停期限。2018 年 8 月，教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、国家新闻出版署等八部门联合发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出将实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度；采取措施限制未成年人使用时间。2019 年，尽管游戏版号已恢复审批，但出于行业政策监管的不确定性以及产业环境改变导致生存压力加大等考虑，部分中小游戏厂商退出市场以及“游戏总量调控”的政策背景下，我国获批游戏版号数量为 1,570 款，较 2018 年获批版号数量进一步下降（2018 年为 2,064 款），其中国产网络游戏占据 1,385 款，进口网络游戏占 185 款。

2020 年以来，新冠肺炎疫情对人们的出行造成不便，宅家娱乐需求增加，部分移动游戏由于具备娱乐及社交双重属性，已经成为春节假期不可或缺的娱乐方式之一。当前，全球新型冠状病毒疫情仍在持续发展，人们已相对减少外出活动，游戏由此承接了消费者的娱乐需求。2020 年春节期间 7 天，iOS 畅销榜前十名的游戏流水同比增长达到四成以上，远超去年同期；排名 10~60 名的游戏流水增长幅度更高，超过了 100%。尤其是经典头部游戏，今年春节期间回暖势头更加明显。七麦数据显示，以《王者荣耀》《和平精英》《阴阳师》《梦幻西游》等为代表的腾讯、网易系经典老游戏稳居 iOS 畅销榜前十名，其中《王者荣耀》2020 年除夕单日流水高达 20 亿元，同比 2019 年增长约 50%。

未来，移动游戏经历高速增长阶段过后，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素；

移动游戏精品化以及付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一；行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高；推动国内游戏市场发展的流量红利期基本完成，国内游戏市场集中于头部，海外拓展将是游戏企业未来发展的方向之一；互联网游戏产品向“平台化”发展，PC 客户端游戏电竞化；技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力

四、公司管理

公司管理团队有一定变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年，公司原董事、总经理吴裔敏，原董事、副总经理熊波因个人原因离职，经股东大会表决通过，公司增补何啸威、孔德坚为董事；公司聘任何啸威为总经理，孔德坚为副总经理。

2019 年，公司管理制度未发生重大变化。

公司总经理何啸威先生，1974 年出生，中国籍，拥有新加坡和澳大利亚居留权，大学学历；1995 年参加工作，1999 年创立逸飞岭网站，2002 年创立成都逸海情天网络科技有限公司，2008 年创立四川天上友嘉网络科技有限公司，并先后推出《新仙剑奇侠传 3D》《圣斗士星矢：重生》和《三国志 2017》等产品，现任公司董事、总经理。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司游戏分成和版权运营业务发展情况良好，营业收入和毛利率均有所增长；但受投资收益减少等影响，净利润有所下降。

2019 年，公司主营业务结构有所变化，成品服装销售收入占比继续下降，不再单独核算技术服务收入，公司营业收入主要来自游戏分成和版权运营。2019 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，同比增长 7.93%；实现净利润 2.10 亿元，同比减少 24.49%，主要系投资收益减少、计提资产减值损失和信用减值损失增加所致。

从收入构成看，2019 年，游戏分成收入和版权运营收入仍是公司最主要的收入来源，游戏分成收入较上年增长 29.32%至 5.38 亿元，占营业收入的比重较上年上升 11.07 个百分点至 66.95%；版权运营收入（含海外游戏授权收入）较上年增长 7.05%至 2.25 亿元，占营业收入的比重较上年下降 0.23 个百分点至 28.02%。2019 年，公司成品服装收入继续减少，较上年下降 11.70%至 0.25 亿元，占营业收入的比重下降至 3.06%；公司其他收入较上年下降 23.94%至 0.16 亿元，占营业收入的比重下降至 1.97%，成品服装收入和其他收入对公司营业收入影响很小。

从毛利率看，2019 年，公司游戏分成业务毛利率为 70.44%，较上年提高 17.43 个百分点，主要系公司通过精细化运营，新、老游戏产品在国内外市场的运营中表现较好所致；版权运营业务毛利率为 73.29%，较上年上升 18.83 个百分点，主要系公司所储备的《火影忍者》等多个优质 IP 开始变现并获得市场较高认可所致。2019 年，公司成品服装业务和其他业务毛利率分别为-6.11%和 92.60%，但因收入占比小，对综合毛利率影响不大。综上，2019 年，公司综合毛利率为 69.33%，较上年上升 14.02 个百分点。

表 1　2017－2019 年公司营业收入情况和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
游戏分成	40,786.17	57.95	71.27	41,610.04	55.88	53.01	53,808.70	66.95	70.44
技术服务	9,717.87	13.81	97.71	6,954.41	9.34	89.82	--	--	--
版权运营[1]	10,047.00	14.27	69.73	21,037.47	28.25	54.46	22,520.96	28.02	73.29
成品服装	7,823.05	11.11	4.51	2,787.38	3.74	-12.67	2,461.29	3.06	-6.11
其他	1,976.90	2.81	47.13	2,076.54	2.79	85.74	1,579.34	1.97	92.60
合计	**70,387.17**	**100.00**	**66.57**	**74,465.83**	**100.00**	**55.31**	**80,370.28**	**100.00**	**69.33**

资料来源：公司提供

2019 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.77 亿元，较上年同期减少 31.80%，主要系版权运营收入减少所致；净利润为 0.81 亿元，较上年同期减少 30.45%。

2．IP 版权运营

2019 年，公司购入 IP 数量有所减少，采购金额大幅增加，期末在手 IP 储备较为丰富，重要在手 IP 质量较高。

2019 年，公司 IP 运营与主要 IP 采购仍由全资子公司杭州幻文科技有限公司（以下简称“杭州幻文”）经营，是公司的主要 IP 资源库与 IP 资源渠道方，动漫 IP 资源由公司总部进行采购。公司通过获取畅销文学作品版权、影视版权或动漫版权等 IP 版权，授权合作方研发游戏、动漫、电视剧、影视等产品，或将已经研发的游戏授权合作方运营，并获得相应的版权收益。盈利模式方面，作者或者机构授权作品版权给公司，公司支付相应版权费用，然后公司转授权作品版权给同行或者产业链下游公司使用，获取相应的版权收益；或者公司将完成研发的游戏授权给外部单位运营，获取相应的版权收益。

2019 年，公司版权运营收入同比增长 7.05%至 2.25 亿元，同时毛利率较上年上升 18.83 个百分点至 73.29%，主要系公司研发的日本顶级 IP《火影忍者》《妖精的尾巴》等手游作品优质 IP 开始变现并获得市场较高认可所致。

IP 获取渠道方面，截至 2019 年末，公司与杭州幻文合作作家数量为 873 人，合作版权授权机构 27 个，合作影视机构 5 个。杭州幻文与全国规模较大的网络文学运营机构阅文集团旗下创世中文网达成 IP 资源战略合作；公司本部与全国规模较大的互联网动漫平台腾讯网络达成合作协议，公司可以从腾讯动漫 IP 库中购买动漫版权。截至 2019 年末，公司 IP 库中全版权 IP 总数为 27 个。

从 IP 采购情况看，2019 年公司 IP 采购数量较上年减少 5 个至 26 个；IP 采购金额为 1.13 亿元，较上年增长 34.95%，IP 采购均价由 269.25 万元/个上升到 433.24 万元/个。

从 IP 运营情况看，2019 年，公司 IP 授权金收入为 1.01 亿元，较上年基本持平；IP 分成收入为 4.06 万元（计入游戏分成收入），继续大幅下降，主要系受游戏行业版号暂停审批政策影响所致。近年来，公司通过减少授权金的金额，适当扩大后端流水分成，从 2017 年四季度开始，公司通过参与影视投资的形式拓展版权运营的新业务，详情见下文动漫影视业务分析。

[1] 含海外游戏授权收入

表 2　2017－2019 年公司 IP 版权采购及运营情况（单位：个、万元、万元/个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
IP 采购数量	28	31	26
IP 采购金额	11,969.59	8,346.82	11,264.15
平均采购单价	427.49	269.25	433.24
其中：自用 IP 采购金额	6,299.80	722.64	9,103.78
IP 授权数量	11	20	27
取得 IP 授权金收入[2]	10,047.00	10,700.47	10,117.93
取得 IP 分成收入	3,293.91	184.66	4.06
数字阅读收入	36.18	--	--

资料来源：公司提供

公司 IP 储备较为丰富，截至 2019 年末，公司 IP 库中全版权 IP 总数为 27 个，以原始 IP 形态的网络文学和动漫为主，公司主要在手 IP 具体如下表所示。

表 3　截至 2019 年末公司重要在手 IP 情况

序号	版权名称	授权类型	IP 介绍
1	《火影忍者》	游戏	《火影忍者》是日本漫画家岸本齐史的代表作，作品于 1999 年开始在《周刊少年 JUMP》上连载，2014 年 11 月完结。截止 2014 年，《火影忍者》漫画已在全世界累计发行超过 2 亿部
2	《航海王》	游戏	《航海王》是日本漫画家尾田荣一郎作画的少年漫画代表作，作品于 1997 年 7 月 22 日在日本集英社《周刊少年 Jump》1997 年 34 号开始连载，获得第 41 回日本漫画家协会赏。截至 2015 年 6 月 15 日，《航海王》以日本本土累计发行了 3.21 亿本，被吉尼斯世界纪录官方认证为“世界上发行量最高的单一作者创作的系列漫画”。截止 2019 年 3 月 4 日，《航海王》漫画最新全球发行量已突破 4.5 亿部，目前仍在连载中
3	《妖精的尾巴》	游戏	改编自日本漫画家真岛浩创作的知名少年漫画《妖精的尾巴》，讲谈社正版授权。截至 2017 年 5 月，漫画原作在日本本土销量超过 4100 万本，全球销量突破 6000 万本。 凯撒文化作为改编手游的研发方及发行方，预计 2019 年推出 3D 妖尾即时战斗 MMO 手游《妖精的尾巴：勇气之旅》
4	《幽游白书》	游戏	《幽游白书》是日本漫画家富坚义博于 1990－1994 年连载于《周刊少年 Jump》的漫画作品，在连载期间与《七龙珠》《灌篮高手》一同并列为 1990 年代中《周刊少年 Jump》的三大代表漫画
5	《》龙符》	游戏等改编权	作者梦入神机，职业写手，原起点中文网白金作家，现纵横中文网领军作家。2006 年开始网文创作，十年创作九部经典，在其作品首发网站的总点击高达 3.6 亿
6	《玄界之门》	游戏等改编权	作者忘语，阅文集团白金作家，《凡人修仙传》一书在业内创造传奇，成为“凡人流”作品开山鼻祖，起点第一部百盟书，起点推荐票总榜第一名（凡人修仙传）、起点收藏总榜第一名（玄界之门）。曾获 2015 中国原创文学风云榜年度人气作家，2016 中国原创文学风云榜男频小说第一名
7	腾讯动漫系列	影视、游戏等	《从前有座灵剑山》《银之守墓人》属于腾讯动漫现象级产品，点击合计数十亿
8	《三国》	游戏改编权	《三国》是由中国传媒大学电视剧制作中心策划立项的电视剧。该剧由高希希指导，朱苏进编剧，陈建斌，于和伟等主演的大型史诗电视剧，讲述了从东汉末年官渡之战，赤壁之战形成的三国鼎立的局面，再到司马懿夺权天下归晋的过程
9	《飘渺之旅》	影视、游戏等	该作品被称为网络玄幻中修真类作品的奠基之作，和《诛仙》《小兵传奇》一起被誉为“网络三大奇书”
10	《五行天》	影视、游戏等	作者方想是中国网络作家富豪榜当红上榜作家。该作品在起点网点击量为 381.08 万总点击
11	《天火大道》	游戏	作者唐家三少是阅文集团白金作家，网络文学代表人物之一。该作品起点网点击量为 280.51 万总点击
12	《尘缘》	游戏	作者烟雨江南是纵横中文网签约作者，中国作家协会会员，号称网络经典创造者。该作品点击过亿，在 17k 小说网有 917.9 万粉丝值，在 2009 年举办的“网络文学十年盘点”荣获十佳优秀作品
13	《造化之门》	游戏等改编权	作者鹅是五老起点中文网签约作家，获得起点大神之光称号。该作品在起点网点击量为 1,345.23 万
14	《天影》	游戏改编权	《天影》是著名的网络作家萧鼎于 2016 年创作的仙侠小说，本书是由《戮

[2] 不含海外游戏授权收入

			仙》完结以来，从纵横中文网转至起点中文网的首本长篇小说，于 2018 年 5 月 16 日完结。萧鼎，原名张戬，中国网络小说作家。1976 年出生，福州仓山人，毕业于中华职业大学（今福建工程学院）。2003 年创作了《诛仙》，最早连载于幻剑书盟网站，影响力较大
15	《萍踪侠影》	游戏改编权	《萍踪侠影录》是梁羽生武侠小说的扛鼎之作，亦是梁羽生本人最满意的作品。小说以明代土木堡之变为背景，通过朱明王朝与张士诚后代的矛盾、朝中奸宦与忠臣义士的斗争以及中原与蒙古之间的民族冲突，表现出爱国保民的主题。小说精心塑造了一个以国家、民族利益为重，不计世仇，甘愿抛弃荣华富贵、奔波于塞北中原之间，屡建奇功的大侠张丹枫的生动形象。其间穿插了张丹枫与仇家后代女侠云蕾的爱情波折，有机地与家国命运交织在一起，深沉蕴藉，凄怨动人，表达出作者“盈盈一笑，尽把恩仇了”的创作思想，交织成一个豪侠浪漫美好绝伦的传奇
16	《源世界之天衍》	游戏、影视	起点中文网白金作家，中国作协会员、最具号召力的网络作家之一，也是最为成功的网络职业作家之一。自 2004 年创作《嬉皮笑脸》以来，跳舞已完成了《恶魔法则》等七部作品，作品网络总点击量超过一亿，作品简繁体出版，多部作品完成网络游戏跨平台改编
17	《一剑飞仙》	影视、游戏等	作者流浪的蛤蟆阅文集团大神作家，网络文学知名作家。该作品在起点网的点击量为 438.04 万总点击，获得起点网 2016 年 1 月月票榜第四名
18	《焚天倾城决》	影视、游戏	作者流浪的蛤蟆阅文集团大神作家，网络文学知名作家
19	《四大名捕》、四大名捕战天王包含《纵横》《风流》两部	游戏等改编权	《四大名捕》为著名作家温瑞安所著的武侠系列小说，多次被改编为影视剧，具备强大影响力。《纵横》《风流》两部被认为是《四大名铺》之后最成功的温氏代表作
20	《新葫芦兄弟》	游戏	经典国漫，上海美术电影制作厂拥有原《葫芦兄弟》版权
21	《神州奇侠》	网页、手游	作者温瑞安当代武侠小说名家，与金庸、梁羽生、古龙并称武侠小说四大家。其作品四大名捕系列、神州奇侠系列、七大寇系列、七帮八会九联盟系列、方邪真系列、白衣方振眉系列、说英雄谁是英雄系列、神相李布衣系列，多部被改编为影视，受到广大观众的喜爱
22	《镇魂街》	游戏	《镇魂街 》自 2010 年起独家连载于《有妖气》，由许辰在有妖气原创漫画梦工厂独家签约连载的网络漫画。讲述在人灵交界的镇魂街，肩负守护任务的镇魂将曹焱兵与寄灵人夏铃相识，展开了一段惊心动魄的救世守护之旅的故事。是一部以三国为主体架构、涌现许多中国历史上传奇人物、充满浓郁东方色彩的少年热血漫画，常年占据有妖气各排行榜前三
24	《遮天》	游戏	辰东，起点白金作者，其创作的《遮天》《完美世界》《圣墟》被称为《遮天三部曲》或《遮天世界》，遮天曾登顶百度小说风云榜首位

资料来源：公司提供

3．游戏研发

2019 年，公司游戏研发新增及完成开发的游戏项目数量较上年有所增加；公司目前在研游戏数量较多，投资规模不大，计划于两年内上市，有望对公司收入和现金流起到有益补充。

公司游戏研发主要由子公司深圳市酷牛互动科技有限公司（以下简称“酷牛互动”）和四川天上友嘉网络科技有限公司（以下简称“天上友嘉”）进行，酷牛互动擅长卡牌与 MMORPG（大型多人在线角色扮演）手游研发，天上友嘉擅长 3D 卡牌和 SLG（策略游戏）手游的研发。

受游戏行业版号受限影响，2019 年，公司新增研发游戏 6 个，完成研发游戏 3 个，较上年有所增长，但仍低于 2017 年水平；在研游戏 18 款，较上年增加 3 个。

表 4　2017－2019 年公司游戏研发情况（单位：个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增研发游戏	11	4	6
本年度完成研发游戏	6	2	3
期末在研游戏	13	15	18

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在研游戏中，以 MMO、SLG、MMORPG 等类型游戏为主，公司在研游戏呈中重度化态势，中重度游戏具有较好的付费率、生命周期较长、ARPU 值较高的特点，有利于公司未来游戏收入的持续提高。公司在研游戏中有 12 个计划于 2020 年发布上线，6 个计划于 2021 年上线，可为公司游戏业务收入和利润提供一定支撑，但游戏运营效果仍存在一定不确定

性。截至 2019 年末，公司在研游戏预计未来尚需投入 1.02 亿元，投资规模不大。

表 5　截至 2019 年末公司在研游戏（单位：万元）

项目	游戏终端	游戏类型	计划上线时间	研发阶段	预计未来投入金额
游戏 1	手游	历史策略类	2020 年	测试调优	800.00
游戏 2	手游	卡牌 PRG	2021 年	框架搭建	1,600.00
游戏 3	手游	SLG	2021 年	内容研发阶段	430.00
游戏 4	手游	放置卡牌类	2020 年	内容研发阶段	80.00
游戏 5	手游	MMORPG	2020 年	内容研发阶段	200.00
游戏 6	手游	3D 回合卡牌	2021 年	内容研发阶段	400.00
游戏 7	手游	横版格斗 MMO	2020 年	游戏研发	1,000.00
游戏 8	手游	MMO	2020 年	产品测试调优	1,000.00
游戏 9	手游	MMO	2020 年	产品测试调优	500.00
游戏 10	手游	MMO	2020 年	产品测试调优	900.00
游戏 11	手游	MMORPG	2020 年	产品测试调优	180.00
游戏 12	手游	MMORPG	2020 年	产品测试调优	350.00
游戏 13	手游	卡牌	2021 年	产品测试调优	300.00
游戏 14	手游	MMORPG	2020 年	产品测试调优	60.00
游戏 15	手游	探索养成	2020 年	游戏研发	222.00
游戏 16	手游	SLG	2020 年	产品测试调优	500.00
游戏 17	手游	卡牌	2021 年	游戏研发	500.00
游戏 18	手游	卡牌	2021 年	游戏研发	1,200.00
合计	--	--	--	--	**10,022.00**

资料来源：公司提供、联合评级整理

4．游戏运营

2019 年，公司新推出游戏数量较上年有所增加；前五位游戏收入有所增长，其中两款老游戏表现尚可；公司游戏业务下游集中度高，结算周期较长，存在一定资金占用。

2019 年，公司游戏运营业务的盈利模式未改变，仍与游戏发行商共同联合运营移动端网络游戏，游戏玩家通过联合运营方平台进行游戏产品的下载，并通过联合运营方提供的渠道进行充值并消费，收入来源主要为游戏中的虚拟道具的销售等。

由于国内游戏发行市场主要被几家超大发行商所垄断，并且大型发行商 IP 储备丰富，酷牛互动和天上友嘉在被公司收购前与发行商的合作模式通常为“IP 定制开发+发行”，即大型发行商提供 IP 委托游戏开发商进行游戏开发，开发完成后发行商进行游戏推广并与游戏开发商进行收入分成。酷牛互动和天上友嘉被收购后，可以在公司 IP 库中采购 IP，收购完成后酷牛互动和天上友嘉均不再继续发行业务。

表 6　2017－2019 年公司前五位游戏收入情况（单位：万元、%）

2017 年			2018 年			2019 年		
主要游戏	收入	占比	主要游戏	收入	占比	主要游戏	收入	占比
三国志 2017	20,364.33	40.32	三国志 2017	31,863.95	65.61	三国志 2017	40,242.00	74.79
圣斗士星矢：重生	4,058.19	8.04	守卫家园	3,196.11	6.58	进化冒险岛	2,863.29	5.32
热血大唐	1,980.77	3.92	圣斗士星矢：重生	2,836.40	5.84	数码暴龙	2,718.23	5.05

轩辕剑 3 手游版	1,636.70	3.24	万夫莫敌	2,830.19	5.83	圣斗士星矢：重生	2,682.49	4.99
众神征战	1,543.04	3.06	屠龙在手	1,240.34	2.55	龙珠觉醒	2,290.29	4.26
合计	**29,583.03**	**58.58**	**合计**	**41,966.99**	**86.42**	**合计**	**50,796.30**	**94.40**

注：占比为占游戏板块收入的比重
资料来源：公司提供、联合评级整理

从游戏运营情况看，2019 年，对公司收入贡献较大的游戏为《三国志 2017》《进化冒险岛》《数码暴龙》《圣斗士星矢：重生》和《龙珠觉醒》，其中《三国志 2017》已连续三年位居公司收入榜首，《圣斗士星矢：重生》连续三年位居收入前五名行列，其余三款游戏均为 2019 年推出。

截至 2019 年末，《三国志 2017》和《圣斗士星矢：重生》两款游戏玩家总数分别为 1,319.56 万人和 848.57 万人；从月均活跃率看，《三国志 2017》2019 年月均活跃率较上年下降 2.63 个百分点至 3.77%，《圣斗士星矢：重生》2019 年月均活跃率较上年上升 0.16 个百分点至 2.24%；从付费率情况看，以上两款游戏 2019 年月均付费率分别为 5.37%和 8.19%，较 2018 年分别下降 0.93 个百分点和 2.65 个百分点；从付费水平看，以上两款游戏 2019 年月均 ARPPU 分别为 1,570.91 元和 794.01 元，忠诚玩家留存较多，付费程度仍有所提高。以上两款游戏 2019 年分别产生了 4.02 亿元和 0.27 亿元的收入，其中《三国志 2017》所产生收入仍保持较大幅度的增长；从充值金额看，《三国志 2017》和《圣斗士星矢：重生》2019 年充值金额分别为 4.73 亿元和 1.36 亿元，较上年分别减少 16.76%和 4.71%。

表 7　2017－2019 年公司主要游戏运营情况（单位：人、%、元、万元）

项目	上线时间	年度	游戏总玩家数量	月均活跃率	月均付费率	月均 ARPPU 值	本期游戏充值金额
圣斗士星矢：重生	2016 年 4 月	2017 年	6,391,892	4.14	11.04	794.36	24,081.09
		2018 年	7,317,418	2.08	10.84	726.00	14,290.76
		2019 年	8,485,678	2.24	8.19	794.01	13,618.26
新仙剑	2017 年 1 月	2017 年	14,113,594	0.81	7.83	674.68	6,805.14
		2018 年	14,400,499	0.26	9.90	673.00	2,973.55
		2019 年	14,624,919	0.23	5.79	887.89	2,015.33
三国志 2017	2017 年 8 月	2017 年	5,485,524	47.22	14.74	559.33	32,795.51
		2018 年	10,847,821	6.40	6.30	1,102.00	56,831.90
		2019 年	13,195,610	3.77	5.37	1,570.91	47,306.41
龙珠觉醒	2019 年 2 月	2019 年	7,564,374	14.22	7.09	270.98	17,075.93
萌幻三国	2018 年 7 月	2018 年	232,770	18.73	7.98	410.60	863.81
		2019 年	1,905,375	6.54	5.21	336.49	5,239.40
屠龙在手	2018 年 9 月	2018 年	504,590	18.37	11.32	643.10	3,976.45
		2019 年	343,210	8.33	5.98	284.34	2,140.75
决斗之城	2019 年 1 月	2019 年	4,153,898	11.48	6.86	180.29	6,707.22
数码暴龙	2019 年 3 月	2019 年	2,651,933	13.33	6.99	209.50	5,413.94
进化冒险岛	2019 年 8 月	2019 年	2,908,307	16.12	10.67	253.40	9,254.83

注：月均活跃率=月均活跃玩家人数/游戏玩家总人数，月均付费率=月均付费玩家人数/月均活跃玩家人数，月均 ARPPU 值为付费用户 ARPU 值
资料来源：公司提供、联合评级整理

2019 年，公司主要游戏充值金额为 10.88 亿元，金额较大，但玩家充值通过联合运营方提供的渠道进行，很大比例的充值流水需要于次年才到达下游结算时点。

从发行和渠道集中度看，2019 年酷牛互动和天上友嘉的前五名发行或渠道商销售占比分别为 92.77%和 75.35%，集中度较高，符合我国游戏行业特点。

表 8　2019 年酷牛互动和天上友嘉前五位销售客户情况（单位：%）

酷牛互动		天上友嘉	
客户	占比	客户	占比
广州萌友网络科技有限公司	34.56	上海天戏互娱网络技术有限公司	35.17
深圳金翅鸟信息科技有限公司	21.90	华为软件技术有限公司	19.77
广州千熙文化科技有限公司	17.22	苹果公司	9.00
江西拓银科技有限公司	11.72	上海益玩网络科技有限公司	6.18
深圳永利洲科技有限公司	7.38	深圳市豆悦网络科技有限公司	4.97
合计	**92.77**	**合计**	**75.35**

注：占比为占各自销售收入的比重
资料来源：公司提供、联合评级整理

5．动漫、影视业务

2019 年，公司完成影视作品投资，未来若顺利上映将对公司收入和利润形成一定补充。

随着公司纯粹版权交易业务利润空间压缩，公司在版权交易业务的基础上拓展影视投资业务，自 2015 年起由公司本部运营。公司与动漫/影视制片公司、网络视频平台或一线卫视进行合作，以参与投资为主，部分项目参与制作。截至 2019 年末，公司参与动漫、影视作品 2 部（如下表所示），计划投资总额为 3,050.00 万元，已全部完成投资。两部作品预计于 2021 年上映，预计产生收入 3,660.00 万元。

表 9　截至 2019 年末公司筹备动漫、影视作品情况（单位：万元）

项目名称	预计上映时间	计划投资总额	已投金额	尚需投资金额	预计产生收入
剧集 1	2021 年 12 月	1,050.00	1,050.00	--	1,260.00
剧集 2	2021 年 12 月	2,000.00	2,000.00	--	2,400.00
合计	--	**3,050.00**	**3,050.00**	--	**3,660.00**

资料来源：公司提供、联合评级整理

6．经营关注

（1）移动游戏市场进入稳健增长的换挡期，市场竞争加剧，公司市场竞争压力增大

网络游戏特别是移动游戏发展的人口红利期基本完成。未来，若公司不能及时对现有游戏进行内容更新、版本升级及持续的市场推广，或者游戏玩家的需求发生变化，导致公司主要收入与利润来源的主力游戏产品进入生命周期的衰退期，或公司后续研发或代理的游戏产品尚未获得良好的市场表现，将对公司收入及利润实现造成重大影响。

（2）行业政策风险

游戏产品在上线前需经过新闻出版等相关部门的审核和批准，才能获得版号。由于游戏中玩法设计变化多样，公司对监管法规的理解可能存在偏差，网络游戏监管法规可能滞后于游戏行业发展，公司经营过程中可能出现游戏产品内容不符合现行监管法规，而被责令整改或处罚的风险。

（3）被收购企业经营情况波动、管理团队融合风险和商誉减值风险

公司通过收购其他游戏公司进入泛娱乐领域，酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉分别于 2015－

2016 年上半年收购进入公司合并范围，酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉均完成了业绩承诺，发展形势良好，但是公司仍面临承诺期过后的经营波动风险、管理团队融合风险和商誉减值风险。

（4）网络游戏生命周期较短，新游戏推出不及时的风险

受游戏行业版号政策影响，2019 年公司新上线运营游戏数量仍较少，受游戏生命周期影响，《三国志 2017》等 2019 年之前上线的在运营游戏月均活跃率有不同程度的下降，可能预示其进入生命周期的衰退期，未来如公司不能及时补充新游戏上线，收入和利润可能会受到较大影响。

7．未来发展

公司发展战略复合自身情况和行业发展趋势，若顺利实施，有助于公司良性发展。

在中国游戏行业日益成熟，行业内部竞争日趋激烈的背景下，公司发展战略主要包括以下方面：（1）做好重点产品的研发及发行，积极布局海外市场。2020年，公司将重点推进《火影忍者》等多款角色扮演游戏的研发或国内外运营，《新三国荣耀》等细分市场产品也将逐步推出；为加快全面的产品体系建设，公司还将代理众多精品手游。公司将组件建海外发行团队，整合各子公司的海外发行资源，借助2020年若干款精品手游上线的契机，在游戏授权发行领域全球各地积极寻找合作伙伴，全面深化海外发行以及业务支持等方面的能力，进一步增强公司整体的抗风险能力和盈利能力。（2）保持IP源头合作优势，丰富优质IP储备。2020年，公司将继续加强与IP源头公司合作，争取更好的商务条件获取更多全球顶级IP，持续丰富包括全球化顶级日漫IP、精品国漫IP、影视文学IP等优质IP储备，以满足公司未来更多泛娱乐业务的IP需求。（3）积极探索云游戏新技术的运用，力争把握好5G网络时代云游戏市场机会。公司认为，在5G网络的助推下，未来云游戏市场具有较大潜力，公司计划积极探索云游戏新技术的运用，对公司产品进行升级和改造，实现多屏低成本切入游戏，提升用户使用时长。（4）深化内部管理机制，丰富人才储备。（5）优化融资结构，提升核心竞争力。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见，2020 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照《企业会计准则》和最新相关规定编制。2019 年，公司纳入合并范围的子公司增加 3 家（全部为投资新设）；截至 2019 年末，公司合并范围内子公司共 28 家。2020 年 1－3 月，公司合并范围无变化。公司财务政策连续，2019 年纳入合并范围的子公司对公司整体影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 49.78 亿元，负债合计 9.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 40.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 40.90 亿元。2019 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，实现营业总收入 8.04 亿元，净利润（含少数股东损益）2.10 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.85 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 50.60 亿元，负债合计 8.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 41.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 41.74 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.77 亿元，实现总收入 1.77 亿元，净利润（含少数股东损益）0.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模较上年末略有增长，仍以非流动资产为主；流动资产中应收账款和预付款项较大，形成一定的资金占用；非流动资产中商誉规模大，若被收购企业未来经营未达预期，公司仍将面临一定商誉减值风险。公司资产质量一般。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 49.78 亿元，较上年末增长 3.98%。其中，流动资产占 19.24%，非流动资产占 80.76%，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产为 9.58 亿元，较上年末增长 9.30%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 19.62%）、应收账款（占 51.30%）和预付款项（占 16.96%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 1.88 亿元，较上年末增长 125.57%，主要系公司收入增长并控制下游占款所致。货币资金中有 0.20 亿元使用受限，受限比例为 10.70%，主要为质押用于融资的定期 2,000 万元定期存单。

截至 2019 年末，公司应收账款为 4.91 亿元，较上年末下降 1.07%。从账龄看，应收账款余额中，一年以内的占 75.51%，1~2 年的占 19.17%。公司已累计计提坏账准备 0.48 亿元，计提比例为 8.96%；应收账款前五大欠款方合计欠款金额为 2.10 亿元，占比为 38.97%，集中度较高。

截至 2019 年末，公司预付款项为 1.62 亿元，仍主要为按合同约定预付游戏版权金及游戏开发费，较上年末增长 21.82%。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 40.20 亿元，较上年末增长 2.78%；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 13.81）、投资性房地产（占 10.03%）、无形资产（占 5.97%）和商誉（占 54.56%）构成。

截至 2019 年末，公司其他非流动金融资产为 5.55 亿元，较上年末变化不大；主要为对深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙）、苏州爱洛克信息技术有限公司、上海乐树网络科技有限公司和天津市滨联小额贷款有限责任公司等企业的股权投资。

截至 2019 年末，公司投资性房地产为 4.03 亿元，较上年末增长 2.23%。投资性房地产以公允价值计量，其中 3.21 亿元已抵押。

截至 2019 年末，公司无形资产为 2.40 亿元，较上年末下降 4.54%。公司无形资产主要为软件著作权（占 99.94），累计摊销 2.90 亿元，累计计提减值准备 7.50 万元。

截至 2019 年末，公司商誉为 21.94 亿元，较上年末下降 1.86%；全部由溢价并购子公司深圳市酷牛互动科技有限公司、杭州幻文科技有限公司和四川天上友嘉网络科技有限公司形成。公司商誉规模大，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临一定减值风险。

截至 2019 年末，公司受限资产为 3.71 亿元，其中受限货币资金 0.20 亿元；受限资产占总资产比重为 7.45%，受限比例不高。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 50.60 亿元，较年初增长 1.65%，变化不大。其中，流动资产占 19.80%，非流动资产占 80.20%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债略有增长，仍以流动负债为主；债务规模略有增长，全部为短期债务，债务负担较轻，但存在一定的短期偿债压力。

截至 2019 年末，公司负债总额为 8.90 亿元，较上年末增长 1.98%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 95.39%，非流动负债占 4.61%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债为 8.49 亿元，较上年末增长 55.86%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 40.11%）、应付账款（占 20.07%）和一年内到期的非流动负债（占 34.17%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 3.40 亿元，较上年末增长 13.37%；短期借款由抵押借款（占 73.31%）、质押借款（占 13.96%）和保证借款（占 12.72%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款为 1.70 亿元，较上年末增长 25.00%，主要系部分较多应付款尚未到达约定账期所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 2.90 亿元，较上年末增长 47.13 倍，主要系“17 凯文 01”即将到期转入所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 0.41 亿元，较上年末下降 87.49%，主要系递延所得税负债增加所致。公司非流动负债主要为递延所得税负债（占 99.18%）。

截至 2019 年末，公司递延所得税负债为 0.41 亿元，较上年末增长 39.21%，主要系系公允价值变动及可税前扣除的资产折旧摊销增加所致；主要为公允价值变动损益（占 86.06%）。

截至 2019 年末，公司全部债务为 6.30 亿元，较上年末增长 4.21%；公司债务全部为短期债务；短期债务较上年末增长 105.82%，主要系“17 凯文 01”即将到期转入所致。截至 2019 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 17.87%和 13.36%，较上年末分别下降 0.35 个百分点和 0.02 个百分点，公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 8.88 亿元，较上年末下降 0.20%，变化不大。其中，流动负债占 95.31%，非流动负债占 4.69%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 6.42 亿元，较上年末增长 1.86%，全部为短期债务。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 17.54%和 13.34%，较上年末分别下降 0.33 个百分点和 0.02 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益略有增长，主要由股本和资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）40.89 亿元，较上年末增长 4.42%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.03%，少数股东权益占比为-0.03%。归属于母公司所有者权益（40.90 亿元）中，股本占 19.90%、资本公积占 52.42%、未分配利润占 24.28%。所有者权益结构稳定性较好。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）41.73 亿元，较上年末增长 2.05%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.04%，少数股东权益占比为-0.04%。归属于母公司所有者权益（41.74 亿元）中，股本、资本公积和未分配利润分别占 19.50%、51.36%和

25.74%。所有者权益结构稳定性较强。

4．盈利能力

2019 年，受游戏业务良好运行情况的带动，公司营业收入小幅增长，营业利润率明显提高；但资产减值损失和信用减值损失对利润影响较大，加之投资收益减少，公司净利润大幅下降，整体盈利能力随之有所下降。

2019 年，公司营业收入较上年增长 7.93%至 8.04 亿元，营业成本较上年下降 25.93%至 2.46 亿元，主要系公司游戏板块通过精细化运营，老游戏产品在国内外市场的运营中表现较好所致。公司实现营业利润较上年下降 29.61%至 1.82 亿元，净利润较上年下降 24.49%至 2.10 亿元，主要系投资收益减少和计提资产减值损失、信用减值损失所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 2.88 亿元，较上年增长 17.75%，主要系研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 18.37%、36.98%、29.79%和 14.86%。其中，销售费用为 0.53 亿元，较上年增加 13.66%；管理费用为 1.06 亿元，较上年增长 3.37%；研发费用为 0.86 亿元，较上年增长 47.00%，主要系公司加大游戏研发投入所致；财务费用为 0.43 亿元，较上年增长 16.83%，主要系汇兑损失和手续费及其他增加所致。2019 年，公司费用收入比为 35.81%，较上年上升 2.99 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2019 年，公司信用减值损失为 0.32 亿元，主要为应收账款和其他应收款的坏账损失；资产减值损失 0.79 亿元，主要为商誉减值损失和存货跌价损失。信用减值损失和资产减值损失对利润影响较大。

2019 年，公司公允价值变动收益为 0.23 亿元，分别来源于按公允价值计量的投资性房地产（0.09 亿元）和其他非流动金融资产（0.14 亿元）；公允价值变动收益占营业利润的 12.64%。公司其他非经常性损益规模较小。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 68.71%，较上年上升 14.12 个百分点，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.41%、4.63%和 5.25%，较上年分别下降 1.83 个百分点、2.09 个百分点和 2.04 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.77 亿元，较上年同期下降 31.80%，主要系版权运营收入减少所致；净利润为 0.81 亿元，较上年同期减少 30.45%。

5．现金流

2019 年，公司收入实现质量明显提高，经营活动现金净流入规模大幅增长，可对投资活动资金需求形成有效支持；筹资活动现金继续呈净流出状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 8.56 亿元，较上年增长 26.86%，主要系上年度部分游戏结算延后，销售商品、提供劳务收到的现金较少所致；公司经营活动现金流出量为 4.69 亿元，较上年下降 12.80%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.87 亿元，较上年增长 182.16%。2019 年，公司现金收入比为 102.13%，较上年上升 13.95 个百分点，收入实现质量有明显提升。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 1.12 亿元，较上年下降 45.47%，主要系主要系转让可供出售金融资产收回的现金减少所致；投资活动现金流出量为 3.17 亿元，较上年下降 35.08%，主要系投资支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.05 亿元，继续呈净流出状态。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 4.22 亿元，较上年增长 27.24%，主

要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出量为 5.18 亿元，较上年增长 40.58%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.96 亿元，继续呈净流出状态。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流净额为-0.05 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.94 亿元；筹资活动产生的现金流净额为 0.22 亿元。

6．偿债能力

2019 年，公司长期偿债能力指标表现较好，短期偿债能力指标变化不大，公司无或有负债风险，过往履约记录良好，整体偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 1.61 倍和 1.47 倍下降至 1.13 倍和 1.09 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.27 倍上升至 0.35 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 3.51 亿元，较上年下降 22.51%。从构成看，公司 EBITDA 主要由摊销（占 34.58%）、计入财务费用的利息支出（占 11.37%）、利润总额（占 53.10%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 11.59 倍下降至 8.79 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.75 倍下降至 0.56 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度仍然较高。

截至 2019 年末，公司对成都中小企业融资担保有限责任公司（以下简称“担保公司”）提供连带责任担保 800 万元，系因担保公司为公司之子公司提供融资担保，公司向其提供的反担保。

截至 2019 年末，公司无作为被告的重大未决诉讼、仲裁。

截至 2020 年 3 月底，公司所获得的银行授信额度总额为 4.64 亿元，尚未使用额度为 1.21 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 14 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

7．公司本部财务分析

截至 2019 年末，公司本部资产、负债和所有者权益规模均有所增长，资产中长期股权投资占比高，负债以流动负债为主，债务负担较轻，所有者权益稳定性较强。2019 年，公司本部收入规模小，利润主要来自投资收益；公司本部投资活动现金呈净流入状态，经营活动现金和筹资活动现金均为净流出。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 46.54 亿元，较上年末增长 5.05%。其中，流动资产为 8.81 亿元（占比 18.92%），非流动资产为 37.73 亿元（占比 81.08%）。从构成看，流动资产主要由预付款项（占 5.74%）和其他应收款（占 77.17%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 73.25%）和投资性房地产（占 10.69%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 0.43 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 7.42 亿元，较上年末增长 7.70%。其中，流动负债为 7.06 亿元（占比 95.18%），非流动负债为 0.36 亿元（占比 4.82%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 40.78%）、其他应付款（占 13.82%）和一年内到期的非流动负债（占 41.05%）构成，非流动负债全部为递延所得税负债。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 15.95%，全部债务资本化比率为 12.88%。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 39.12 亿元，较上年末增长 4.56%。其中，股本为 8.14 亿元（占 20.80%）、资本公积合计 21.58 亿元（占 55.17%）、未分配利润合计 8.09 亿元（占 20.68%）、

盈余公积合计 1.31 亿元（占 3.35%）。所有者权益稳定性较强。

2019 年，公司本部营业收入为 0.46 亿元，投资收益为 3.17 亿元，净利润为 2.09 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 0.54 亿元、0.56 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.03 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.94 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.81 亿元。

七、本期公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 2.18 亿元，为本期债券待偿额度（2.82 亿元）的 0.77 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度一般；截至 2019 年末，公司净资产为 40.89 亿元，为本期债券待偿额度（2.82 亿元）的 14.50 倍，公司较大规模净资产能够对本期债务的按期偿付起到很好的保障作用

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 3.51 亿元，为本期债券待偿额度（2.82 亿元）的 1.24 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 8.56 亿元，为本期债券待偿额度（2.82 亿元）的 3.04 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程高。

综合以上分析，公司对“17 凯文 01”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

高新投为“17 凯文 01”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1．担保人信用分析

（1）高新投概况

高新投前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系经深圳市人民政府批准，于 1994 年 12 月成立的国有控股公司，2011 年 12 月更名为现名，主要经营担保及投资业务。2015 年，高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者，实现从纯国有企业到混合所有制企业的转变。自成立以来，高新投历经数次增资扩股，2018 年末股本增至 88.52 亿元；深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11%的股权，为高新投实际控制人。高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元，其中货币资金 22.03 亿元，发放贷款及垫款净额 139.46 亿元；负债总额 87.40 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 4.27 亿元；所有者权益 117.87 亿元；担保责任余额 1107.39 亿元。2018 年，高新投实现营业总收入 20.85 亿元，其中担保业务收入 8.24 亿元；净利润 11.33 亿元。

高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

（2）高新投公司治理与内部控制

高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是高新投的最高权力机构。自成立以来，高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

高新投董事会由 11 人组成，其中独立董事 3 人。董事长是高新投的法定代表人，由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。董事会下设战略与预算委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会。近年来，高新投召开多次董事会会议，审议并通过集团及子公司增资、利润分配、设立融资及金融产品事业部等重大议案。

高新投监事会由 3 人组成，其中包含职工监事 1 名。高新投监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

高新投经营管理层由 8 人组成，包括总经理、副总经理、首席合规官和首席风险官等。经营管理层根据董事会授权负责高新投的日常经营管理工作；行使的职权包括主持经营管理工作、组织实施股东会决议和董事会决议、制定年度经营计划和投资方案、拟定基本管理制度和制定具体规章等。高新投下属子公司总经理均由高新投管理层兼任。近年来，高新投经营管理层能够按照《公司章程》及董事会授权开展日常经营管理，落实股东会和董事会的议定事项，履行董事会赋予的职责。

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、发展研究部、企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、法律事务部、信息技术部、审计部、评审会（决策会）秘书处、政府专项资金管理部等职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金的经营管理工作。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总经理由高新投本部副总经理级别人员兼任，逐步形成一套完整的集团管理架构。高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理制度》《工程保函业务管理制度》《无期限保函业务的指引》《担保项目后期法律手续工作指引》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

（3）高新投经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过 8 家子公司分别开展直接融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金业务；高新投本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

①担保业务

高新投担保业务品种较为丰富，业务结构根据宏观经济环境及市场变化而有所调整。

高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保。其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为保本基金担保和债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模有所波动；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模有所下降；2018 年，得益于担保的重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）所发行资产支持证券规模较大，高新投担保业务规模恢复增长。截至 2018 年末，高新投担保责任余额为 1107.39 亿元。

表 10　高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期担保发生额	**982.39**	**489.09**	**704.71**
期末担保责任余额	**1167.05**	**974.22**	**1107.39**
其中：融资性担保	781.61	621.32	730.65
间接融资担保	54.52	55.80	54.80
直接融资担保	727.09	565.52	675.85
非融资性担保	385.44	352.90	376.74
再担保	31.27	33.15	43.20

资料来源：高新投提供，联合评级整理

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 27 家银行建立合作关系，获得授信额度超过 800 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2018 年末，高新投间接融资担保责任余额 54.80 亿元，占担保责任余额的比重为 4.95%。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2~3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主

要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行金额多集中在 3~5 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级集中在 AA-和 AA 级别，反担保措施多为信用反担保。

2015 年以来，国内资本市场出现剧烈动荡，并经历数次降息，对高新投担保业务特别是债券担保业务造成较大影响。为此，高新投调整担保业务结构，加大保本基金担保业务的发展力度；2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消；加之 2018 年随着资管新规的落地，高新投调整金融产品担保业务结构，业务重心逐步向债券担保业务转移。截至 2018 年末，高新投直接融资担保责任余额 675.85 亿元，占期末总担保责任余额的 61.03%。其中，保本基金担保责任余额 150.38 亿元，较之前年度下降明显；债券担保责任余额 525.47 亿元，较之前年度大幅增长，这主要是蚂蚁小微资产支持证券担保业务规模较大所致。

根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券增信业务纳入融资担保范围，从事债券增信业务需要获得融资担保牌照；而目前高新投本部未有担保牌照。高新投拟通过引入战略投资者的方式，在 2019 年 12 月 31 日前完成对下属子公司深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“融资担保子公司”）的增资工作，以提高融资担保公司的担保额度，从而将金融产品担保增信业务下沉到拥有融资担保牌照的融资担保子公司开展，高新投本部将不再开展融资担保业务。

非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2018 年末，高新投非融资担保责任余额 376.74 亿元，占总担保责任余额的 34.02%。其中工程保证担保责任余额 363.51 亿元，诉讼保全担保责任余额 13.23 元。

②创投业务

高新投对创投业务较为重视，集团内担保业务资源丰富有助于创投业务渠道拓展，投资项目上市后利润回报率较高，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

高新投自 1996 年开始开展创业投资业务，2011 年 6 月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，充分利用立项会讨论机制丰富员工视野，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动性。

高新投创投在业内率先提出并实施“投资与担保联动”机制，聚焦高精尖科技领域，致力于发掘小而美的中小企业，依托“股权+债券+增值服务”的优势为投资企业提供丰富、全面的投后综合服务。在目前的宏观经济形势下，高新投创投优先选择处于成长期的企业进行投资。截至 2018 年末，高新投累计投资项目近 150 个，其中 8 家企业在 A 股、H 股上市，4 家企业并购上市。

③其他业务

近年来高新投委托贷款业务规模明显增长，在宏观经济下行的背景下，相关资产质量下行明显，相关信用风险需关注。

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。2018 年，在经济下行、股市行情波动较大等因素的影响下，深圳市政府 2018 年 10 月出台政策，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，降低深圳 A 股上市公司的股权质押风险，改善上市公司的流动性；高新投作为深圳市政府构建风险共济机制的抓手，接收政府提供的共济资金 50.00 亿元发挥纾困效用。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内。近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2018 年末，委托贷款净额 130.20 亿元，其中包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元。2018 年以来，受宏观经济下行等因素的影响，部分委托贷款客户的资金流出现问题，导致高新投委托贷款资产质量下行明显。截至 2018 年末，高新投委托贷款余额 131.15 亿元，委托贷款业务的不良贷款率较之前年度明显上升。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2018 年末，高新投小贷的小额贷款余额 7.82 亿元；不良贷款率 3.58%，较之前年度明显上升。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2018 年，华茂典当金额 1.74 亿元，实现典当业务收入 1.28 亿元。

（4）高新投风险管理分析

近年来，高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法。其中融资类业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，高新投对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

①业务风险管理

高新投根据各业务类型制定了不同的项目后期管理制度和反担保措施，提出了有针对性的风险化解的手段，一定程度上能够缓释代偿风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20%的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。其中，创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投董事会讨论，并由第一大股东深圳投控做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20%以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审。其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总裁办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总裁兼任，集团副总裁均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任对所有项目具有一票否决权。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律事务部。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投控检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后 5 个工作日内提交风险项目移交报告，报送高新投研究和决策。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投的反担保措施对担保本金的覆盖率保持在 50%以上。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投

仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，对于保本基金担保业务进行实际控制人反担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

②担保业务组合风险分析

近年来高新投的金融产品担保增信业务发展较快，金融产品担保业务的客户集中风险明显下降；高新投的融资担保业务区域集中风险不显著，但行业集中度仍较高。值得注意的是，近年来高新投的资产质量因委托贷款业务的较快发展而明显下行，代偿规模受宏观经济增速放缓等因素影响而明显回升。在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力有所上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至 2018 年末，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 54.80 亿元、376.74 亿元和 675.85 亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

客户集中度

截至 2018 年末，高新投前十大担保客户共有 7 户来自于直接融资担保业务中的保本基金，其余来自债券担保业务；前十大担保客户担保责任余额为 148.67 亿元，与高新投净资产的比率为 126.13%；单一最大担保客户担保责任余额为 18.00 亿元，与净资产的比率为 15.27%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的可续期公司债券；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 22.00%，较之前年度大幅下降。

截至 2018 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 57.74 亿元和 3.80 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 15.33%和 6.93%，占比较低，有效分散了代偿风险。

截至 2018 年末，高新投委托贷款业务前十大客户贷款余额为 18.42 亿元，占委托贷款总额的 14.05%。此外，近年来，高新投对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，针对部分客户的风险敞口较大，容易出现信用风险集中爆发的情况，存在一定的客户集中风险。

行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构（表 2），重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至 2018 年末，高新投融资担保业务责任余额为 730.65 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 75.38%。

表 11　融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

2016 年末		2017 年末		2018 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
制造业(其他制造业)	19.12	信息技术业	19.40	信息技术业	20.35
信息技术业	14.88	制造业（其他制造业）	16.49	制造业(其他制造业)	16.2
制造业(电子)	12.29	制造业（电子）	15.20	制造业(电子)	16.1
制造业(机械、设备、仪表)	8.51	制造业（机械、设备、仪表）	11.27	制造业(机械、设备、仪表)	15.47
建筑业	6.55	批发和零售贸易	5.06	批发和零售贸易	7.26
合计	**61.35**	**合计**	**67.41**	**合计**	**75.38**

数据来源：高新投提供，联合评级整理

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 6 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 1 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

表 12　高新投担保项目合同期限分布（单位：%）

合同期限	2016 年末	2017 年末	2018 年末
1 年以内（含）	9.39	15.96	38.08
1 年至 2 年（含）	37.44	26.97	12.57
2 年以上	53.18	57.07	49.35
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：高新投提供，联合评级整理

担保代偿情况及代偿风险

2015 和 2016 年，受部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模较大，担保代偿项目有所增加，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，但在 2017 年高新投代偿规模明显下降。2018 年以来，由于高新投担保客户主要为中小企业，在宏观经济下行的影响下出现经营困难，高新投代偿规模大幅上升。2016－2018 年，高新投当期代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，当期担保代偿率分别为 0.26%、0.01%和 0.09%，代偿项目主要来自间接融资担保业务和保证担保业务。截至 2018 年末，高新投累计代偿金额为 3.27 亿元，累计担保代偿率为 0.13%。整体看，高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈

亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。近年来，高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的供货类保函业务，以控制代偿风险。截至 2018 年末，高新投累计回收代偿金额 1.70 亿元，累计代偿回收率为 52.73%。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2016－2018 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017－2018 年年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。目前高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 8 家。

表 13　高新投主要子公司情况（单位：亿元、%）

名称	注册资本	持股比例
深圳市华茂典当行有限公司	2.00	100.00
深圳市高新投创业投资有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投保证担保有限公司	30.00	100.00
深圳市高新投融资担保有限公司	12.00	100.00
深圳市高新投小额贷款有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司	0.10	51.00
深圳市高新投正选股权投资基金管理有限公司	0.10	60.00
高新投（香港）有限公司	1 万港元	100.00

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

①资本结构

高新投资本实力不断增强，负债规模随着共济资金的到位大幅增长，但高新投实际的资产负债率仍较低，整体财务杠杆水平不高。

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。2015 年高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司三家新股东，上述新股东于 2015 年 7 月向高新投增资合计 26.52 亿元，其中计入股本 13.39 亿元，计入资本公积 13.13 亿元。2016 年 5 月，高新投将资本公积转增股本 13.13 亿元，股本增至 48.52 亿元。2017 年 11 月，高新投启动新一轮增资扩股，股东深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）合计对高新投增资 40.00 亿元，其中 24.25 亿元计入注册资本，其余计入资本公积。2018 年 10 月，高新投以资本公积及 15.75 亿元转增注册资本，原股东维持股权比例不变。截至 2018 年末，高新投所有者权益合计 117.87 亿元，其中股本 88.52 亿元，资本公积 0.03 亿元，未分配利润 24.93 亿元。

2018 年以来，高新投负债规模快速上升，主要是由于接收政府提供的共济资金以发挥纾困效用。此外，在宏观经济下行的背景下，高新投股东通过短期借款的方式给予高新投资金方面的支持，增强其抵御风险的能力。截至 2018 年末，高新投负债总额为 87.40 亿元。其中，担保赔偿准备余额 3.72 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 4.88%；短期借款 20.70 亿元，占负债总额的 23.68%，主要为股东提供的资金；长期借款 50.34 亿元，其中 50.00 亿元为深圳市政府提供的共济资金，借款期限采用 3+2 的方式。截至 2018 年末，高新投资产负债率为 42.58%，较 2017 年末大幅提升，但实际的债务负担仍较轻。

②资产质量

近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，资产质量面临下行压力，相关信用风险需关注。

近年来，在共济资金、股东借款等负债规模的推动下，高新投资产规模快速增长；从资产结构来看，货币资金、委托贷款及投资资产在资产总额中的占比较高。截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元。

表 14　高新投资产结构（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.38	13.15	30.14	22.37	22.03	10.73
发放贷款及垫款净额	57.13	72.33	90.73	67.36	139.46	67.94
其中：委托贷款净额	52.61	66.61	82.34	61.13	130.2	63.89
投资资产	5.12	6.49	7.86	5.83	37.02	18.03
其他类资产	6.35	8.04	5.97	4.43	6.76	3.29
其中：应收代偿款	2.43	3.07	2.15	1.60	2.26	1.1
合计	**78.99**	**100**	**134.70**	**100.00**	**205.27**	**100**

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年末投资资产中包含了其他流动资产项下的理财产品投资

2018 年以来，高新投将部分共济资金已通过委托贷款的方式进行投放，剩余未来得及投放的资金暂时购买了短期理财产品，因此导致年末投资资产规模大幅上升。截至 2018 年末，高新投投资资产净额 37.02 亿元，占资产总额的 18.03%。其中，可供出售金融资产余额为 6.44 亿元，均为权益投资；理财产品投资规模 29.30 亿元，其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长。截至 2018 年末，高新投发放贷款和垫款净额 139.46 亿元，占资产总额的 67.94%。其中，委托贷款净额 130.20 亿元，包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元；其余主要为发放的小额贷款。截至 2018 年末，高新投针对发放贷款及垫款共计提 1.16 亿元减值准备，委托贷款的不良贷款率较高，小额贷款业务的不良贷款率为 3.58%，资产质量明显下行，相关信用风险需关注。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2018 年末，高新投其他类资产余额 6.76 亿元，占资产总额的 3.29%。其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产净额分别为 2.26 亿元、1.82 亿元和 1.17 亿元。

③盈利能力

近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利指标有所下降。值得注意的是，在宏观经济下行的影响下，高新投委托贷款资产质量下行明显，加之代偿规模有所上升，或面临持续计提资产减值损失的压力，对盈利能力可能产生一定负面影响。

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2018 年，高新投实现担保业务收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.52%。其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 48.60%和 37.22%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2018 年高新投实现资金管理业务收入 8.25 亿元，占营业总收入的 39.56%。其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资

金管理业务收入的 56.84%，其余为小贷利息收入、典当业务收入和理财产品利息收入。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2018 年实现投资收益 0.58 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

表 15　高新投收益指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	**11.01**	**15.05**	**20.85**
其中：担保业务收入	5.24	7.28	8.24
资金管理业务收入	3.68	5.32	8.25
咨询服务收入	1.49	2.04	3.51
营业总成本	**3.21**	**4.82**	**6.23**
其中：营业成本	2.63	3.29	4.49
税金及附加	0.23	0.14	0.19
管理费用	0.31	0.44	0.49
财务费用	-0.11	0.67	0.63
资产减值损失	0.14	0.27	0.43
加：投资收益	1.72	0.87	0.58
净利润	**7.09**	**8.35**	**11.33**
平均资产收益率	**8.8**	**7.81**	**6.67**
平均净资产收益率	**10.94**	**12.24**	**9.86**

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

注：2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2018 年，高新投营业总成本 6.23 亿元。其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 0.43 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2018 年，高新投实现净利润 11.33 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.67%和 9.86%，盈利水平有所下降，但仍处于较好水平。

④资本充足率及代偿能力

截至 2018 年末，高新投净资本覆盖率较上年末明显下降，未来随着通过引入战略投资者对融资担保子公司增资事项的完成，高新投资本实力将有所增强，净资本覆盖率水平或有所改善。

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合评级在评估高新投可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了高新投的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额为负且整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额持续上升所致；投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金以及接收政府提供的共济资金。总体看，高新投现金流较宽松。

表 16　高新投现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金流量净额	-6.16	-21.72	-66.19
投资活动产生的现金流量净额	0.57	-0.26	-1.16
筹资活动产生的现金净流量	-4.77	41.75	59.24
现金及现金等价物净增加额	-10.35	19.75	-8.10
期末现金及现金等价物余额	10.38	30.14	22.03

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

2018 年以来，高新投净资本规模有所下降，主要是委托贷款规模增幅较大所致。根据高新投财务报表估算，2018 年末高新投净资本为 67.62 亿元，净资本比率为 57.37%。2018 年，高新投担保业务快速增长，担保责任余额恢复增长，净资产担保倍数和净资本担保倍数有所上升，2018 年末以上两项指标分别为 9.40 倍和 16.38 倍。

表 17　资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
担保责任余额	1167.05	974.22	1107.39
净资产	65.59	111.96	117.87
净资本	39.95	72.78	67.62
净资产担保倍数	17.79	8.70	9.40
净资本担保倍数	29.21	13.27	16.38
净资本比率	60.90	65.55	57.37
净资本覆盖率	109.01	169.28	91.01

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合评级整理

联合评级根据高新投的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算高新投在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2018 年末，高新投净资本覆盖率为 91.01%，净资本覆盖率较上年末明显下降，未来随着通过引入战略投资者对融资担保子公司增资事项的完成，高新投资本实力将有所增强，净资本覆盖率水平或有所改善。

2．担保效果评价

以截至 2018 年末高新投财务数据测算，高新投资产总额 205.27 亿元，净资产达 117.87 亿元，分别为“17 凯文 01”待偿本金（28,200.00 万元）的 72.79 倍和 41.80 倍，对“17 凯文 01”债券本金的覆盖倍数很高，其担保对“17 凯文 01”的信用水平具有显著的提升作用。

九、综合评价

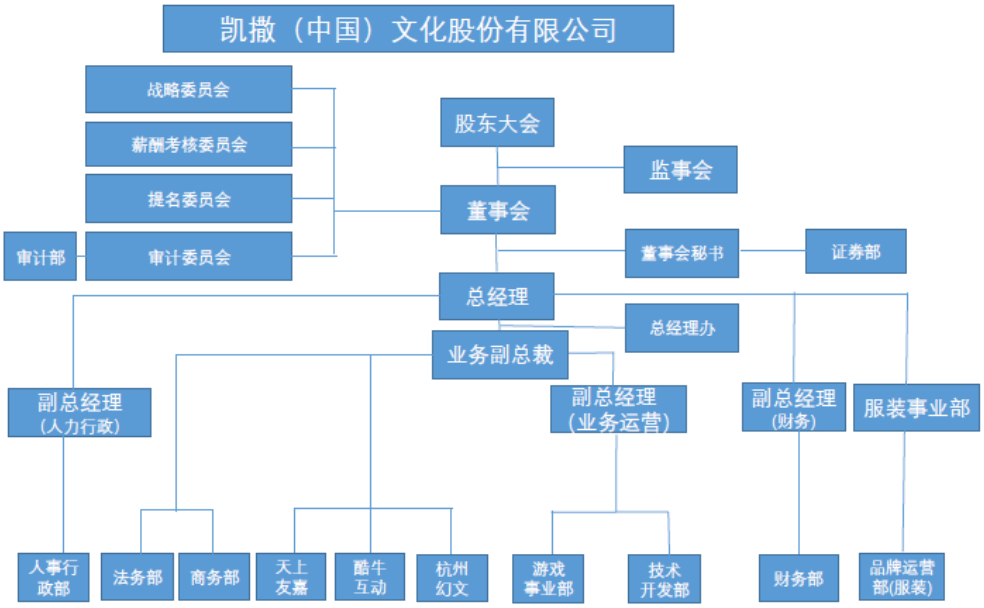
跟踪期内，公司移动游戏业务发展情况良好，版权运营业务基本稳定，营业收入和营业利润率均有所增长，期末 IP 储备较为丰富，整体债务负担较轻。但同时，联合评级也关注到游戏行业较易受政策影响，2019 年公司新上线运营游戏数量仍较少，主要在运营游戏月均活跃率出现下降，应收账款和预付款项对运营资金存在一定占用、大额商誉未来或面临一定减值风险以及短期债务偿付压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在研游戏上线，IP 版权运营业务稳步发展，以及拟筹备影视/动漫作品陆续推出，公司经营状况有望保持良好。

“17 凯文 01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，跟踪期内，股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足。高新投的担保对“17 凯文 01”债券信用水平的提升仍起到显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；同时维持“17 凯文 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　截至 2020 年 3 月末凯撒（中国）文化股份有限公司组织结构图



附件 2-1 凯撒（中国）文化股份股份有限公司

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	46.31	47.88	49.78	50.60
所有者权益（亿元）	37.18	39.15	40.89	41.73
短期债务（亿元）	2.05	3.06	6.30	6.42
长期债务（亿元）	3.13	2.99	0.00	0.00
全部债务（亿元）	5.18	6.05	6.30	6.42
营业收入（亿元）	7.04	7.45	8.04	1.77
净利润（亿元）	2.49	2.78	2.10	0.81
EBITDA（亿元）	3.61	4.53	3.51	--
经营性净现金流（亿元）	1.99	1.37	3.87	-0.05
应收账款周转次数（次）	2.27	1.56	1.51	--
流动资产周转次数（次）	1.13	1.99	1.68	0.51
总资产周转次数（次）	0.16	0.16	0.16	0.04
现金收入比（%）	76.95	88.17	102.13	69.16
总资本收益率（%）	6.88	7.24	5.41	--
总资产报酬率（%）	5.36	6.73	4.63	--
净资产收益率（%）	6.94	7.29	5.25	1.97
营业利润率（%）	65.75	54.59	68.71	76.14
费用收入比（%）	34.18	32.82	35.81	25.62
资产负债率（%）	19.72	18.22	17.87	17.54
全部债务资本化比率（%）	12.23	13.38	13.36	13.34
长期债务资本化比率（%）	7.77	7.09	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	15.91	11.59	8.79	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.70	0.75	0.56	--
流动比率（倍）	1.76	1.61	1.13	1.18
速动比率（倍）	1.55	1.47	1.09	1.15
现金短期债务比（倍）	1.30	0.27	0.35	0.19
经营现金流动负债比率（%）	34.71	25.21	45.10	-0.62
EBITDA//待偿本金合计（倍）	1.28	1.61	1.24	--

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2020 年一季度报表未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2-2 深圳市高新投集团有限公司
主要计算指标及公式

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87
担保责任余额（亿元）	1,167.05	974.22	1,107.39
净资产担保倍数（倍）	17.79	8.70	9.40
当期担保代偿率（%）	0.28	65.55	57.37
当期代偿回收率（%）	41.55	0.01	0.09
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均资产收益率（%）	8.80	7.81	6.67
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。