

信用等级公告

联合[2017]177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凯撒（中国）文化股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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）文化股份有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年四月廿日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

发行规模：不超过 5 亿元（含 5 亿元）

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

担保方：深圳市高新投集团有限公司

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 4 月 21 日

主要财务数据：

发行人——凯撒文化

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	17.67	39.55	41.93	41.42
所有者权益（亿元）	15.72	34.80	36.48	35.13
长期债务（亿元）	0.07	0.05	0.04	1.00
全部债务（亿元）	1.25	1.02	0.98	1.84
营业收入（亿元）	5.06	6.85	7.87	3.40
净利润（亿元）	0.32	0.61	1.56	0.78
EBITDA（亿元）	0.97	1.25	2.24	--
经营性净现金流（亿元）	0.97	1.40	1.49	2.06
营业利润率（%）	52.65	41.32	47.04	67.76
净资产收益率（%）	2.45	2.42	4.39	2.17
资产负债率（%）	10.99	12.02	13.00	15.21
全部债务资本化比（%）	7.38	2.86	2.63	4.98
流动比率（倍）	6.66	2.85	1.84	1.77
EBITDA 全部债务比（倍）	0.77	1.22	2.28	--
EBITDA 利息倍数（倍）	22.20	25.64	29.63	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.25	0.45	--

担保方——深圳高新投

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	45.43	48.68	82.02	80.14
所有者权益（亿元）	31.90	34.56	63.96	63.71
净资本比率（%）	62.80	62.21	64.18	--
净利润（亿元）	4.22	4.87	6.07	5.45
平均净资产收益率（%）	13.75	14.67	12.31	8.54

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2013 年财务数据来自 2013 年审计报告，2014-2015 年财务报表采用备考财务报表；2016 年三季报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对凯撒（中国）文化股份有限公司（以下简称“公司”或“凯撒文化”）的评级反映了其作为以移动游戏为主的泛娱乐公司，移动游戏行业与动漫产业市场前景良好、公司运营模式风险较低、公司游戏研发能力和 IP 运营能力较强、IP 库储备较为丰富，公司盈利能力较强、债务负担较轻、现金流情况较好。同时，联合评级也关注到移动端游戏市场竞争加剧、文学/影视/动漫类 IP 改编游戏难度较大、IP 采购成本增长很快、在研项目资金需求较大以及商誉、存货面临一定价值变动风险对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在研游戏、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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，并且其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 我国互联网游戏市场空间很大，其中移动端游戏市场份额逐年增大，未来会成为主流互联网游戏。我国动漫行业有较大的发展潜力，国家对动漫行业给予了较大的政策支持。

2. 公司围绕 IP 资源一体化的泛娱乐经营模式较好，有助于降低公司经营风险，提高盈利能力。

3. 公司有较强的游戏研发能力与 IP 改编

手游研发能力。公司有较强的 IP 运营能力, IP 获取渠道较为广泛, IP 储备较为丰富。

4. 公司盈利能力较强, 债务负担较轻, 现金流情况较好。

5. 担保方深圳高新投作为一家政策性担保机构, 各项业务得到了来自地方政府的有力支持, 并且其资本实力较强, 担保实力强, 其担保对本次公司债券的信用水平具有明显的积极影响。

关注

1. 移动端游戏市场处于爆发期进入稳健增长的换挡期, 市场竞争加剧, 大量中小型游戏开发商将被进一步淘汰, 未来行业集中度将逐步提升。

2. 公司拥有的文学、影视和动漫类 IP 改编游戏难度较大, 对公司游戏研发能力提出较高要求。

3. 近年来 IP 立体开发热潮拉动了 IP 市场价格, 公司 IP 采购成本增长很快, 未来运营风险有所增大。

4. 公司在研游戏与拟筹备动漫、影视作品未来资金需求较大, 公司面临较大的融资需求。

5. 公司持续收购游戏公司, 形成较大规模的商誉, 未来在业务整合和发展过程中面临一定减值风险; 公司目前存货中有部分待处理的服装, 存在跌价可能。

分析师

冯 磊

电话: 010-85172818

邮箱: fengl@unitedratings.com.cn

李 聪

电话: 010-85172818

邮箱: lic@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



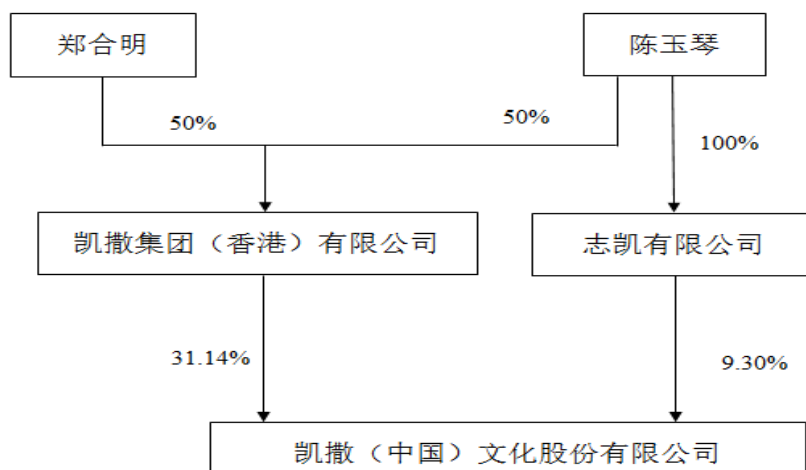
联合信用评级有限公司

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”）前身为成立于 1994 年 12 月的凯撒（汕头）有限公司。2002 年 5 月，由凯撒国际集团香港有限公司、汕头市伯杰投资有限公司等 5 个发起人设立改制为外商投资股份有限公司，更名为凯撒（中国）股份有限公司（以下简称“凯撒股份”），注册资本为 5,000 万元。2006 年 5 月，凯撒股份经股份转让和增资，注册资本增至 8,000 万元。2010 年 6 月，凯撒股份在深圳证券交易所公开发行 2,700 万股（证券简称：凯撒股份；股票代码：002425），注册资本变更为 10,700 万元。经过多次转增股本、送红股和定向增发，截至 2013 年 8 月，凯撒股份注册资本增至 38,999 万元。2016 年 9 月，凯撒股份更名为现名称。

2015 年以来公司进行业务转型，由服装制造业务逐渐转型为文化娱乐业，业务转型以兼并收购为实现路径。2015 年 3 月，公司以发行股份及支付现金的方式收购游戏开发公司深圳市酷牛互动科技有限公司（以下简称“酷牛互动”）100%股权，其中发行股份 4,424.78 万股，注册资本增至 43,423.78 万元。2015 年 6 月，公司以自有资金 54,000 万元收购具有 IP 资源的杭州幻文科技有限公司（以下简称“杭州幻文”）100%股权。2016 年 5 月，公司以发行股份及支付现金的方式收购游戏开发公司四川天上友嘉网络科技有限公司（以下简称“天上友嘉”）100%股权，其中发行股份 4,556.25 万股购买天上友嘉 100%股权，发行 3,629.46 万股募集配套资金，发行后注册资本增至 50,859.03 元。公司拟以优质 IP 资源为核心，通过旗下游戏开发公司实现 IP 资源的商业化，实现公司业务快速转型。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 50,859.03 万元，控股股东和实际控制人为郑合明、陈玉琴夫妇。截至 2016 年 9 月底，公司股权结构如下图所示

图 1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：文化交流活动的组织和策划；多媒体文化产品设计制作；文学剧本创作；影视策划；影视文化技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；自有物业的出租；计算机软硬件的设计、技术开发及销售，网络技术开发、技术咨询，游戏软件的技术开发；生产、加工服装（皮革服装）、服饰、皮鞋、皮帽、皮包；服装、皮鞋、皮帽、皮包的批发、零售（新设店铺应另行报批）、进出口业务（涉及配额许可证管理、专项规定管理的商品按有关规定办理）。

截至 2016 年 9 月底，公司本部设置法务部、人事行政部、财务部、审计部、游戏事业部、影

视事业部、动漫事业部、IP 运营部等 13 个部门（见附件 1），合并报表范围包括 28 家子公司，公司员工总数 570 人。

截至2015年底，公司合并资产总额为41.93亿元，负债合计5.45亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）36.48亿元，其中归属于母公司的所有者权益34.96亿元。2015年，公司实现营业收入7.87亿元，净利润（含少数股东损益）1.56亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.87亿元；经营活动产生的现金流量净额1.49亿元，现金及现金等价物净增加额-1.87亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额为41.42亿元，负债合计6.30亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）35.13亿元，其中归属于母公司的所有者权益33.64亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入3.40亿元，净利润（含少数股东损益）0.78亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.89亿元；经营活动产生的现金流量净额2.06亿元，现金及现金等价物净增加额0.88亿元。

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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”（以下简称“本次债券”），发行规模为不超过 5 亿元（含 5 亿元），分期发行。本次公司债券的期限为 3 年，本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券采用固定利率形式，票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

深圳高新投为公司本次发行的不超过 5 亿元债券的还本付息提供无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的本金、利息、违约金和实现债权的费用。深圳高新投承担保证责任的期间为本次债券存续期及债券到期日起 2 年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

2. 本次债券募集资金使用用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务、股权投资和补充公司营运资金。

三、行业分析

公司于2014年初确定了以网络游戏产业为主业、逐步退出服装业的战略转型方向，近年来通过持续收购公司奠定了互联网泛娱乐业务基础。本报告只分析游戏与动漫行业。

1. 网络游戏行业

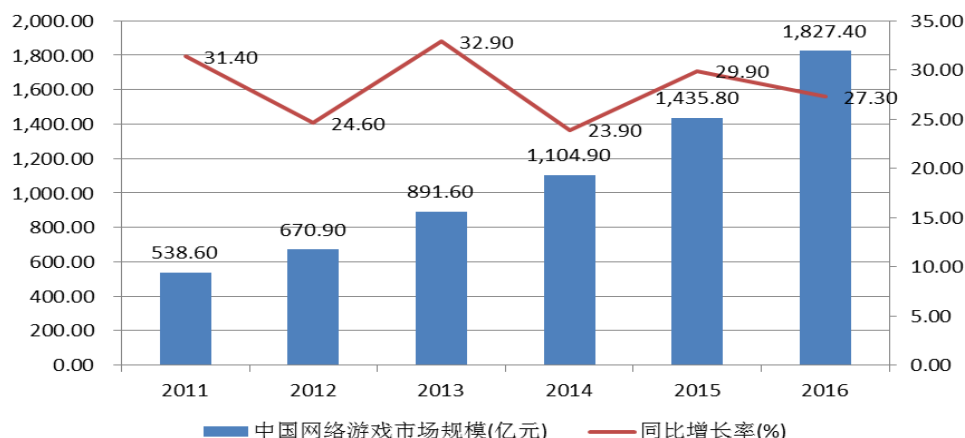
（1）行业概况

网络游戏，是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的目标。

2014~2016 年中国网络游戏市场规模快速增长，年均复合增长率为 28.60%。2016 年中国网络游戏市场规模为 1,827.40 亿元，同比增长 27.30%。网络游戏规模扩大主要得益于移动游戏

的高速增长，2016 年中国移动游戏市场销售收入 912.70 亿元人民币，较 2015 年增长了 62.40%。未来中国互联游戏市场仍将保持较高的增长速度。

图 2 2011~2016 年中国互联游戏市场规模及增长率（单位：亿元、%）

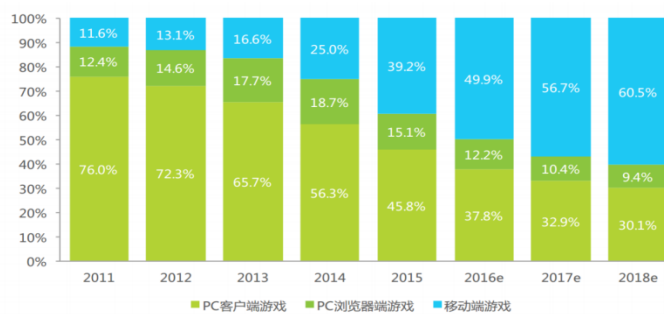


资料来源：Wind 资讯

传统的互联网游戏仅指以计算机为处理终端的互联网游戏，但随着移动通信技术的不断发展，互联网游戏逐渐扩展到手机、平板电脑等移动终端。根据使用端的不同，互联网游戏可分为 PC 客户端游戏、PC 网页游戏和移动网络游戏。PC 客户端游戏是指需在电脑上安装相应客户端软件才能进行的网络游戏，是传统的网络游戏形式。PC 网页游戏包括大型网页游戏和社交网页游戏，是指基于 HTTP 协议，以 Flash、Java、Unity 3D 等网页开发技术为基础，用户只需通过浏览器就可以进行的网络游戏。网页游戏因其加载速度快、游戏时间灵活、使用终端多样化等特点，近年来受到了全球各个地区游戏用户的欢迎并取得了迅速发展。移动网络游戏是以手机、平板电脑等移动终端为载体，通过安装特定软件或直接通过互联网浏览器可以进行的网络游戏。相对于以手机等移动端为载体的单机移动游戏，移动网络游戏在使用过程中需要通过 GPRS、3G、4G、WIFI 网络等联网方式与游戏网络服务器或其他玩家发生互动，以游戏运营商服务器和用户的手机和平板电脑为处理终端，以游戏客户端软件为信息交互窗口，是一种具有可持续性的多人在线游戏。

移动网络游戏是目前中国整体互联网游戏中增长最快的细分市场，近三年移动端游戏市场份额快速增长，从 2013 年的 16.60% 上升至 2015 年的 39.20%；而近三年 PC 客户端游戏份额持续下降，从 2013 年的 65.70% 下滑至 2015 年的 45.80%；近三年 PC 网页游戏份额也呈持续下降态势，从 2013 年的 17.7% 下降至 2015 年的 15.1%。移动网络游戏增长迅猛的主要在于以网易为代表的传统 PC 客户端网络游戏企业大规模进军手游市场，推出了如《梦幻西游》这类 PC 端游戏 IP 的移动端产品，深受玩家欢迎；同时，上班族较长的通勤时间和快节奏生活使得玩家对游戏移动化的需求加深。根据艾瑞咨询预测，未来移动端游戏市场份额会进一步扩大，移动端网络游戏会成为主流互联网游戏。

图3 2011~2015年中国网络游戏产业细分构成及未来三年变化预测



资料来源：艾瑞咨询《2016年中国移动游戏行业研究报告》

每款互联网游戏产品有其一定的生命周期，可以分为成长期、成熟期、运营后期与衰退期。PC客户端游戏生命周期较长，经典的PC客户端游戏通过运营商持续良好维护有助于游戏长期平稳运营。网页游戏与手机游戏生命周期较短，我国网页游戏生命周期通常为2~3年，手机游戏生命周期通常为1~2年，内容创意出众的游戏生命周期会长于行业平均水平。通常在游戏生命周期的成长期，游戏产品月均活跃人数增长很快，进入成熟期时付费玩家人数与ARPU值¹增长较快，进入运营后期月均活跃人数与付费玩家数量均呈下降态势，而ARPU值仍保持稳定增长的态势，进入衰退期付费玩家数量与ARPU值均呈大幅下降态势。

总体看，中国网络游戏市场规模增呈快速增长态势，移动端游戏市场份额逐年增大未来会成为主流网络游戏。游戏产品有较强的生命周期特性，通常网页游戏与手机游戏生命周期较短。

（2）行业产业链

网络游戏产业涉及网络游戏、文化传媒、信息技术、电信通信等多个行业。网络游戏产业链的主要组成部分为：游戏开发商、游戏运营商、游戏渠道商、游戏玩家、以及电信资源提供商等，具体而言，游戏开发商通过拟定游戏开发计划，组织策划、美工、编程等各种资源完成网络游戏的初步开发，再经过内外部的多轮测试加以完善后向玩家正式推出运营。游戏运营商是游戏开发商和下游渠道的连接桥梁，负责提供游戏的运营平台，通常负责架设服务器组安装服务器端软件，在网站上提供客户端软件的下载链接，并对游戏进行推广、运营维护以及客户服务等。游戏渠道商是游戏运营商和终端游戏用户之间的中间商，通过其渠道优势为游戏运营商提供销售游戏币的服务，一般包括线上渠道商和线下渠道商。在移动网络游戏领域，游戏渠道商主要包括GooglePlay、AppStore等移动应用商店或门户，除提供支付渠道服务外，游戏渠道商还具备强大的用户基础和平台优势，在移动网络游戏产业链中起到重要的作用。电信资源提供商作为产业链的重要一环，提供互联网接入和移动电话等基础电信业务，提供服务器托管、带宽租用、服务器租用等IDC服务，主要分项相对固定的用户上网费用。游戏媒体是游戏厂商和游戏玩家之间的重要信息沟通渠道。通过游戏媒体的平台，厂商宣传产品信息并获取玩家对产品的反馈意见，玩家获取产品信息并发表自己对产品的反馈意见。

（3）运营及盈利模式

运营模式

网络游戏主要分为自主运营和联合运营两种运营模式。自主运营模式指网络游戏厂商独立完成游戏产品的研发、运营以及推广。联合运营模式指网络游戏开发商与运营商合作运营的商业模式，以实现资源互补。网络游戏开发商提供产品，网络游戏运营商主要提供运营服务以及用户资源的支持。

¹ARPU 值指每用户平均收入。

盈利模式

网络游戏行业的盈利模式主要由以下三种：按虚拟道具收费、按游戏时间收费和广告收费。

①按虚拟道具收费

按虚拟道具收费（FTP）是指游戏运营商为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而公司的收益则来自于游戏内虚拟道具和高级功能模块的销售。玩家注册一个游戏账户后，即可参与公司的游戏而无须支付任何费用。若玩家希望进一步加强游戏体验，则需通过购买游戏点卡并充值，折算成游戏的虚拟货币后购买游戏中的虚拟物品来增加经验、技能等从而提升娱乐体验。目前该模式已成为中国网络游戏的主流收费模式，其优势是降低了初级玩家的进入门槛，有利于提升用户 ARPU 值。

②按游戏时间收费

按游戏时间收费（PTP）是指网络游戏运营商按照玩家的游戏在线时间进行收费，具体又分为计点收费和包月收费两种。所谓计点收费，指玩家需要先购买点卡，通过玩家的游戏在线时间来计算，将点数按一定比例转换成（小时、分、秒）来进行消费。所谓包月收费，则是指按照固定时间段来收费的模式，一般按月为单位，比较适合在线时间比较长的玩家。目前，国内采用按时间收费（PTP）模式的网络游戏逐渐减少。

③游戏内置广告

游戏内置广告（IGA）是指在游戏中出现的商业广告，以游戏的用户群为基础，通过设定条件，在游戏中适当的时间、适当的位置出现的广告。游戏内置广告主要形式包括：游戏路牌广告、3D 立体物件、特制场景为主的游戏场景内置广告，游戏道具赞助，游戏内文字广播，游戏登录退出时的弹出广告，及游戏官方网站广告和游戏形象授权等形式。目前，国内采用游戏内置广告的网络游戏主要是网页游戏，市场规模相对较小。

目前，中国网络游戏产品按虚拟道具收费为主流盈利模式，全球其他国家和地区的网络游戏公司也在逐渐增加按虚拟道具收费的使用。

（4）行业竞争格局

上市互联网游戏公司 TOP15 的营业收入总额占我国互联网游戏市场的份额的 75.19%，腾讯、网易两大巨头占 TOP15 企业合计 65%以上的营收，市场集中度较高。除腾讯、网易之外，越来越多的页游及手游企业形成第二、第三梯队，缩小与领先企业的差距，但从总体上来看，增长率都有一定程度下滑，部分企业出现负增长，互联网游戏公司分化明显呈强者恒强的局面。移动游戏爆炸式发展带来的互联网游戏泡沫逐渐被消化，中国互联网游戏逐渐进入以产品质量、游戏体验为主的精品化时代。

表 1 2015 年中国互联网游戏上市企业营收 Top15（单位：亿元，%）

排名	上市公司	互联网游戏营收	营收占 Top15 比重	营收增速
1	腾讯游戏	565.90	52.42	26.40
2	网易游戏	182.90	16.94	85.90
3	37 游戏	42.10	3.90	49.30
4	畅游公司	39.50	3.66	-1.40
5	完美世界	37.80	3.50	8.00
6	奇虎 360	31.70	2.94	-9.40
7	盛大游戏	29.50	2.73	-20.70
8	百度游戏	24.90	2.31	42.90
9	恺英网络	23.30	2.16	220.30

10	巨人网络	20.10	1.86	-13.90
11	中国手游	18.00	1.67	42.60
12	昆仑万维	17.50	1.62	-7.70
13	乐逗游戏	17.40	1.61	76.30
14	游族网络	15.30	1.42	81.50
15	金山游戏	13.70	1.27	9.20
合计	--	1,079.60	100.00	--

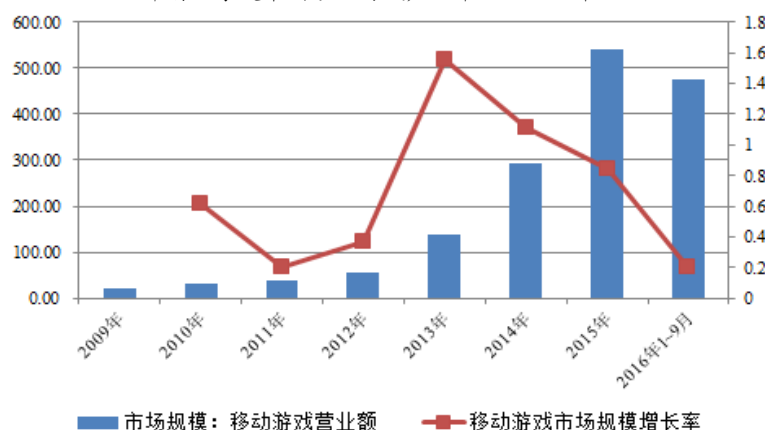
资料来源：艾瑞咨询《2016 年中国网页游戏行业研究报告》

总体看，中国互联网游戏市场规模层次化显著，集中度较高，并逐渐显现出强者恒强的市场局面。

（5）移动游戏市场

自 2012 年起，随着智能手机、4G 网络全面普及以及网页游戏质量普遍较差的影响，移动游戏市场自 2013 年以来呈快速增长态势，2015 年全国移动游戏市场规模为 541.79 亿元较上年增长 84.60%，2016 年 1~9 月全国移动游戏市场规模为 475.54 亿元，同比增长 20.44%，增速有所放缓，但仍处较高水平。根据艾瑞咨询数据显示，2015 年中国移动游戏用户规模累计已接近 5 亿，一、二线城市用户增长红利已阶段性见顶，增速将逐渐放缓，移动游戏市场趋向进入稳健增长期。随着智能手机在广大农村地区进一步普及，手机游戏用户将在 2018 年接近 6 亿，仍有一定用户规模增长的空间。

图 4 2009~2016 年前三季度中国移动游戏产业市场规模（单位：亿元、%）



数据来源：Wind 资讯、联合信用整理。

随着移动游戏市场趋于成熟、智能手机的普及与软硬件性能进一步完善，游戏玩家的每天使用时长、游戏留存周期、手机付费比率等指标均有显著提高，用户不再满足仅仅用于打发时间的轻度游戏，而是在随身携带的设备上寻求更加深入的游戏体验，整个移动游戏行业正由轻度游戏向中重度游戏转变²。根据 CNNIC 对于移动游戏用户的行为统计，用户每日游戏频率在下降，而每次游戏的时长在增长，呈现出“低频次、高时长”的态势。2015 年起，以角色扮演和动作游戏为代表的中重度游戏数量激增，在新品中占比超过 45%，用户数量呈爆发式增长，爆款游戏中中重度游戏占比持续提高。

移动游戏玩家已从追求手机作为游戏载体带来的新鲜感过渡到看中游戏质量。制作精良的精

²移动游戏按照用户参与程度分类可分为轻度游戏、中度游戏和重度游戏。轻度游戏以跑酷、消除、棋牌等为代表，特点是玩法简单，用户覆盖面广但是盈利能力较弱。中度游戏以卡牌、扮演、策略类为代表。重度游戏则包括动作、角色扮演、多人在线战术竞技等。中重度游戏玩法复杂，虽然覆盖人群少，但是玩家投入游戏程度深，中重度游戏具有付费比率高、盈利能力强、生命周期长的特点。

品化游戏是一家游戏开发企业能否顺利实现业绩增长的关键。移动游戏的精品化研发主要从表现与操作形式、社交性、深度与平衡性方面加以考虑。画面是否精美、表现是否靓丽是自 IP 导入用户之后留住用户的关键，决定了用户是否会真正开始投入游戏，移动游戏正朝着画面更加精美、真实，操作模式更加贴合设备现状和玩家需要的方向发展。对于网络游戏而言，社交性是增加用户粘性的重要方法，偏爱社交的玩家在游戏时间、平均付费数方面远高于非社交玩家，移动游戏主要通过朋友间分享战绩、组队下副本、合作通关以及增加语音系统等方式提升游戏社交性。游戏深度与平衡性主要指用户已经熟悉游戏基本操作后是否会长期投入时间和金钱，是维持游戏生命周期的关键。游戏厂商在游戏进程中需要不断对玩家进行正面激励，提供新道具、技能、模式等游戏内容，以及不断调整新策略、新战术等，以提升游戏可玩性，增加用户游戏时间和付费比例。

IP 立体化开发成为潮流，游戏厂商使用已有小说、影视、热门游戏版权开发新游戏，借用玩家早已熟悉的 IP 快速提升用户量，同时降低玩家对于游戏的熟悉成本。从各大游戏厂商 2015 年发行情况看，IP 手游的占比已经达 41%。IP 手游中，端游 IP 题材占比最高，其次是动漫、影视等来源。在移动游戏内容价值日趋重要的背景下，有无知名 IP 成为一款游戏能否脱颖而出的重要因素。主要手游研发商更加重视 IP 储备。从 IP 源头看，目前手游能够开发利用的 IP 大致有游戏 IP、动漫 IP、影视 IP 和文学 IP 四类。其中游戏 IP 以玩法成熟和玩家的长期认可成为了最方便改编的 IP 类型。动漫游戏次之，其观众认可度和世界观完整度同样优秀，但是改编较为困难，IP 来源匮乏。影视 IP 热度很高，但持续性较差，世界观完整程度较低，游戏改变难度大。文学 IP 最为丰富，但美工难度很高，通常需要先由具有实力的公司改编为影视作品后才能游戏化。IP 立体化开发的热潮同时也提高了 IP 市场价格，近年来 IP 价格呈快速上涨态势。

按游戏类型分布看，根据艾媒咨询数据显示，移动游戏主要以角色扮演类、卡牌类、策略类和射击类为主，2015 年上述类游戏占比分别为 51.0%、32.0%、11.0%和 3.0%，角色扮演与卡牌类游戏是目前移动游戏的主流玩法，移动游戏呈中重度化。从各类型游戏玩家游戏时长看卡牌类游戏和角色扮演类游戏月均时长增长较快，卡牌类游戏由 2015 年 4 月的月均 490 秒增长至 2016 年 11 月的月均 536 秒。安卓平台中，卡牌类游戏和角色扮演类游戏的游戏时长位居前两位。IOS 平台中，卡牌类游戏、策略类游戏与角色扮演类游戏时长位于前三位。

总体看，移动端游戏市场规模增速趋缓，但仍有较大的增长空间；移动游戏产品呈中重度化态势，游戏厂商产品研发加更注重游戏质量的提高，IP 手游逐渐成为移动游戏开发风险较低的开发方式。

（6）行业政策

我国政府对互联网游戏行业的监督管理采用法律约束、行政管理和行业自律相结合的模式，行业行政主管部门是工业和信息化部、文化部、国家新闻出版总署和国家版权局。

2013 年 6 月，工信部审议通过了《电信和互联网用户个人信息保护规定》，进一步完善了用户个人信息保护法律制度，规范了电信经营者、互联网信息服务商在电信服务与互联网信息服务过程中需要获取的个人信息及网络使用活动信息。同时，该规定也进一步明确了电信业务经营者、互联网信息服务商收集、使用用户个人信息的规则和信息安全保障措施。

2013 年 12 月，《网络文化经营单位内容自审管理办法》正式实施，要求网络文化经营单位建立内容审核制度，对拟上网运营的文化产品及服务内容进行事前审核，确保文化产品及服务内容的合法性。

2014 年 2 月，国务院发布《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》。

意见要求，大力推动传统文化单位发展互联网新媒体，推动传统媒体和新兴媒体融合发展，提升先进文化互联网传播吸引力。深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在设计、制造等产业领域中的集成应用。

2014年3月，文化部文化市场司启动“文化市场技术监管与服务平台”的试运营，简化了网络游戏内容审查和备案流程，减轻了企业负担，激发行业活力。

2014年3月，文化部、中国人民银行、财政部联合发布《关于深入推进文化金融合作的意见》。意见提出要鼓励金融机构开发演出院线、动漫游戏、艺术品互联网交易等支付结算系统，鼓励第三方支付机构发挥贴近市场、支付便利的优势，提升文化消费便利水平，完善演艺娱乐、文化旅游、艺术品交易等行业的银行卡刷卡消费环境。探索开展艺术品、工艺品资产托管，鼓励发展文化消费信贷。鼓励文化类电子商务平台与互联网金融相结合，促进文化领域的信息消费。

2015年2月，国家互联网信息办公室发布《互联网用户账号名称管理规定》，规定就账号的名称、头像和简介等内容，对互联网企业、用户的服务和使用行为进行了规范，涉及在博客、微博客、即时通信工具、论坛、贴吧、跟帖评论等互联网信息服务中注册使用的所有账号。账号管理按照“后台实名、前台自愿”的原则，充分尊重用户选择个性化名称的权利，重点解决前台名称乱象问题。

总体看，国家大力支持互联网行业及其子行业网络游戏行业的发展，同时也加大了互联网信息安全以及互联网游戏经营的监管力度。

（7）行业关注

互联网游戏市场仍有待规范

伴随着技术的持续创新、游戏内容和形式的不断升级，我国互联网和互联网游戏行业的法律监管体系也正处于不断发展和完善的过程中。但由于市场和用户的成熟度不够，一些盗窃、诈骗行为仍然存在，影响着互联网游戏的市场秩序。而建立完整的法律体系、监管体系以及有效的技术保障体系需要长期的努力和调整，因此产业环境的制约也成为互联网游戏产业发展的主要阻碍之一。

产品同质化现象严重

很多网游企业在内容上有急功近利的倾向，部分互联网游戏显现出明显的同质化趋势，即使是新出现的游戏模式也会在不久以后被各方厂商以各种形式变相模仿。互联网游戏的这种低水平竞争将直接导致玩家的游戏兴趣缩减，在一定程度上阻碍游戏市场的发展。

网页游戏与移动游戏生命周期较短，研发风险较高

我国网页游戏与移动游戏生命周期较短，通常为1~3年，为公司持续创造现金流的时间较短。游戏公司需要持续投入大量资金进行新游戏的研发，若开发完成的游戏不被游戏玩家所接受，则游戏公司持续经营能力将受到影响。

移动端游戏市场处于由爆发进入稳健增长的换挡期，市场竞争加剧，大量中小型游戏厂商将被进一步淘汰。

2016年是移动游戏的转折之年，由前期超高速增长爆发期进入稳健增长期，游戏精品化趋势明显，产业的驱动力是用户价值的深度挖掘，前期依靠用户规模扩展的市场驱动力已经逝去。移动游戏换挡期市场竞争会日趋激烈，大量资金及研发能力不足的中小游戏厂商会被市场淘汰，移动市场集中度会日益提高。

IP采购价格快速增长，游戏公司运营成本增加较快，运营风险有所增大

移动游戏对文学、影视、动漫IP改编的快速变现能力，以及原创IP的稀缺性，导致IP采购

价格快速增长。高价格 IP 采购成本增加了游戏公司运营成本，若所开发游戏市场表现不佳，则游戏公司面临一定运营风险。

（8）行业发展

中国互联网游戏企业竞争实力增强，游戏出口规模扩大

近十年来中国互联网游戏企业在国内市场积累的宝贵的研发和运营经验，企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强，已具备了全球化竞争的實力。拓展互联网游戏出口业务可以使中国互联网游戏公司减少区域性经营风险，增强品牌知名度与影响力，分享广阔的海外市场收益。预计未来中国互联网游戏出口规模将进一步扩大，出口国家将更加多元化，海外市场业务模式将更加丰富。

移动网络游戏快速兴起，预计未来将成为互联网游戏行业的主要领域

自 2013 年以来，随着智能移动终端的快速普及、3G 网络及 WiFi 的性能提升和普及化，移动互联网得到了飞速发展。在此趋势下，移动网络游戏的用户规模快速提升，移动网络游戏在中国实现了爆发式增长。相较于客户端游戏和网页游戏，移动网络游戏具有更好的操作便利性，能更有效的满足用户碎片化时间的娱乐和社交需求，对游戏用户具有很强的吸引力。未来几年，随着智能移动终端、3G 网络、4G 网络及 WiFi 的普及化和性能进一步提升，游戏平台、支付渠道更加便利，移动网络游戏在中国仍会保持快速的增长趋势，预计未来将成为互联网游戏行业的主要领域。

行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高

近年来，中国互联网游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的互联网游戏公司。中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将收到较大限制。目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场，专项研发、外包等领域，以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多，互联网游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。

互联网游戏产品向“平台化”发展

随着我国互联网游戏市场竞争的加剧以及市场门槛的提高，互联网游戏研发企业纷纷建立自己的运营平台，以构建核心竞争力。与此同时，部分传统的互联网游戏研发企业也开始向研运一体化企业转型，逐步构建运营平台，并将优质产品资源投向自身平台。“平台化”有利于游戏开发商实现用户和渠道的共享，提高用户粘性，避免单一类型产品带来的运营风险。

总体看，中国互联网游戏市场规模以及出口规模均将不断增大，移动网络游戏市场份额将持续提高，且移动网络游戏将在互联网游戏中占主导地位；目前由于中小企业生存空间受到极大限制，因此整个行业会面临整合，市场集中度将会有所提高。

2. 动漫行业

动漫行业以动画、漫画为表现形式，包括动漫图书、影视以及与动漫形象有关的服装、玩具、电子游戏等产品的开发、生产和销售。从产业链来看，动漫行业围绕 IP 分为开发层、放大层和衍生层；其中，开发层是产业链的源头，企业通过文学和漫画的创作产生大量 IP 资源；放大层通过电影、电视剧、动画等作品将 IP 进行再开发，是放大 IP 影响力和培育用户的重要环节；衍生层通过游戏制作、周边产品、主题公园等将 IP 价值进行最大程度的变现，为企业带来丰厚的利润。

近年来，得益于国民经济的快速增长以及国家加大对动漫产业的支持力度，国内文化消费和内容消费市场迅速发展，动漫行业产值呈持续增长的态势。2009 年，我国动漫行业产值仅为 368 亿元；2015 年，我国动漫行业产值已突破 1,100 亿元，年复合增长率达 20%，预计到 2017 年产值

将突破 1,400 亿元。从动漫衍生品产值来看, 2015 年, 包含动漫出版物、周边玩具、服装等动漫衍生品的产值约为 400 亿元, 在整个国内动漫市场的占比达 38%。

从竞争格局来看, 由于我国动漫行业起步较晚, 大部分动漫市场被日本动漫占据, 且快速增长的动漫消费市场吸引了大批国外和本土竞争者的加快进入, 国产动漫面临激烈的竞争格局。从百度搜索风云榜动漫榜单来看, 前 25 名作品中日本动漫、国产动漫、欧美动漫和其他国家动漫产品的市场份额分别为 64%、24%、8%和 4%, 日本动漫作品占据了大部分的国内动漫市场, 我国共有动漫企业 4,600 余家, 其中年产值在 3,000 万元以上的动漫企业为 24 家, 年产值超过 1 亿元的大型企业为 13 家, 行业集中度有待提高。

从行业政策来看, 2013 年 12 月, 财政部和国家税务总局发布了《关于动漫产业增值税和营业税政策的通知》, 对属于增值税一般纳税人动漫企业销售其自主开发生产的动漫软件, 按 17% 的税率征收增值税后, 对其增值税实际税负超过 3% 的部分, 实行即征即退政策; 动漫软件出口免征增值税。2014 年 8 月, 文化部下发《关于开展 2014 年弘扬社会主义核心价值观动漫扶持计划申报工作的通知》, 评选优秀动漫作品, 采用多种形式扶持动漫作品的创作和生产。此外, 国家为了扶持国产动漫的发展, 下架了一些内容不符合要求的流行“日漫”, 抑制了部分竞争, 为国产动漫行业的发展提供了较大的发展空间。

从行业关注来看, 首先, 我国动漫作品存在低质低幼化、题材缺乏创意等问题, 在全年龄段市场缺乏竞争力。国产动漫作品在故事情节和人物塑造上较为单一, 较难满足青少年和成年人等动漫产品主要消费群体的需求, 无法突破低幼市场。其次, 动漫行业是智力密集型的文化产业, 优质内容的稀缺反映了我国动漫人才的匮乏和相关动漫人才培养的滞后。我国尚未形成动漫人才的培养机制, 导致动漫行业呈现人才供不应求的局面。

从行业发展来看, 新媒体渠道的兴起与繁荣为中国动漫行业带来重要的发展机遇, 互联网动漫平台打破了传统电视台对国产动漫的限制, 新媒体发行渠道对动漫内容的需求量约为传统媒体的 69 倍, 为中国动漫行业发展提供了重要契机。我国动漫市场基础良好, 在日本动漫和美国动画大片的影响下成长起来的 80 后、90 后等群体, 为我国动漫市场提供了大批粉丝, 为未来替代进口提供了较大粉丝基础。

总体看, 我国动漫行业具有较大的发展潜力, 国家对动漫行业的大力支持以及新媒体渠道的兴起为动漫行业的发展提供了重要契机; 但我国动漫市场仍存在低质低幼化、动漫人才匮乏等问题, 国产动漫面临来自日本动漫的激烈竞争。

四、基础素质分析

1. 竞争优势

公司产业链布局领先, 运营模式成熟, 将影视、动漫、游戏产业链进行整合, IP 运营全面覆盖网络文学 IP、动漫 IP、影视 IP 和游戏 IP。公司总部和子公司杭州幻文有较强的动漫和网络文学 IP 获取能力, 作为公司精品 IP 的重要获取来源; 公司将所获得 IP 资源交于总部动漫影视部、子公司酷牛互动和天上友嘉以及通过专项产业基金所参股的泛娱乐公司, 进行 IP 资源的转化, 转化为游戏、动漫、影视产品。公司以粉丝群体规模较大的 IP 为基础, 进行游戏、动漫、影视等产品的转化, IP 粉丝群可以成为公司游戏、动漫和影视产品的基础用户, 有利于降低运营风险; 同时, 公司在原始 IP 上进行游戏、动漫、影视等产品的持续转化与市场推广, 放大 IP 价值, 增加对原始 IP 获取的议价能力, 可以增加公司盈利能力。

公司有较强的手游研发能力。子公司酷牛互动在游戏研发方面是网文 IP 改编手游的行业先行

者，其中《唐门世界》《绝世天府》《太古仙域》是与知名网络文学作家唐家三少、天蚕土豆、辰东合作的最早一批游戏作品，最大程度的开发网文作家的粉丝经济效益，深受用户欢迎。子公司天上友嘉，专注于游戏的研发，深度了解用户属性与市场需求，善于经典端游和经典 IP 的手游化。天上友嘉研发台湾大宇授权的经典仙侠 IP 手游作品《新仙剑奇侠传 3D》获得市场较好反响，最高达到苹果 App Store 畅销榜第 8 名，月流水突破 5,000 万元；研发车田正美、东映动画授权的圣斗士 IP 手游《圣斗士星矢：重生》持续数周位列苹果 App Store 排行榜前列，市场表现较好，最高达到苹果应用商店畅销榜第 3 名。

公司 IP 营运能力较强，优质 IP 储备丰富。公司本部以及旗下子公司杭州幻文有较强的 IP 挖掘、甄别团队与挖掘理念，从 IP 的广度、深度以及复用性进行比较选择；杭州幻文 IP 获取渠道较为广泛，截至 2016 年 9 月末，与其合作作家数量为 345 人，合作版权授权机构 28 个，合作影视机构 10 个、合作动漫机构 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 2016 年 9 月末，公司 IP 库中全版权 IP 总数为 711 个，其中主要网络文学 IP 为 212 个、影视 IP 为 30 个、动漫 IP 为 22 个、游戏 IP 为 67 个；公司拥有知名武侠小说作家温瑞安《神州奇侠》、《四大名捕》、《纵横》、《风流》以及 8 部系列作品，香港著名漫画家马成荣的《中华英雄》，高人气影视剧《锦绣未央》，鹅是老五的《造化之门》，传统动画经典《葫芦兄弟》，以及在腾讯动漫月票榜排名前列的《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《妖精种植手册》等 IP 资源。

总体看，公司产业链布局领先，运营模式成熟，多家子公司产生协同效应；公司有较强的手游研发能力，其下数款游戏运营情况良好；公司有较强的 IP 运营能力，IP 采购渠道较为广泛，IP 储备较为丰富。

2. 人员素质

截至2016年9月底，公司现有董事、监事及高级管理人员13人，其中董事长1名，总经理1名，副总经理3名，公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长郑合明先生，香港永久居民，1958年生。郑先生于1994年创立凯撒（集团）香港有限公司，现任广东省政协常委、中国皮革协会副理事长、广东省外商公会副主席、广东省总商會副会长、凯撒集团董事、凯撒置业董事、星群发展有限公司董事、汕头高新区银信通小额贷款有限公司监事、天津市滨联小额贷款有限责任公司董事、公司董事长。

公司总经理吴裔敏先生，1977年生，本科学历，历任腾讯计算机系统有限公司合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人、QQ堂项目组产品经理，上海盛大游戏系统总经理，北京金山软件集团副总裁，金山游戏总裁，上海逸趣网络科技有限公司CEO。2015年2月起，任公司总经理、董事。

截至2016年9月底，公司在职员工570人，按照教育程度划分，硕士及以上学历占2.28%，本科学历占52.63%，大专学历占39.65%，中专及以下学历占5.44%；按岗位职责划分，管理人员占13.86%，研发人员占58.77%，财务人员占4.91%，产品发行人员占22.46%。

总体看，公司董事及高级管理人员整体素质较高，主要高级管理人员具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

3. 税收优惠

根据《关于新疆喀什霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策的通知》财税[2011]112号，公司下属子公司霍尔果斯酷玩网络科技有限公司、霍尔果斯欢乐牛网络科技有限公司、霍尔果斯顺乐佳网络科技有限公司、霍尔果斯幻文影视传媒有限公司自2015年1月1日起至2019年12月31日止五年期间享受企业所得税全免的税收优惠政策。

杭州幻文于2016年3月29日取得杭州市余杭区国家税务局《符合条件软件企业减免企业所得税》备案，根据备案文件，杭州幻文自2014年1月1日起至2018年12月31日止五年期间享受企业所得税两免三减半的税收优惠政策。

根据深地税南备[2014]140号备案文件，酷牛互动自2013年1月1日起至2017年12月31日止五年期间享受企业所得税两免三减半的税收优惠政策。

根据《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》（国家税务总局公告[2012]12号），自2012年起，主管税务机关审核确认天上友嘉享受西部大开发公司15%所得税税率。

上海酷游网络科技有限公司于2016年6月15日日备案取得《企业所得税优惠审批结果通知书》沪地税嘉六[2016]000054号，自2016年1月1日起至2020年12月31日止五年期间享受企业所得税两免三减半的税收优惠政策，2016年度免征企业所得税。成都指点世纪网络科技有限公司于2016年3月14日备案取得《四川省双流县国家税务局税务事项通知书》双国税通[2016]724号，自2015年1月1日起至2019年12月31日止五年期间享受企业所得税两免三减半的税收优惠政策，2016年度免征企业所得税。

总体看，公司游戏板块主要子公司享受所得税税收优惠政策，税负负担相对较轻。

五、公司管理

1. 公司治理

根据《公司法》、《证券法》等法律、法规的要求，公司设立股东大会、董事会、监事会和总经理，基本形成了股东大会、董事会和监事会各负其责、协调运转、有效制衡的健全的法人治理结构。公司制定了健全的《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》和《总经理细则》，董事、监事、高级管理人员规范运作的意识也不断加强，从而保证了公司规范运作。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，决定公司重大事项，依法行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，其中董事长1名，独立董事3名。董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满可以连选连任。公司董事长由董事会选举产生。

公司设监事会，由3名监事组成，职工代表监事1名，公司监事会主席1名由全体监事会成员选举产生。公司监事由股东会选举产生，职工监事由职代会选举产生，监事每届任期三年。公司监事会对公司董事、高级管理人员及公司财务履行职责的合法、合规性进行监督和检查，有效促进公司的规范运作。

公司设总经理1名，全面负责公司日常经营运作和控制管理。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责。在公司控股股东、实际控制人单位担任除董事以外其他职务的人员，不得

担任公司的高级管理人员。

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司设立法务部、人事行政部、财务部、审计部、游戏事业部、影视事业部、动漫事业部、IP运营部等13个部门；合并报表范围包括28家子公司。公司依照主营业务分布情况建立了较为健全的公司管理体制。

财务管理制度方面，公司根据《会计法》、《企业会计准则》及其他规定，结合公司实际情况，制定了财务管理制度。该制度规定了财务管理机构设置和主要职责，对会计电算化管理、货币资金及担保管理、流动资产、长期资产管理、对外投资管理、成本费用管理、营业收入利润及其分配等方面提出明确要求。各级子公司均为独立法人，实行独立核算。

游戏项目管理制度方面，公司从游戏整体流程、游戏开发、游戏质量控制和游戏发行4个方面对流程说明、职能说明、关键节点进行详细说明以及硬性要求。游戏开发方面，公司设置6个关键阶段，并对每个关键节点进行定义。游戏质量控制方面，公司设定 α 测试、 β 测试和渠道删档测试3各测试节点，并对每个测试的关键节点进行定义。

IP运营方面，由公司IP运营部联合公司影视、动漫以及游戏事业部对IP进行综合评估，由公司IP运营部统筹获取。

动漫项目管理方面，公司动漫业务采取项目负责人制度，项目负责人对动漫团队管理、项目制作、项目宣发、漫画粉丝运营以及项目营收进行综合管理。公司对项目项目管理流程、项目纵向架构、漫画发行管理方面做出了相应管理流程与管理制度。

影视项目管理方面，公司影视业务采取总经理项目负责制，每个项目立项之初明确项目KPI以及激励方案。公司对影视项目组组织架构、岗位职责做出了相应规定。

控股子公司管理制度方面，公司通过向下属子公司委派经营高管和财务经理加强对其管理。控股子公司应当依据法律法规、公司的各项制度规范和控股子公司章程的规定，建立健全的法人治理结构并规范运作。各控股子公司应在公司年度生产经营规划下制定子公司年度经营计划。控股子公司日常会计核算和财务管理中所采用的会计政策及会计估计、变更等应遵循公司的财务会计制度及其有关规定。控股子公司总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员由公司总经理提名产生，提名需征得公司董事长的书面同意。

总体看，公司内部管理制度较为健全，可以满足公司的日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

2014年以来公司经营业务发生重大变化，公司通过收购杭州幻文、酷牛互动和天上友嘉进入互联网泛娱乐业，文化娱乐业收入成为公司利润的主要来源。公司于2016年3月起停止服装生产，公司对服装业务采取品牌授权经营方式，收取一定品牌费，通过被授权经营单位消化公司服装产品库存。公司与上述三家子公司原股东签署了业绩承诺以锁定收购资产的未来业绩，上述三家子公司业绩承诺期截止日均为2017年末。

为了便于比较分析，本报告经营部分数据都经过追溯调整，2013~2016年三季度营业收入数据均计入酷牛互动、杭州幻文与天上友嘉营业收入相关数据。2013~2015年，经追溯调整的主营业务收入分别为5.52亿元、7.01亿元和7.98亿元，呈逐年增长态势。从主营业务收入构成看，

2013~2015 年，公司游戏运营业务分别实现营业收入 0.47 亿元、1.43 亿元和 2.48 亿元，呈逐年快速增长态势，主要系移动游戏行业快速发展以及公司推出多款游戏所致；公司游戏运营业务占主营业务收入比重分别为 8.45%、20.43%和 31.13%，收入占比快速提升。2013~2015 年，公司 IP 运营业务分别实现营业收入 346.75 万元、0.20 亿元和 0.76 亿元，呈快速增长态势，主要系 2014 年起公司 IP 运营由数字阅读向游戏以及影视提供版权授权业务转型所致；公司 IP 运营业务占主营业务收入比重分别为 0.63%、2.90%和 9.51%，收入占比稳定增长。2013~2015 年，公司服装销售分别实现营业收入 5.02 亿元、5.38 亿元和 4.74 亿元，呈波动下降态势，主要系服装中高端类品牌销售低迷以及公司战略转型对经营业务不好的网点进行削减所致；公司服装销售业务占主营业务收入比重分别为 90.93%、76.67%和 59.36%，收入占比逐年下降。

从毛利率方面看，2013~2015 年，公司分别实现综合毛利率 52.41%、42.85%和 48.88%，呈波动下降态势，主要系公司服装销售业务毛利率下降较快所致。2013~2015 年，公司游戏运营业务毛利率分别为 34.90%、55.18%和 86.57%，毛利率呈快速增长态势，主要系公司游戏开发体系日渐成熟以及运营游戏呈中重度化游戏 ARPU 值有所提高所致。2013~2015 年，公司 IP 运营业务毛利率分别 68.36%、75.61%和 87.68%，主营业务毛利率增长很快，主要系公司 IP 运营进行业务转型所致。2013~2015 年，公司服装销售业务毛利率分别为 53.93%、38.32%和 22.91%，毛利率呈快速下降态势，主要系低毛利的皮草贸易占比增加从而拉低了服装业务毛利率所致。

表 2 2013~2015 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
游戏运营	4,662.35	8.45	34.90	14,324.04	20.43	55.18	24,849.39	31.13	86.57
IP 运营	346.75	0.63	68.36	2,032.16	2.90	75.61	7,593.21	9.51	87.68
服装销售	50,199.01	90.93	53.93	53,764.42	76.67	38.32	47,383.28	59.36	22.91
合计	55,208.11	100.00	52.41	70,120.62	100.00	42.85	79,825.88	100.00	48.88

资料来源：公司提供

注：公司主营业务收入数据经追溯调整，2013~2015 年数据均计入酷牛互动、杭州幻文与天上友嘉营业收入相关数据。

2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 3.58 亿元，其中游戏运营业务实现营业收入 1.91 亿元，收入占比 53.41%，占比进一步提高；IP 运营业务实现营业收入 0.50 亿元，收入占比 14.05%，占比进一步提高；服装销售实现营业收入 1.16 亿元，收入占比 32.53%，占比进一步下降。2016 年 1~9 月，公司综合毛利率为 70.39%，较上年增长 21.51 个百分点，主要系高毛利率的游戏业务占比持续上升所致；其中游戏运营业务毛利率为 91.69%，较上年增长了 5.12 个百分点；IP 运营实现毛利率 87.84%，较上年上升了 0.16 个百分点；公司服装销售业务实现毛利率 27.89%，较上年增长了 4.98 个百分点。

总体看，公司通过收购游戏开发与 IP 运营公司实现业务转型，由服装制造企业转型为泛娱乐经营公司。随着公司转型的逐步深入与收购公司业务快速提高，公司游戏运营与 IP 开发业务收入快速增长，盈利能力快速提高。

2. IP 运营及采购

公司 IP 运营与主要 IP 采购由全资子公司杭州幻文进行经营，动漫 IP 资源由公司总部进行采购。业绩承诺期后，杭州幻文会作为公司的主要 IP 资源库与 IP 资源渠道方。

公司 IP 运营业务由其子公司杭州幻文经营。杭州幻文 IP 运营业务分为版权代理服务、无线

阅读和游戏、影视合作开发运营。具体来看，版权代理业务主要基于优质文学作品、动漫作品的版权交易业务。无线阅读业务是杭州幻文向作者或者授权机构购买作品版权，杭州幻文转授权作品版权给三大电信运营商以及开放平台（阅文集团、腾讯文学、塔读、爱阅读等），获取分成收入。游戏、影视合作开发运营业务是杭州幻文向作者或授权机构购买作品版权，向游戏、影视开发商提供授权服务，收取版权金并参与未来收入分成；公司按照市场价格通过协商进行版权金与分成收入比率进行定价，通常版权金额较大则分成收入占比相对较小，反之亦然；杭州幻文主要游戏合作商为中手游、乐逗游戏、君海游戏和天神互动等，影视合作商主要为乐视网、云端传媒、椰子娱乐和 PPTV 等。目前，公司 IP 运营以游戏、影视合作开发运营业务为主。

挖掘、甄别 IP 方面，公司进行全版权³一体化 IP 采购，公司在本部设有 IP 运营部，杭州幻文在其影视部和游戏中心设有 IP 挖掘团队，公司根据 IP 的广度、深度与复用性进行比较选择。广度与深度考量 IP 的粉丝规模、阅读人群转帖/转发情况，团队根据百度指数、贴吧回帖量、付费数据等基本数据进行初步判断，之后会根据内容进行深度判断；IP 的复用性指 IP 可以转化成动漫、影视、游戏产品的潜力，杭州幻文和公司总部选择至少可以制作两类产品的 IP，同时必须有制作游戏的基础，如：“游戏+影视”、“游戏+动漫”、“游戏+网文”。

IP 采购风险控制方面，公司法务部会对 IP 的版权以及内容进行合规审查，以避免侵权和内容管制风险。公司负责 IP 采购人员会同游戏部门以及影视部门对 IP 的可开发性、未来开发成果以及 IP 粉丝群体进行分析，IP 运营业务版权金收入要覆盖 IP 采购成本；用于自行开发游戏、动漫的 IP 采购，公司要求未来核心粉丝群玩家/观众消费支出要基本覆盖 IP 采购成本。

IP 获取渠道方面，公司无原创 IP 团队，以对外采购作为 IP 储备的主要来源。杭州幻文经营时间较长、市场信誉较好，积累了一批资深网络作家资源，与杭州幻文合作作家数量为 345 人，合作版权授权机构 28 个，合作影视机构 10 个、合作动漫机构 5 个。杭州幻文与全国最大的网络文学运营机构阅文集团旗下的创世中文网达成 IP 资源战略合作，可以从创世中文网优先获取 IP 资源。IP 采购费用厘定方面，杭州幻文会向作者或 IP 授权方支付版权金与分成收入，费用厘定按照市场价格进行调整。

2016 年 3 月，公司本部与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署《IP 授权合作框架协议》，公司可以从腾讯动漫 IP 库中购买动漫版权，给予公司在中国大陆地区进行移动游戏、网页游戏、电视剧（含网络剧）改编、开发、发行和运营权，游戏改编版权有效期为该动漫在腾讯动漫平台上映后三年内，影视改编版权有效期为该动漫在腾讯动漫平台上上映 5 年内。腾讯动漫是我国最大的互联网动漫平台之一，腾讯网络平台作品总量超过 2 万部，投稿作者总数超过 5 万人。公司以 1 亿元获得《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》等若干动漫 IP，若公司继续新增 IP 则需要双方另行商议并签署合同。

从 IP 采购情况看，2013~2016 年三季度，公司文字阅读领域的 IP 采购数量呈波动下降态势，主要系杭州幻文将经营重点转向游戏、影视的合作开发运营业务所致。2013~2016 年三季度，公司 IP 采购单价分别为 0.98 万元/个、2.16 万元/个、70.02 万元/个和 655.16 万元/个，采购单价呈快速增长态势，主要系近年来 IP 热度增加，游戏公司、影视及动漫公司竞相采购 IP，从而提高了 IP 采购价格所致。从 IP 运营情况看，2015 年以来，杭州幻文大力发展游戏和影视的合作运营业务 IP 版权授权收入以及分成收入呈大幅增长态势。

³全版权包含了 IP 的游戏、动漫、影视和网文及其他方面的运营开发权。

表 3 2013~2016 年三季度公司 IP 版权采购及运营情况（单位：个、万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
IP 采购数量	156	662	116	27
IP 采购金额	152.76	1,494.97	8,122.39	17,689.29
其中：自用 IP 采购金额	--	324.12	2,408.49	14,559.76
IP 授权数量	--	2	23	16
取得 IP 授权金收入	--	566.04	5,707.93	4,773.58
取得 IP 分成收入	--	343.94	699.93	241.48
数字阅读收入	346.75	1,122.18	1,185.35	15.78

资料来源：公司提供

注：2015 年，公司总部、酷牛互动+天上友嘉采购 IP 数量和金额分别为 2 个、2 个和 0.24 亿元、0.01 亿元；2016 年，公司总部、酷牛互动+天上友嘉采购 IP 数量和金额分别为 14 个、2 个和 1.35 亿元、0.11 亿元。

公司 IP 储备较为丰富，2016 年 9 月末，公司 IP 库中全版权 IP 总数为 711 个，以原始 IP 形态的网络文学和动漫为主，没有改编手游相对容易的端游 IP。公司重要在手 IP 有知名武侠小说作家温瑞安的《神州奇侠》、《四大名捕》、《纵横》、《风流》以及 8 部系列作品，香港著名漫画家马成荣的《中华英雄》，新派小说家上官鼎重出江湖的作品《王道剑》，网络玄幻修真类作品《飘渺之旅》，高人气影视剧《锦绣未央》，鹅是老五的《造化之门》，传统动画经典《新葫芦兄弟》等。公司向腾讯动漫购买的 10 个动漫 IP，其中《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《妖精种植手册》分别排 16 年 12 月票榜的第 4 位、第 9 位和第 15 位，具体如下表所示。

表 4 截至 2016 年 9 月末公司重要在手 IP

序号	版权名称	授权类型	IP 介绍
1	《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。
2	《四大名捕》	游戏等改编权	
3	四大名捕战天王包含《纵横》、《风流》两部	游戏	
4	系列作品包含《温柔一刀》、《一怒拔剑》、《惊艳一枪》等 8 部作品	游戏	
5	《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。
6	《尘缘》	影视、游戏等	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。
7	《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”。
8	《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。
9	《中华英雄》	游戏等改编权	作家马成荣香港著名漫画家。该作品。1982 年问世曾创造出十八万的惊人销量，并开创写实型漫画之风。
10	《造化之门》	游戏等改编权	作者鹅是老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 万总点击。
11	《王道剑》	游戏等改编权	作者上官鼎是上世纪 60 年代台湾红极一时的新派武侠小说作家，现为中华文化总会会长。该作品是上官鼎重出江湖的新派武林小说，得到京东网买家好评度 96%，得到卓越网好评度 99.3%。
12	《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 月票榜第四名。
13	腾讯动漫系列	影视、游戏等	《从前有座灵剑山》、《超游世界》、《东郭小节》、《银之守墓人》、《山河社稷图》、《幻界王》、《妖精种植手册》、《我的天劫女友》、《我的逆天神器》、《降灵记》。
14	《锦绣未央》	游戏	电视剧，目前人气指数第一，电视剧锦绣未央的游戏改编权，原网文小说名为《庶女有毒》，作者秦简。
15	《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。

资料来源：公司提供、起点网、17k 小说网、京东网、卓越网、联合信用整理。

总体看，公司有良好的 IP 挖掘能力与 IP 运营能力；公司 IP 获取渠道较为广泛、IP 储备较为丰富，重要在手 IP 市场影响力较大，但公司无改编手游较为容易的端游 IP；公司获取 IP 都为外购取得并无原创 IP 团队，IP 采购价格快速上升增加了公司的 IP 运营成本以及后续游戏业务运营风险。

3. 游戏研发

公司游戏研发由子公司酷牛互动和天上友嘉进行，酷牛互动擅长卡牌与 MMORPG⁴手游研发，天上友嘉擅长 3D 卡牌和 RPG 手游的研发。2016 年以来，公司总部也通过委托旗下产业基金投资的游戏公司进行游戏开发。

开发技术方面，公司大部分客户端采用 Unity3D 引擎进行开发，从美术资源设计、程序研发到关卡设计均有较为完整的资源管线，能够快速进行游戏研发的迭代，保证游戏开发的高效、优质；公司封装一套各种平台、设备的挂接 SDK，为游戏提供一套通用的挂接接口，基于统一挂接 SDK，公司编写了 IOS 和安卓系统自动打包工具，可以完成自动打包工作。公司后端程序开发技术采用优化的 TCO 标准网络协议，使用 Erlang 语言进行程序编写，游戏服务器可以较方便部署到 Windows/Linux 服务器上；公司游戏平台服务器财务分布式模块，对网络、CPU 占用率较低，单台服务器可支持 5,000 人同时在线，使用多台分服务器分布式处理，可支持海量用户在线。

天上友嘉与酷牛互动设立了较为完善的游戏开发流程。公司游戏研发流程分为立项、DEMO 评审、研发、测试、发布以及版本迭代六个过程，天上友嘉将 DEMO 评审与立项合并为一个流程。立项阶段，公司每月通过对热门游戏、玩家行为特征、产品差异机会、未来市场变化趋势和 IP 调研等因素进行考量，由立项委员会决定能否立项（天上友嘉要考量 DEMO 评审）。DEMO 评审阶段，公司根据核心玩法、IP 来制作 DEMO，并与 IP 版权方进行沟通，以保证游戏可以最大的还原 IP，征得版权方认可后公司制作代码级 DEMO，以确保技术上可以全面实现设计要求。研发阶段，公司建立项目计划基线，定出重要里程碑时点，在每个里程碑实现时对版本内容进行评审，判断是否符合立项内容，评审通过后方可进行下一步开发。在游戏上线运营后，公司依然会密切关注游戏中玩家的需求变化，不断推出新的玩法，进行游戏版本的升级，保持游戏对玩家持续的吸引力，从而提升公司移动网络游戏的生命力。

2013~2015 年，公司游戏研发情况较为平稳，每年新增研发游戏在 7 个左右，当年开发完成游戏数量在 4~6 个，每年有所波动，主要系受研发游戏难度不同所致；进入 2016 年，公司游戏研发数量大幅增长，2016 年 1~9 月公司新增研发游戏 16 个，主要系酷牛互动与天上友嘉为完成业绩承诺增大了游戏开发力度，以及公司本部当年立项游戏开发项目较多所致。从游戏研发周期看，酷牛互动游戏研发周期较长，平均研发周期为 14 个月，主要系酷牛互动以网络文学改编手游为主而，网络文学改编手游难度较大所致；天上友嘉游戏研发周期相对较短，平均研发周期为 8 个月左右，主要系天上友嘉以经典 IP 进行游戏研发为主游戏研发难度相对较小，且天上友嘉已经形成了较为成熟的 RPG 游戏研发体系以及玩法模式。

表 5 2013~2016 年 9 月公司游戏研发情况（单位：个）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
新增研发游戏	7	7	6	16
本年度完成研发游戏	5	6	4	6
期末在研游戏	2	3	3	16

资料来源：公司提供、联合评级整理。

⁴MMORPG 指大型多人在线角色扮演

截至 2016 年 9 月末，公司在研游戏 16 款，其中 10 款计划于 2017 年发布上线，计划 2018 年上线 2 款，2019 年上线 3 款。公司在研游戏以 MMORPG 和 RPG 类型游戏为主，其中 MMORPG 类型游戏 7 款，RPG 类型游戏 5 款，公司在研游戏呈中重度化态势，中重度游戏有较好的付费率、生命周期较长、ARPU 值较高的特点，有利于公司未来游戏收入持续提高。截至 2016 年 9 月末，公司在研游戏预计未来尚需投入 2.84 亿元，公司面临一定开发资金压力。

表 6 截至 2016 年 9 月末公司在研游戏（单位：万元）

项目	游戏类型	计划上线时间	研发阶段	预计未来投入金额
新 IP 项目一	策略塔防	--	研发中	2,000
《龙符》	回合 RPG	2017 年 7 月	研发中	3,500
《银之守墓人》	回合 RPG	2017 年 9 月	DEMO 期	2,500
《银之守墓人》	3DMMORPG	2017 年 9 月	DEMO 期	400
《从前有座灵剑山》	MMORPG	2018 年 1 月	DEMO 期	3,500
《玄界之门》	MMORPG	2018 年 8 月	准备立项	4,000
新 IP 项目二	回合 RPG	2019 年 1 月	IP 采购	4,000
新 IP 项目三	MMORPG	2019 年 3 月	IP 采购	4,000
新 IP 项目四	ARPG	2019 年 6 月	IP 采购	3,500
《传奇世界》	2DMMORPG	2017 年 1 月	正在进行删档测试	50
《热血大唐》	2DMMORPG	2017 年 3 月	正在准备删档测试	100
《新少年四大名捕》	2DMMORPG	2017 年 7 月	DEMO 期	280
《龙珠》	卡牌 RPG 手机游戏	2017 年 6 月	删档测试	150
《轩辕剑》	RPG 手机游戏	2017 年 2 月	删档测试	120
《三国志》	SLG 手机游戏	2017 年 3 月	删档测试	120
《灵剑山》	RPG 手机游戏	2017 年 8 月	开发阶段	180
合计	--	--	--	28,400

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，公司游戏研发以酷牛互动和天上友嘉为主，上述公司有较强的开发技术与成熟的研发体系，近年来公司游戏研发数量较为平稳，进入 2016 年游戏研发数量大幅增加。公司期末研发游戏数量较大，在研游戏呈中重度化有利于公司未来游戏收入持续提高，但是公司游戏研发资金需求较大，未来存在一定融资压力。

4. 游戏运营

公司游戏盈利模式是免费下载游戏软件，通过销售游戏中的虚拟道具获取收入。由于国内游戏发行市场主要为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 并由总公司发行游戏，也可继续收购前的经营方式。2013~2015 年，随着手游市场快速发展、公司研发能力不断增强，公司游戏运营收入呈快速增长态势，近三年公司分别实现营业收入 0.47 亿元、1.43 亿元和 2.48 亿元。从公司历年前五位游

戏收入情况看，2013~2015 年，公司前五位游戏收入占比波动下降态势，主要系公司推出游戏数量逐年增多所致，公司对主要游戏收入依赖度有所下降，由 2013 年的 88.30%下降至 2015 年的 47.96 %。近三年，公司前五位游戏变化较大，以唐门世界游戏为例 2013~2014 年该款游戏居公司游戏收入的榜首，进入 2015 年该款游戏收入占比仅为 4.01%，主要系移动游戏按照能够维持高流水的用户量进行推广，生命周期较短通常在 18 个月左右，维持相对较平稳收入，然后随着推广用户数量减少，付费用户数量的逐渐下降，游戏进入衰退期，流水开始逐步下降，最终退出运营。

表 7 2013~2015 年公司前五位游戏收入情况（单位：万元、%）

主要游戏	2013 年		主要游戏	2014 年		主要游戏	2015 年	
	收入	占比		收入	占比		收入	占比
《唐门世界》	2,766.62	59.34	《唐门世界》	5,178.18	36.15	《新仙剑奇侠传 3D》	5,929.84	23.86
《植物大战僵尸 OL》	876.29	18.80	《太古仙域》	2,493.37	17.41	《净化》	2,657.58	10.69
《大话水浒 WAP》	342.78	7.35	《绝世天府》	2,132.84	14.89	《少年四大名捕》	1,297.29	5.22
《兄弟萌》	130.93	2.81	《兄弟萌》	1,032.71	7.21	《传奇世界》	1,037.74	4.18
--	--	--	《星座女神》	941.34	6.57	《唐门世界》	995.53	4.01
合计	4,116.63	88.30	合计	11,778.98	82.23	合计	11,917.98	47.96

资料来源：公司提供、联合评级整理。

酷牛互动和天上友嘉开发的游戏运营情况较好。2013 年~2014 年 9 月，公司推出游戏主要为《唐门世界》、《兄弟萌》、《绝世天府》和《太古仙域》，其中游戏《唐门世界》月均 ARPU 至今值始终保持在 300 元以上，截至 2016 年 9 月末该款游戏累计充值金额为 1.09 亿元。2014 年 9 月~2015 年，公司累计推出 6 款游戏，6 款游戏当年推出的月均活跃率和月均付费率高于行业水平，上述游戏发布当年月均活跃率均超过了 10%，上述游戏月均付费率在 5%以上；《新仙剑奇侠传 3D》游戏玩家总数超过 1 千万人，累计充值金额达到 4.32 亿元；《古惑仔》、《女皇与宰相》和《少年四大名捕》月均 ARPU 至今值始终保持 100 元以上。2016 年以来，公司累计推出 7 款游戏，当年月均活跃率在 18%以上，较上年有较大水平的提高；月均付费率在 5%以上，游戏月均 ARPU 在百元以上且较上年有较大提高；其中，《圣斗士星矢：重生》上线 5 个月以来，玩家总人数已超过 400 万人，累计充值金额 1.93 亿元。

表 8 2014 年 9 月份~2016 年 9 月份公司上线游戏运营情况（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 ARPU 值	游戏充值金额
《足球世界杯》	2014 年 10 月	2014 年	149,867	11.00	5.00	38.15	37.72
		2015 年	329,524	3.00	2.00	73.18	17.39
		2016 年 1-9 月	334,119	1.00	0.69	6.15	0.17
《净化》	2015 年 1 月	2015 年	4,687,296	6.42	19.40	175.95	11,330.63
		2016 年 1-9 月	5,562,562	0.78	8.85	466.89	1,641.15
《新仙剑奇侠传 3D》	2015 年 4 月	2015 年	10,853,259	11.33	8.04	453.62	26,892.38
		2016 年 1-9 月	13,232,003	2.43	6.96	801.59	16,265.79
《古惑仔》	2015 年 7 月	2015 年	1,947,323	18.94	7.22	133.22	2,564.72
		2016 年 1-9 月	4,843,290	9.06	10.00	144.87	5,705.37
《女皇与宰相》	2015 年 12 月	2015 年	112,647	100.00	7.06	190.39	151.52

		2016年1-9月	1,433,835	13.54	9.19	142.64	2,319.95
《少年四大名捕》	2015年12月	2015年	2,333,512	100.07	6.09	93.07	1,323.96
		2016年1-9月	4,122,298	6.70	4.58	202.90	1,219.61
《大唐风云》	2016年3月	2016年1-9月	1,499,142	18.27	9.36	176.38	3,047.02
《圣斗士星矢：重生》	2016年4月	2016年1-9月	4,176,207	20.86	8.18	452.42	19,286.71
《纯三国》	2016年4月	2016年1-9月	660,311	18.38	7.02	275.02	1,207.09
《山海经》	2016年4月	2016年1-9月	437,108	21.03	5.28	123.07	392.75
《三国 Go》	2016年7月	2016年1-9月	25,235	36.04	9.95	308.43	108.38
《蜀山救世剑》	2016年5月	2016年1-9月	40,884	22.12	16.60	113.61	99.87
《超能复仇者》	2016年5月	2016年1-9月	1,271,375	23.21	11.18	131.41	2,654.14
《EVA》	2016年7月	2016年1-9月	896,049	33.27	8.70	585.33	1,556.35

资料来源：公司提供、联合评级整理。

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ARPU值为付费用户ARPU值。

公司游戏发行和推广主要通过具有发行资质、发行经验较为丰富、拥有大量用户的游戏发行商以及诸如腾讯、360、UC、苹果等平台作为游戏发行渠道商。公司最终客户是市场中每个游戏玩家，直接客户是游戏发行商，游戏发行商通过渠道商向玩家发送游戏 APP。公司具有一定的游戏发行能力但是尚未取得游戏发行资质，公司多数游戏与游戏发行商进行联合运营，公司会针对每款游戏特性选择一家或多家游戏发行商进行合作，公司客户会由于不同游戏的营收情况而产生波动。游戏发行商通过游戏玩家的充值消费取得运营收入后与公司进行收入分成，通常公司会取得运营纯收入⁵的 50~70%，游戏分成款会在运营期间的次月进行对账，对账确认后 3 个月进行结算。酷牛互动的游戏发行商同时也是游戏渠道商，前五位游戏发行商占比为 37.71%，前五位客户集中度尚可。天上友嘉前五位游戏发行商集中度较高，占比 83.67%，高集中度主要系天上友嘉合作的发行商以国内大型发行商为主，国内游戏发行市场格局处于垄断态势所致。

表 9 2015 年酷牛互动和天上友嘉前五位客户情况（单位：万元、%）

酷牛互动			天上友嘉		
客户	金额	占比	发行商	客户	占比
深圳市椰子互娱网络科技有限公司	1,037.74	9.67	天津随悦科技有限公司	6,193.33	43.86
深圳市讯鸿科技开发有限公司	872.40	8.13	北京触控科技有限公司	1,886.79	13.36
深圳市爱贝信息技术有限公司	728.39	6.78	成都卓星科技有限公司	1,603.77	11.36
淮安菠萝蜜信息技术有限公司	724.88	6.75	广东凡跃集团股份有限公司	1,132.08	8.02
苹果商城	684.51	6.38	上海黑桃互动网络科技有限公司	1,000.00	7.08
合计	4,047.92	37.71	合计	11,813.88	83.67

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，手游类游戏生命周期较短，公司前五位游戏收入变化较大，近三年公司前五位游戏收入占比逐年下降，有助于降低企业经营风险。近两年，公司推出游戏经营情况较好，各项指标高于行业水平，推出了数款较为优秀的游戏作品。

⁵游戏运营纯收入为用户实际销售收入扣除渠道费。

5. 动漫、影视业务

动漫、影视业务是公司泛娱乐经营的重要业务板块，该业务于 2015 年开始设立，由公司本部运营。公司动漫、影视业务经营模式为公司与动漫/影视制片公司、网络视频平台或一线卫视进行合作、投资，公司提供 IP 资源，参与制片。公司设有制片团队，制片团队对剧本大纲、编剧、导演、演员、制作过程以及商业推广进行监制。公司与上海美术电影制片厂联合出品《新葫芦兄弟》动漫，于 2016 年 7 月在爱奇艺平台独家网络播放；《新葫芦兄弟》动漫实行每周播放一集，目前已第一季上篇 26 集已播放完毕，第一季下篇开始持续播放；《新葫芦兄弟》在爱奇艺“最受欢迎魔幻榜”列第 7 位，第一季上篇播放量为 8.93 亿次，播放效果较好。公司与优酷土豆共同投资了 3D 武侠动画《少年锦衣卫》，目前影片已经初步制作完毕，于 2017 年 2 月首播，全网播放量 21 天超过 1.2 亿次。

公司拟筹备制作主控动漫电影 5 部、电视剧 2 部，电影 3 部，基本处于前期筹备与 IP 采购阶段，2017~2018 年，预计公司对动漫、影视制作投入资金合计 2.30 亿元，未来投入金额较大，公司存在一定融资压力。

总体看，公司动漫、影视业务是新设业务，作品《新葫芦兄弟》播放效果较好，为公司动漫、影视运营提供了良好的基础。但是公司介入该业务较晚，业务经验尚且不足，未来作品上线后面临一定业绩不确定性风险。公司拟筹备动漫、影视剧未来投入金额较大，公司存在一定融资压力。

6. 公司拟推出项目情况

随着公司泛娱乐运营能力日渐完善，公司会在移动游戏、动漫、影视剧等领域大量推出新产品，可以为公司带来较大的收入增长。2017 年，公司拟推出 11 款移动游戏，大都为中、重度游戏；其中，计划推出 7 款 RPG 类型游戏，4 款 MMORPG 类型游戏。公司推出中、重度游戏有利于增加游戏玩家粘性，增加游戏 ARPU 值。2017 年，公司拟筹备 5 部主控动画电影，其中 3 部已进入前期筹划阶段，2 部在进行 IP 采购阶段；其中 1 部动漫计划与 2018 年下半年上映，4 部计划于 2019 年陆续上映。2017 年，公司拟筹备 5 部影视作品，其中电影 2 部、电视剧 2 部，1 部电视剧计划于 2018 年末上映，1 部电视剧及 3 部电影计划于 2019 年上映。公司 IP 运营业务在 2017 年计划重点运作 9 个 IP 运营项目，其中 8 个 IP 为移动游戏授权业务，1 个 IP 为影视剧授权业务，预计 2017 年会有 8 个重点 IP 可以取得运营收入。

总体看，2017 年拟推出 11 款中、重度移动游戏，8 个重点 IP 上线运营，预计可以为公司带来较大规模的营业收入；公司 2017 年在筹划影视剧、动漫 10 部，计划与 2018~2019 年陆续推出；未来收入有一定保障。

7. 服装业处置情况

公司于 2016 年 3 月起停止服装生产，委托相关服装销售机构对库存服装采取品牌授权经营方式进行销售。对于 2013~2014 年生产的服装库存公司计划按照生产成本+一定处置费用的定价方式销售，2013 年以前生产的服装库存按照市价进行打折销售，公司计划 2016~2018 年分别处置服装库存约 800 万元、900 万元和 1,000 万元，于 2018 年末处置完毕。虽然公司制定了较为完善的库存处置计划，但是服装是应季产品，库存时间越长价值越低，公司服装库存处置期间较长且处置服装都在 2015 年初之前生产，未来公司服装的销售价格很可能大幅低于生产成本。

总体看，公司停止服装生产有助于公司专注发展泛娱乐运营业务；公司所处置服装库存都为 2015 年初之前生产，服装销售存在一定亏损风险。

8. 经营风险与关注

移动游戏市场处于由爆发期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

2016 年是移动游戏的转折之年，由前期超高速增长爆发期进入稳健增长期，游戏精品化趋势明显，产业的驱动力是用户价值的深度挖掘，前期依靠用户规模扩展的市场驱动力已经逝去。移动游戏换挡期市场竞争会日趋激烈，对游戏研发投入金额进一步增大。公司未来将面临更为激烈的市场竞争，可能对公司运营风险以及盈利能力有较大影响。

公司 IP 采购价格快速增长，上游成本投入增加，运营风险有所增大

IP 立体化开发的热潮同时也提高了 IP 市场价格，近年来公司 IP 平均采购成本呈快速增长态势。公司 IP 原创团队尚在筹备中且没有参股或控股网文阅读平台与互联网动漫平台，若未来 IP 市场进一步火爆，IP 授权价格进一步提高，则会增加公司业务上游成本投入，增大公司运营风险。

公司 IP 库中无端游 IP，文学、影视类 IP 改变游戏难度相对较大，对公司研发能力提出了更高的要求

公司 IP 储备中以文学类、动漫和影视类 IP 为主，无改编手游较为容易的端游 IP，对公司游戏研发能力提出了更高的要求。天上友嘉以经典 IP 改编游戏为主，未来能否成功的对文学、动漫和影视类 IP 进行改编，存在一定不确定性。

公司在研手游及动漫、影视剧未来投入金额较大，公司面临一定融资压力。

截至 2016 年 9 月末，公司在研游戏 16 个，预计未来尚需投入金额 2.84 亿元；公司拟筹备动漫、影视剧合计 10 部，拟投入金额 2.30 亿元，公司面临较大的资金压力。手游、动漫与影视剧产品研发、筹备周期较长而产品生命周期相对较短，且产品上线后的实际业绩与预期业绩差异不确定性较大，公司在高投入开发项目的情况下面临一定经营与财务风险。

公司持续收购游戏公司面临一定管理团队融合风险

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，公司总部与重要子公司管理管队尚在融合期。虽然酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉业务发展形势良好，但是未来仍面临一定管理团队融合风险。

9. 未来发展

公司以 IP 为核心布局互联网泛娱乐产业，打造互联网泛娱乐产业运营商。公司构建以泛娱乐文化产业为主的业务发展，金融投资为杠杆的多元化发展平台，加速完成公司的转型升级和结构调整，公司布局广阔前景、风险较低的业务组合。公司确定了以网络游戏产业为今后大力发展的业务领域，对服装业务采取品牌授权经营的方式。同时，公司将持续扩大对于移动互联网业务的关注范围，不断引进优秀的移动互联网业务人才。

总体看，公司未来发展战略清晰，发展战略可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见；2014~2015 年度合并财务报表系假设公司已完成对酷牛互动及天上友嘉股权收购而编制的备考财务报表，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审阅；2016 年三季度报未经审计。公司执行财政部 2014 年修订的新版企业会计准则。考虑到 2014~2015 年公司发生重大资产重组，主营业务新增游戏板块，主营业务发生重大变化，备考合并报表仅包含酷牛互动和天上友嘉，未包括

杭州幻文（杭州幻文为公司自有现金收购，瑞华会计师事务所未将杭州幻文财务数据纳入 2014 年审阅报告），公司财务数据的可比性受到较大影响，因此本报告财务分析部分仅对 2015 年备考财务数据与 2016 年 1~9 月份财务数据（未经审计）进行分析。

2013 年公司合并范围未发生变更；2014 年公司新增 1 家子公司深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙），为新设立子公司；2015 年公司新增 14 家子公司，其中酷牛互动（含 5 家子公司）和杭州幻文（含 6 家子公司）为非同一控制下企业合并，深圳国金凯撒二期创业投资企业（有限合伙）为新设立子公司；2016 年前三季度公司新增 9 家子公司，出售 1 家子公司，其中天上友嘉及其子公司为非同一控制下企业合并。截至 2016 年 9 月底，公司纳入合并报表范围的子公司共 28 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 41.93 亿元，负债合计 5.45 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）36.48 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.96 亿元。2015 年，公司实现营业收入 7.87 亿元，净利润（含少数股东损益）1.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.87 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 41.42 亿元，负债合计 6.30 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）35.13 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 33.64 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.40 亿元，净利润（含少数股东损益）0.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.88 亿元。

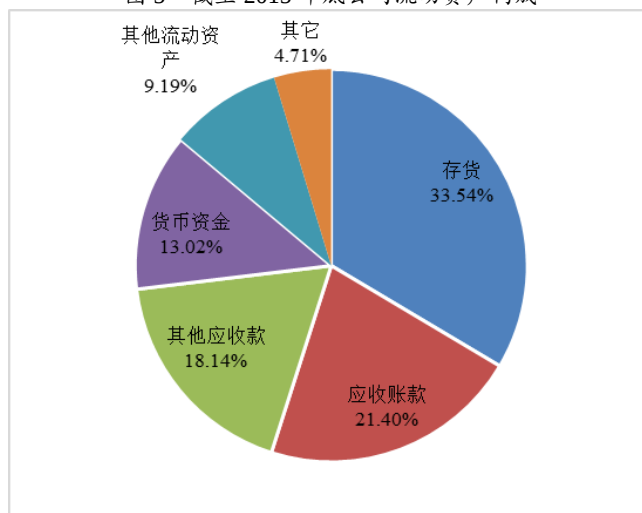
2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 41.93 亿元，其中流动资产占比 23.50%，非流动资产占比 76.50%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 9.85 亿元，其中以货币资金（占比 13.02%）、应收账款（占比 21.40%）、其他应收款（占比 18.14%）、存货（占比 33.54%）和其他流动资产（占比 9.19%）为主（如下图所示）。

图 5 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审阅报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 1.28 亿元，主要为公司收到的银行借款和经营所得。公司货币资金主要由库存现金（占比 0.31%）、银行存款（占比 95.42%）和其他货币资金（占比 4.26%）构成，其中其他货币资金为银行承兑汇票保证金和支付宝等第三方平台存款，受限资金占比

3.53%，受限比例较低。

截至 2015 年底，公司应收账款为 2.11 亿元，主要由未收回的游戏运营款（占比 44.98%）、未收回的服装销售款（占比 44.97%）和未收回的版权运营款（占比 10.05%）构成；其中，账龄在 1 年以内的占比为 96.52%，1~2 年的占比为 2.09%，2~3 年的占比为 1.37%，3 年以上的占比为 0.03%。公司对应收账款计提了 0.13 亿元的坏账准备，计提比率为 5.95%，考虑到公司游戏业务的下游主要是游戏产品发行商，其竞争较为激烈，拖欠账款对其信誉影响较大，公司应收账款坏账发生可能性较低。截至 2015 年底，公司应收账款余额前 5 名客户应收账款余额合计 0.73 亿元，占比 32.45%，集中度较高。

表 10 截至 2015 年末公司前五大应收账款（单位：万元、%）

客户	应收占款金额	占比
TIANJIN YING DA INT'L TRDG CO., LTD	3,005.18	13.40
深圳市椰子互娱网络科技有限公司	1,100.00	4.91
天津随悦科技有限公司	1,062.54	4.74
成都卓星科技有限公司	1,107.68	4.94
北京触控科技有限公司	1,000.00	4.46
合计	7,275.39	32.45

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 1.79 亿元，主要由因收购事项产生的其他应收款净额、往来款、各类保证金及押金构成，其中因收购事项产生的其他应收款净额、往来款占比分别约为 74%和 19%。按照账龄分析法，1 年以内的占比 90.05%，1~2 年的占比 5.35%，2~3 年的占比 1.88%，3 年以上的占比 2.72%。公司对其他应收款计提坏账准备 416.32 万元，计提比率为 2.28%，计提比例较为合理。公司前五大其他应收款账面余额合计 0.34 亿元，占总额的比例为 18.83%，主要由公司对深圳市酷牛无疆科技有限公司（以下简称“酷牛无疆”）的往来款构成，形成原因主要为酷牛无疆代理发行酷牛互动研发的手机游戏，酷牛互动向酷牛无疆提供不超过 2500 万元的资金资助，截止 2016 年 4 月 18 日，酷牛无疆已向酷牛互动返还本金及利息，占总额的比例为 12.54%，集中度一般。

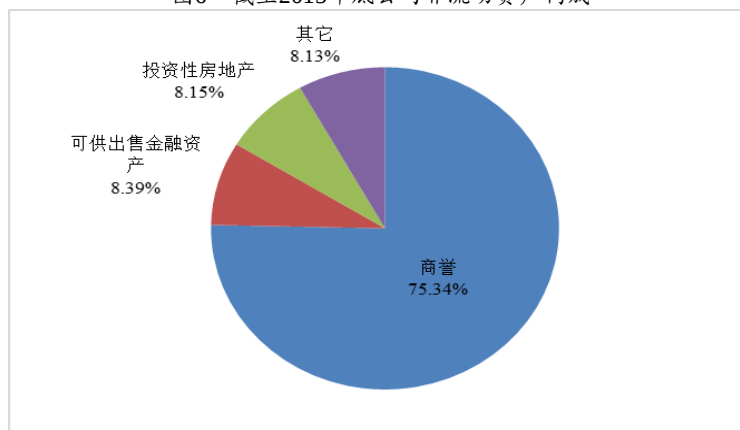
截至 2015 年底，公司存货为 3.31 亿元，主要为服装、箱包和皮具等。公司的存货主要由原材料（占比 6.89%）、库存商品（占比 90.44%）和发出商品（占比 1.55%）等构成。2015 年，公司计提存货跌价准备 0.32 亿元，全部为计提库存商品跌价准备，计提比率为 9.67%，计提比率较高，主要系公司高端品牌服装销售低迷所致，公司存货存在一定减值风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 0.91 亿元，主要为银行理财产品，包括期限为 58 天的南洋银行汇益达 I 号（占比 53.34%）、期限灵活的浙银财富-天天增金（占比 13.54%）和华兴银行小微余额宝（占比 12.15%）等，期限均为 1 年以内。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 32.08 亿元，主要由可供出售金融资产（占比 8.39%）、投资性房地产（占比 8.15%）和商誉（占比 75.34%）构成。

图6 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审阅报告

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 2.69 亿元，全部为可供出售权益工具，主要系公司布局泛娱乐产业服务所投资的公司。2015 年公司对北京网元圣堂娱乐科技有限公司、成都我趣成科技有限公司、上海逸趣网络科技有限公司进行了增资，新增项目为上海野火网络科技有限公司、常州卡米文化传媒有限公司、武汉泛娱信息科技有限公司、上海丽桑卓网络科技有限公司，所投项目均处于投资期，收入增长稳定。公司可供出售权益工具未计提减值准备。

公司投资性房地产按成本法计量。截至 2015 年底，公司投资性房地产为 2.61 亿元，主要为公司投资的厂房、商铺，均为自持物业，分布在汕头、河南、郑州、惠州、无锡等地区，出租率均为 100%，租金收入情况良好。

截至 2015 年底，公司商誉为 24.17 亿元，主要系公司溢价收购全资子公司所致，主要包括收购天上友嘉（占比 49.75%）、酷牛互动（占比 30.20%）和杭州幻文（占比 19.31%）等产生的溢价，公司对商誉计提减值准备 0.27 亿元，计提比例为 1.11%，主要系对宇鑫（广东）贸易有限公司计提的减值准备，占比为 90.67%，计提比例较为合理。虽然天上友嘉、酷牛互动和杭州幻文经营情况较好，均已完成 2015 年度业绩承诺，但是移动游戏市场竞争加剧、IP 投入成本增大以及管理团队尚需进一步融合等因素均对收购子公司盈利能力有较大不利影响，公司商誉仍面临一定减值风险。

资产抵质押方面，截至 2015 年底，公司受限资产为货币资金 452.22 万元，占总资产比例 0.11%，公司受限资产规模很小。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 41.42 亿元；其中，公司流动资产 9.30 亿元，非流动资产 32.13 亿元。截至 2016 年 9 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 22.44%和 77.56%，较年初变化不大。其中，公司货币资金较年初增长 20.33%，主要系公司重大资产重组配套募集资金到账，且公司、香港子公司及酷牛互动应收账款较上期回收较多带来货币资金增长所致；公司其他应收款较年初下降 86.68%，主要系子公司酷牛互动收回酷牛无疆其他应收款增长所致；公司存货较年初下降 33.71%，主要系传统服装行业继续消化库存以及继续提取存货跌价准备所致，公司面临较大的存货减值风险。公司其他流动资产较年初增长 174.56%，主要系购买的理财产品金额增加所致；公司可供出售金融资产较年初增长 42.21%，主要系公司专项产业基金增加对外投资所致。

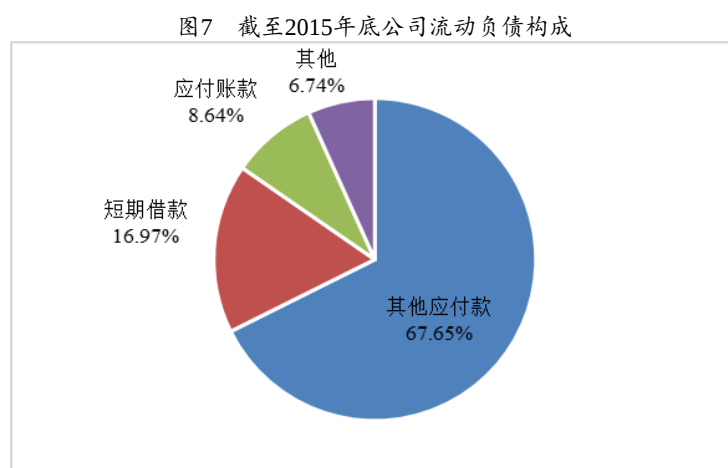
总体看，公司流动资产中存货和应收账款占比较高，占用了较多的流动资金，公司存货中服装库存存在一定减值风险；公司非流动资产中商誉规模较大，考虑到市场竞争激烈、团队尚需进一步融合等因素，未来存在一定的减值风险。

3. 负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债总额 5.45 亿元，其中流动负债占比 98.39%，非流动负债占比 1.61%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

截至 2015 年底，公司流动负债合计 5.36 亿元，主要以短期借款（占比 16.97%）、应付账款（占比 8.64%）和其他应付款（占比 67.65%）为主（如下图所示）。



资料来源：公司审阅报告

截至 2015 年底，公司短期借款为 0.91 亿元；其中，信用借款占比 79.45%，其他借款占比 20.55%，其他借款为信托收据融资。公司短期借款融资成本约为 4.42%。

截至 2015 年底，公司应付账款为 0.46 亿元，主要由公司游戏研发采购和购买 IP 形成的应付账款（占比 25%）及服装业务采购应付款（占比 75%）构成。截至 2015 年底，公司应付账款中 1 年以内的占比 90.99%，1 年以上的占比 9.01%，其中账龄超过一年的应付账款主要为应付新疆广汇信邦房地产开发有限公司和应付北京金熊服装服饰有限公司的款项，以上款项均未到结算日。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 3.63 亿元，主要为应付股权收购款、各类保证金及押金、往来款等，其中应付股权收购款占比约为 96%。截至 2015 年底，公司其他应付款中 1 年以内的占比 98.17%，1 年以上的占比 1.83%，其中账龄超过一年的其他应付账款主要为汕头市凯汕服饰有限公司、重庆中龙港服饰有限公司和南京杰勋服饰有限公司未退还的保证金。

非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债 0.09 亿元，主要由长期借款（占比 40.19%）、递延收益（占比 31.19%）和递延所得税负债（占比 28.62%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 0.04 亿元，全部为子公司凯撒（中国）股份香港有限公司通过香港按揭证券有限公司担保向汇丰银行的港币借款，借款将于 2017 年 9 月到期。

截至 2015 年底，公司递延收益为 0.03 亿元，主要为公司获得的政府补助。其中，与收益相关的递延收益为“深圳市文化创意产业发展专项资金 2015 年第一批扶持计划”的扶持资金，占比为 7.33%；与资产相关的递延收益为公司收到的“2013 年广东省产业结构调整优势产业转型升级专项资金”，占比为 92.67%。

截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 0.03 亿元，主要为非同一控制下企业合并资产评估增值产生。

截至 2015 年底，公司全部债务规模为 0.98 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 96.42%

和 3.58%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 13.00%、2.63%和 0.10%，债务水平低，债务负担轻。

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额 6.30 亿元；其中，公司流动负债 5.26 亿元，非流动负债 1.04 亿元。截至 2016 年 9 月底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 83.47%和 16.53%，非流动负债比例有所上升。截至 2016 年 9 月底，公司应付账款较年初下降 28.96%，主要系公司转型、减少服装业务的采购所致；公司长期借款较年初增长 2,741.98%，主要系公司取得 1 亿元信托借款所致。

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务规模为 1.84 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 45.62%和 54.38%，以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 15.21%、4.98%和 2.77%，均较年初有所上升，但仍属较低水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务水平低，债务负担轻。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 36.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 34.96 亿元，少数股东权益 1.52 亿元。归属母公司所有者权益中，股本占比 14.55%，资本公积占比 71.03%，其他综合收益占比-0.02%，盈余公积占比 1.35%，未分配利润占比 13.09%，公司所有者权益的稳定性较好。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益 35.13 亿元，较年初下降 3.78%，主要系未分配利润下降所致，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司主要由股本和资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

公司通过收购酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉三家互联网游戏公司，初步完成了泛娱乐产业链中“IP 运营+IP 商业化”的布局，逐步构建以精品 IP 为核心的互联网娱乐生态体系，实现了经营业绩的大幅提升，体现了较好的经营成果。2015 年，公司实现营业收入 7.87 亿元，净利润 1.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.87 亿元。

从期间费用来看，2015 年公司费用总额为 1.96 亿元，其中销售费用占比 58.31%，管理费用占比 40.00%，财务费用占比 1.69%。2015 年，公司销售费用为 1.14 亿元，主要由销售人员的工资及福利（占比 30.25%）、装修费（占比 14.32%）和商场管理费（占比 13.11%）构成；管理费用为 0.78 亿元，主要由管理人员的工资及福利（占比 32.43%）、研发费（占比 12.09%）和管理托管费（占比 9.89%）构成；财务费用为 331.36 万元，主要为公司利息支出。2015 年，公司费用收入比为 24.86%。总体看，公司费用控制能力尚可。

2015 年，公司资产减值损失为 0.39 亿元，主要为坏账损失（占比 34.84%）、存货跌价损失（占比 59.82%）和商誉减值损失（占比 5.34%）。2015 年，公司投资收益为 968.52 万元，主要为公司购买的理财产品产生的投资收益。公司投资收益占营业利润的比重为 6.66%，对利润水平的影响较小。2015 年，公司获得营业外收入 0.23 亿元，占利润总额的比重为 14.46%，主要由固定资产处置利得（占比 60.74%）、政府补助（占比 19.76%）和赔款（占比 19.35%）构成。公司利润总额对投资收益和营业外收入不存在过度依赖。

从盈利指标来看，公司 2015 年营业利润率为 47.04%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.48%、4.16%和 4.39%。由于公司目前处于良性增长阶段，考虑到公司丰富的 IP 储备资源和以 IP 为核心的全产业链布局，未来盈利能力仍有较大的提升空间。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.40 亿元，净利润 0.78 亿元。

总体看，公司通过并购互联网游戏公司实现了营业收入和净利润的大幅增长；考虑到公司目前处于良性增长阶段，未来盈利前景较好。

5. 现金流

从经营活动情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流量净额为 1.49 亿元，其中经营活动现金流入 7.82 亿元，经营活动现金流出 6.34 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金为 1.06 亿元，包括管理费用、营业费用中支付的现金 0.62 亿元和资金往来 0.40 亿元。从收入实现质量看，公司 2015 年现金收入比为 95.03%，收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，公司 2015 年投资活动现金流量净额为-3.30 亿元，其中投资活动现金流入 4.09 亿元，投资活动现金流出 7.39 亿元，主要系公司购买酷牛互动和杭州幻文股权支付的现金。

从筹资活动情况来看，公司依据经营和投资情况进行融资，2015 年公司筹资活动现金流入 2.38 亿元，筹资活动现金流出 2.45 亿元。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.07 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.06 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-8.15 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 6.96 亿元。公司经营性现金流情况较好，2016 年 1~9 月，公司现金收入比为 118.75%。公司投资活动现金流出大幅增长，主要系 2016 年公司收购天上友嘉现金支出所致，2015 年度收购酷牛互动和杭州幻文的投资款部分在当期支付所致；筹资活动产生的现金流入大幅增长，主要系公司于 2016 年 4 月非公开发行股票募集资金 59,120.15 万元所致。

总体看，公司经营情况良好，经营活动现金流较好；公司持续收购活动导致公司投资活动产生的现金流出较大，大规模偿借款导致筹资活动现金流为负，考虑公司拟推出项目所需资金较大，公司存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司流动比率为 1.84 倍，速动比率为 1.22 倍，短期流动性较强；经营现金流动负债比率为 27.72%，经营现金净额不能覆盖流动负债；现金短期债务比为 1.35 倍，现金类资产对短期债务的保护能力较高。总体看，考虑公司现金类资产较为充裕，短期支付能力较强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，公司 2015 年 EBITDA 为 2.24 亿元，其中利润总额占比 72.41%、计入财务费用的利息支出占比 3.38%、折旧占比 9.90%，摊销占比 14.31%。2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 29.63 倍，处于较高水平；EBITDA 全部债务比为 2.28 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较高。公司 2015 年经营现金债务保护倍数为 1.51 倍，经营活动收到的现金能够覆盖债务。考虑公司债务规模较小，EBITDA 对全部债务的保障能力和对利息保障能力较强，整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 9 月底，公司无对外担保情况。

截至 2016 年 9 月底，公司完美世界（重庆）互动科技有限公司以不正当竞争纠纷对公司子公司成都指点世纪网络科技有限公司（以下简称“成都指点”）及其他 3 家公司（非公司及其子公司）向北京市海淀区人民法院提起诉讼，要求成都指点与其他 3 家公司赔偿经济损失 1,000 万元及维权费用 21.06 万元。2017 年 2 月 17 日，经北京市海淀区人民法院调解，完美世界（重庆）互动科技有限公司放弃全部诉讼请求。公司无重大未决诉讼、仲裁。

截至 2016 年 9 月底，公司所获得的银行授信额度总额为 5.40 亿元，已使用额度 0.84 亿元，未使用额度 4.56 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2017 年 2 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司通过收购酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉三家互联网公司，逐渐形成以 IP 为核心的全产业链互联网娱乐生态，实现了主营业务收入的大幅增长；公司现金类资产较为充裕，短期支付能力较强；EBITDA 对全部债务的保障能力和对利息的保障能力较强，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务为 1.84 亿元，本次拟发行债券规模为 5.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发行额度大，对公司债务水平有一定的影响。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 5.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 14.59%、16.30%和 24.34%，分别上升了 11.82 个百分点、11.32 个百分点和 9.13 个百分点，债务负担加重，但仍属合理水平。考虑到本次债券部分募集资金拟将用于偿还公司债务，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 7.82 亿元，对本次债券发行额度（5.00 亿元）的保护倍数为 1.56 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的保护程度较高；公司 2015 年 EBITDA 为 2.24 亿元，对本次债券发行额度（5.00 亿元）的保护倍数为 0.45 倍，公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家在泛娱乐产业链中以“IP 运营+IP 商业化”进行全方位布局的企业，在经营模式、游戏研发能力、IP 运营能力、IP 资源储备及盈利能力等方面具有较强的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很低。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据深圳高新投与公司签署的《担保协议书》和深圳高新投出具的《担保函》，深圳高新投为公司本次发行的不超过 5 亿元债券的还本付息提供无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的本金、利息、违约金和实现债权的费用。

深圳高新投承担保证责任的期间为本次债券存续期及债券到期日起 2 年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

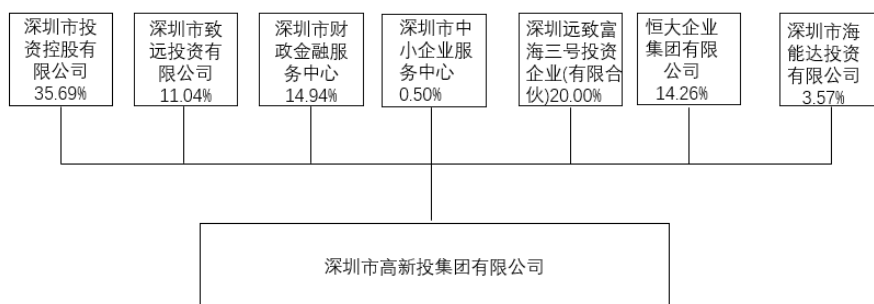
2. 担保人信用分析

（1）深圳高新投概况

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳

市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为1亿元。2004年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年更为现名。历经多次股权变动，截至2016年9月底，深圳高新投注册资本合计48.52亿元，其中深圳投资持股35.69%；深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）持股20.00%；深圳市财政金融服务中心持股14.94%；恒大企业集团有限公司持股14.26%；深圳市远致投资有限公司持股11.04%；深圳市海能达投资有限公司持股3.57%；深圳市中小企业服务中心持股0.50%。深圳市人民政府通过其控制的4家国有企业深圳投资、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务署持有深圳高新投62.17%的股权，是深圳高新投的实际控制人，具体情况如下图所示。

图8 截至2016年9月底深圳高新投股权结构图



资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投经营范围：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁；典当/小额贷款业务。

深圳高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门；设有5家子公司，分别为高新投融资担保公司、高新投创业投资公司、高新投保证担保公司、高新投小额贷款公司、华贸典当有限公司，专业负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务，其中高新投保证担保公司下设32个分公司及办事处，主要设立在北京、广州、成都等经济发达城市。截至2016年9月底，深圳高新投拥有员工367人。

截至2015年底，深圳高新投资产总额82.02亿元，所有者权益合计63.96亿元，全部为归属母公司所有者权益为63.96亿元；2015年，深圳高新投实现营业收入9.34亿元，其中非融资担保业务收入3.84亿元，融资担保业务收入0.91亿元，资产管理业务收入2.50亿元，实现净利润6.07亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。

截至2016年9月底，深圳高新投资产总额80.14亿元，所有者权益合计63.71亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016年1~9月，深圳高新投实现营业总收入8.58亿元，其中融资担保业务收入0.56亿元，实现净利润5.45亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。

深圳高新投注册地址：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）运营环境分析

据2015年国民经济和社会发展统计公报披露的初步统计数据，2015年，全年国内生产总值67.67万亿元，同比增长6.9%（生产总值及各产业增加值的绝对数按现价计算，增长率按不变价格计算，下同），其中，第一产业增加值6.09万亿元，增长3.9%；第二产业增加值27.43万亿元，

增长 6.0%；第三产业增加值 34.16 万亿元，增长 8.3%。三次产业结构为 9.0：40.5：50.5。全年国民总收入 67.30 万亿元。总体看，2015 年我国国民经济运行处在合理区间，经济呈现稳中趋缓的发展态势。

表 11 中国宏观经济主要指标（单位：%、亿美元）

年份	GDP 增长率	CPI 增长率	PPI 增长率	固定资产投资增长率	进出口总额增长率	进出口贸易差额
2008	9.6	5.9	6.9	26.6	17.8	2,981.2
2009	9.2	-0.7	-5.4	30.4	-13.9	1,956.9
2010	10.6	3.3	5.5	24.5	34.7	1,815.1
2011	9.5	5.4	6.0	24.0	22.5	1,549.0
2012	7.7	2.6	-1.7	20.7	6.2	2,303.1
2013	7.7	2.6	-1.9	19.4	7.5	2,590.1
2014	7.3	2.0	-1.9	15.7	3.4	3,830.6
2015	6.9	1.4	-5.2	10.0	-8.0	5,945.0

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

截至 2015 年底，国内社会融资规模存量为 138.14 万亿元，同比增长 12.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 92.75 万亿元，同比增长 13.9%。从结构看，2015 年末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.1%，同比高 0.9 个百分点；对实体经济发放的外币贷款余额占比 2.2%，同比低 0.6 个百分点；委托贷款余额占比 7.9%，同比高 0.3 个百分点；信托贷款余额占比 3.9%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 4.2%，同比低 1.4 个百分点；企业债券余额占比 10.6%，同比高 1.1 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.3%，同比高 0.2 个百分点。随着国内融资规模的不断攀升，受中国乃至全球经济进入拐点期，据中国银监会公布数据，截至 2015 年底，商业银行不良贷款比例 1.67%，较上年末增加 0.42 个百分点。因此，在此背景下，随着经济增速放缓，企业经营压力加大，经营风险有所增加，银行不良贷款率持续上升，担保行业面临一定经营风险。

总体看，中国经济发展已经进入结构调整期，整体增速有所放缓，但与国际发达国家相比，仍属较好水平。随着国家“稳增长”政策的逐步落实，近期社会融资规模在经历 2014 年的小幅下降后有所增长，社会融资规模的扩大或将推动担保行业发展。

担保行业发展

广大中小企业一直存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。截至 2015 年末，全国融资性担保行业共有法人机构 8,402 家。2015 年，全国发行企业债金额 3,421.02 亿元，其中有第三方担保的企业债规模为 2,588 亿元，占比 75.65%，在第三方担保中，有 10 家担保公司为总金额为 436.72 亿元的企业债提供增信服务，占第三方担保总数的 16.87%；公司债方面，2015 年全国共发行 5,853.99 亿元，其中有第三方担保的公司债为 3,202.72 亿元，占比 54.71%，在第三方担保中，有 9 家担保公司共为 40.36 亿元的公司债提供增信服务，占第三方担保总数的 1.26%；中期票据方面，2015 年全国共发行中期票据 12,759.46 亿元，其中有第三方担保的中期票据为 195.36 亿元，占比 1.53%，在第三方担保中，有 5 家担保公司共为总金额为 27.26 亿元的中期票据提供增信服务，占第三方担保总数的 13.95%。

在担保行业快速发展的同时，政府关注到担保行业体系不健全，担保公司资本实力弱等问题。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失（主要针对的是政策性担保机构），并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的

担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等。部分担保机构的业务也涉足金融担保业务。截至 2015 年末，与融资性担保机构开展业务合作的银行业金融机构总计 15,997 家（含分支机构），同比增长 32.6%；融资性担保贷款户数 18.1 万户，较上年末增加 1.6 万户，增长 9.6%。融资性担保贷款在银行业金融机构各项贷款中余额占比 2.2%，户数占比 9.7%，较上年末分别增加 0.4 和 0.5 个百分点。

随着国内资本市场的发展，担保机构业务已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保机构。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益（包括个人投资者）。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务，因规模小、资本实力弱等原因，担保机构为企业债券（证券）等金融产品提供信用增级服务的实力偏弱。为促进债券市场增信体系的发展，2009 年 9 月，中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立中债信用增进投资股份有限公司。这标志着我国首家专门债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。截至目前，开展金融担保业务的担保公司有十余家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有政府背景且专业化水平较高的担保公司。

行业关注

2013 年以来，我国债券及信贷市场信用违约事件时有发生，在当前宏观经济持续低迷、国际经济环境复杂多变的形势下，中小企业抵御风险和适应环境变化的能力相对较弱，导致担保机构的代偿风险增加。根据新华网发布的 2015 年全国融资担保行业发展与监管工作推进会的信息，2014 年担保行业新增代偿 415.00 亿元，年末代偿余额达到 661.00 亿元，同比增长 59.30%；担保代偿率 2.17%，为统计以来最高水平。2015 年上半年从银行担保贷款数据来看，代偿金额和户数继续大幅上升，同比分别增长了 246.68%和 16.10%，受经济发展在新旧动能转换、重质增效等因素的影响，一些传统企业经营困难，导致担保机构代偿持续大幅增加。

总体看，国内担保机构仍存在资本实力偏弱、风控能力有待加强等问题，当前经济环境下，需关注担保机构代偿风险。

政策与监管

为引导、扶持和规范担保机构的发展，近年来国家相继出台了一些相关政策，主要包括：2010 年 3 月 8 日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》（以下简称《办法》）。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》对融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和监管等方面均作了比较具体的规定。

2013 年 3 月 8 日，工信部发布《扶持小微企业专项行动实施方案》，决定在 2013 年开展扶持

小微企业专项行动，支持 500 家以上担保（再担保）机构为小微企业提供担保服务；对符合条件的中小企业信用担保（再担保）机构给予资金扶持和税收减免，鼓励其提高对小微企业的担保业务规模，降低小微企业担保收费；推进担保机构的整合重组，重点扶持业务突出担保机构做大做强；积极发展再担保机构，探索构建中小企业信用担保建设模式。

2013 年，融资性担保业务监管部际联席会议相关成员单位继续完善并实施中小企业和商贸企业专项资金补助政策；地方政府更加重视扶持，积极推荐符合条件的融资性担保机构争取国家专项资金补助和税收减免。部分省（区、市）在中央扶持政策的框架下，出台了相应配套措施，如设立中小微企业担保风险补偿专项资金，建立健全中小微企业担保业务奖励性补助、保费补贴政策，安排财政专项资金增资入股融资性担保机构等。虽然扶持政策的覆盖面还较窄，但对促进融资性担保业务发展起到了重要的引导作用。

2014 年 4 月 11 日，财政部、工信部、科技部、商务部联合发布了《中小企业发展专项资金管理暂行办法》，安排专门支出支持中小企业信用担保（再担保）机构增强资本实力、扩大中小企业融资担保和再担保业务规模。

2014 年 6 月，为进一步规范和完善中小企业信用担保资金管理，财政部、工业和信息化部对《中小企业信用担保资金管理暂行办法》进行了修改，并印发了《中小企业信用担保资金管理办法》。

2014 年 12 月 13 日，李克强总理批示“发展融资担保是破解小微企业和‘三农’融资难融资贵问题的重要手段和关键环节”。2014 年 12 月 18 日，国务院召开全国促进融资性担保行业发展经验交流电视电话会议（以下简称“国务院电视电话会议”）。2015 年 7 月 31 日，国务院常务会议部署加快融资担保行业改革发展，更好地发挥金融支持实体经济作用。2015 年 8 月 12 日，《融资担保公司管理条例》公开征求社会意见。2015 年 8 月 13 日，国务院印发了经李克强总理签批的《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》。

2015 年 8 月，国务院就《融资担保公司管理条例》公开征求社会意见，融资担保行业立法层级即将提升。同月，国务院出台《关于促进融资担保行业加快发展的意见》（国发〔2015〕43 号），第一次明确融资担保是普惠金融体系的重要组成部分，充分肯定了融资担保对支持小微企业，扶助“三农”，促进大众创业、万众创新等方面具有重要作用。2015 年 9 月，央行等部门联合下发的《金融业企业划型标准规定》（银发〔2015〕309 号），融资担保公司参照该规定中“除贷款公司、小额贷款公司、典当行以外的其他金融机构”标准划分类型。2016 年 1 月 22 日，证券业协会发布的《融资担保公司证券市场担保业务规范》允许符合要求的从事证券市场担保业务的担保公司成为证券业协会会员，对担保公司会员及其从业人员从事公司债券、资产证券化等证券市场产品担保业务提出了规范的要求。

总体看，我国政府高度重视担保行业的发展，行业立法即将出台，监管体系逐步健全，担保行业经过清理逐步规范发展。

未来发展

由于部分担保公司经营不规范，加之行业高风险的特性，担保行业的发展始终笼罩着一层阴影。在经济繁荣的背景下，企业的运作状况普遍良好，资金回笼有保证，担保这种模式的风险相对较小。然而当经济状况下滑时，担保公司的资金链条便很容易因坏账上升而绷紧。因此担保行业的未来的发展迫切需要规范化的监督管理和业务操作程序，在发挥担保公司的融资担保业务的“次级贷款”功能的同时，创新服务品种，多元化创造机会，使银行及其他行业无法替代的其他担保业务充分发挥功能，促使其他担保业务成为担保行业发展的一个重要支撑。

（3）公司治理与人员素质

公司治理

深圳高新投按照《公司法》、《公司章程》的有关规定，理顺组织机构间的关系，由股东出资、董事会决策、监事会监督、经营班子执行，建立起股东会、董事会、监事会及管理层之间的“权责利”体系和相互制衡关系，实现了所有权、经营权和监督权的分立和制衡。截至 2016 年 9 月底，董事会由 11 名董事组成，监事会由 5 人组成。深圳高新投下属 5 家子公司总经理均由公司管理层兼任，公司对子公司具有较强控制力。

总体看，深圳高新投依据自身业务发展要求及风险管理需要，逐步完善法人治理架构，为业务的进一步发展奠定基础。

人员素质

截至 2015 年末，深圳高新投在职员工共 346 人。从学历构成来看，硕士及以上学历 248 人，占比 71.70%；本科学历 95 人，占比 27.50%，大专及以下 3 人，占比 0.87%；从专业构成上，法律专业 19 人，占比 5.50%，财务专业 31 人，占比 9.0%，经济专业 60 人，占比 17.30%，金融专业 43 人，占比 12.40%，其他专业 193 人，占比 55.78%。

总体看，深圳高新投员工整体素质较高，能够满足目前业务发展需要。

（4）经营分析

深圳高新投主营业务系担保业务、委托贷款业务、创业投资业务和典当、小额贷款业务和其他业务，深圳高新投担保业务主要系银行融资担保业务、金融产品担保业务和保证担保业务，金融产品担保业务主要为保本基金担保和债券担保，保证担保业务主要系工程及诉讼保全担保，委托贷款业务主要系为深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户，此外还包括政府委托贷款业务，创业投资业务主要系深圳高新投对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资。

近年来，受宏观经济下行等因素影响，中小企业经营风险加大，深圳高新投银行融资性担保业务信用风险持续增长，深圳高新投着力控制银行融资性担保业务规模，并通过调整客户结构等措施努力降低业务风险。近年来，深圳高新投积极推动“投保联动”业务模式，即深入挖掘深圳高新投融资担保业务积累优质客户潜力，通过对其开展委托贷款、小额贷款、典当、创业投资等业务深化合作，增强客户粘性。2013~2015 年，深圳高新投实现营业收入 6.97 亿元、9.05 亿元和 10.96 亿元（包括创业投资业务实现的投资收益），年均复合增长 25.40%；实现净利润分别为 4.22 亿元、4.87 亿元和 6.07 亿元，增长率为 19.83%，增速较快，深圳高新投收入主要来源于保证担保业务、创业投资业务和委托贷款业务，保证担保业务和委托贷款业务受被担保方和借款人信用情况影响较大，近年来宏观经济下行，被担保方及借款人信用状况持续下滑，因此需加强被担保方及债务人的监管工作，同时创业投资业务受投资项目所处行业发展影响较大，相关行业风险仍需保持关注。

近年来，深圳高新投根据市场变化稳步调整业务结构，在维持现有融资性担保业务规模的情况下，重点布局保证担保和金融产品担保业务。借助于担保企业业务模式转型的探索趋势，深圳高新投确定债券担保为下一步重点推进业务。随着业务结构的逐渐转变，深圳高新投收入结构有望得到优化。

总体看，近年来深圳高新投调整业务结构，着力发展保证担保业务、委托贷款业务及创业投资业务，控制银行融资性担保业务规模，深圳高新投营业收入呈持续增长趋势，同时联合评级关注到近年来受经济周期下行影响，中小企业经营压力较大，深圳高新投委托贷款存在一定的违约风险，银行融资性担保业务面临一定代偿风险。

担保业务

担保业务方面，深圳高新投不断调整业务结构，控制风险较大的银行融资性担保，积极开展金融产品担保和保证担保业务，同时，深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投不对房地产相关企业提供担保，并根据自身定位，加强对高新技术企业的扶持力度。2013~2015 年，深圳高新投担保发生额分别为 213.23 亿元、332.17 亿元和 466.73 亿元，同期，期末担保责任余额分别为 254.86 亿元、368.14 亿元和 555.94 亿元。截至 2015 年底，保证担保余额和金融产品担保责任余额分别为 302.69 亿元和 112.92 亿元，分别较 2014 年底增长 15.46%和 364.31%；融资性担保业务放大倍数为 1.26 倍，放大倍数较低。2013~2015 年，深圳高新投发生担保代偿 0.17 亿元、0.69 亿元和 0.91 亿元，代偿规模呈持续增长态势。截至 2015 年底，深圳高新投担保业务在保 2,689 户，较 2014 年底增加 60 户，2015 年引进战略投资者增加注册资本 13.39 亿元，随着净资本的不断增长，业务规模有望不断扩大，具体情况如下表所示。

表 12 深圳高新投担保业务发展数据（单位：户、亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
当年担保发生额	213.23	332.17	466.73	866.10
其中：银行融资性担保	50.23	45.69	51.12	--
保证担保	162.50	262.16	302.69	--
金融产品担保	0.50	24.32	112.92	--
当年应解保额	242.52	84.01	86.15	236.74
期末担保余额	260.36	373.30	560.37	--
期末担保责任余额	254.86	368.14	555.94	1,149.34
其中：银行融资性担保	52.91	52.38	48.01	50.48
保证担保	201.45	290.94	370.88	705.14
金融产品担保	0.50	24.82	137.05	393.71
期末在保户数	2,319	2,629	2,689	2,623
其中：银行融资性担保	713	648	577	--
保证担保	1,605	1,974	2,096	--
金融产品担保	1	7	16	--
当年担保代偿额	0.17	0.69	0.91	0.07

资料来源：深圳高新投提供

注：部分 2016 年 9 月数据深圳高新投未提供

总体看，近年来深圳高新投经营规模持续扩大，随着业务结构调整，银行融资性担保责任余额占比持续下降，金融产品担保规模持续大幅增长。近年来，随着宏观经济下行，深圳高新投担保代偿额呈持续增长态势，需对其代偿风险保持关注。

委托贷款业务

自有资金委托贷款

为了更好的控制委托贷款风险，深圳高新投委托贷款与融资性担保业务完全分离，即深圳高新投仅同时对同一客户提供委托贷款与融资性担保两项业务之一以避免业务风险的重叠放大；同时，深圳高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的融资性担保业务客户提供委托贷款从；此外，深圳高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。截至 2013 年底、2014 年底和 2015 年底，深圳高新投委托贷款余额分别为 26.74 亿元、24.51 亿元、43.43 亿元。

政府专项资金委托贷款

深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予深圳高新投 2.00% 的风险补偿。截至 2013 年底、2014 年底和 2015 年底，深圳高新投政府专项委托资金余额分别为 3.23 亿元、2.21 亿元和 1.77 亿元。

总体看，深圳高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平稳步上升；委托贷款客户区域较为集中，存在一定区域集中风险；同时，联合评级也关注到其委托贷款已发生违约事件，随着经济形势下行压力加大，需持续关注其委托贷款违约风险。

创业投资业务

受深圳高新投创投业务较早布局及国内投资市场活跃度影响，近年来公司创业投资业务发展较快，项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源。具体运作模式为：深圳高新投结合融资担保业务，对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资，通常单笔投资规模在 400 万元左右。从资金投向来看，深圳高新投创业投资业务主要涉及节能环保、新兴信息产业、生物产业、高端装备制造、新材料、移动互联及高端服务业等领域。

作为融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。但由于近年来深圳高新投创业投资业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出、并取得高额投资回报的项目数量较少，在近期经济下行压力加大、证券市场波动加剧等多重因素影响下，深圳高新投创投业务面临退出难度增大及收益下滑的风险。

表 13 2013~2015 年深圳高新投创业投资业务基本情况（单位：个、万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
当期投资项目数量	5	9	20
当期投资金额	1,132.88	1,802.80	26,479.56
当期投资收益	1,915.42	8,605.67	15,797.00

资料来源：深圳高新投提供

未来，深圳高新投拟通过市场化方式向私募股权投资基金管理业务方向发展，不断扩大股权投资管理资金的规模。深圳高新投将依托与过去扶持的上市公司共同成长发展的优势，积极参与上市公司的定向增发，借此对自身创投业务起到一定的风险分散效果，参与上市公司非公开发行是深圳高新投未来拟着力拓展的业务领域。

总体看，深圳高新投创业投资业务处于起步阶段，近年来实现投资收益呈大幅增长态势，未来随着项目的退出，投资收益的逐步实现，有望对利润将形成较好补充。未来深圳高新投将通过积极参与上市公司定向增发，借此适度分散投资风险。

（5）风险管理分析

业务风险管理

信用风险是业务运营中面临的主要风险，深圳高新投基于自身业务经营，建立了规范的保证担保、融资担保、创业担保等核心业务操作流程。在保证担保方面，深圳高新投项目选择主要以建筑工程为主，对每个企业资产规模，行业准入有明确操作指引，并综合考察企业的履约记录、有无重大管理缺陷、工程项目中标方法和工程资质等条件。根据业务种类及担保金额的不同，深

圳高新投设立了相应部门作为最高权限决策机构，对项目可行性审批。深圳高新投融资担保业务主要服务对象为中小微企业，项目实施过程中，深圳高新投制定了相应的流程实施细则。深圳高新投对于额度 800 万以上的项目均由总经理审批，总经理拥有一票否决权。深圳高新投金融产品部的创新产品设置单独的跟投机制，项目经过总经理办公会后，项目会有员工内部路演，其中负责项目的项目经理被要求强制性一定的跟投比例，其余员工将采取自愿性，跟投人数和金额均需达到 50% 以上，项目视为通过。

在具体项目实施过程中，深圳高新投制定了相应的流程实施细则，并将具体的权利和责任落实到每个部门和岗位。担保业务方面，首先深圳高新投项目经理提出融资申请，填写项目主要信息情况提出立项申请，在项目审批通过后，项目设立项目小组进行尽职调查，项目经理 AB 角原则，必须由 AB 角共同完成，B 角协助 A 角进行调研，不分享收益，但承担代偿金额的 20% 的风险责任。项目完成尽职调查后上初审会，由于金额的大小 800 万元（含）以下的项目上评审会，800 万元以上的项目上决策会。

总体看，深圳高新投设立了较为完善的风险管理制度和业务操作流程。

（6）财务分析

深圳高新投提供了 2013~2015 年审计报告及 2016 年 1~9 月财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）重庆分所对深圳高新投 2013~2015 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见；深圳高新投 2016 年 1~9 月财务报表未经审计。

截至 2015 年底，深圳高新投资产总额 82.02 亿元，所有者权益合计 63.96 亿元，全部为归属母公司所有者权益为 63.96 亿元；2015 年，深圳高新投实现营业收入 9.34 亿元，其中非融资担保业务收入 3.84 亿元，融资担保业务收入 0.91 亿元，资产管理业务收入 2.50 亿元，实现净利润 6.07 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润为 6.07 亿元。

截至 2016 年 9 月底，深圳高新投资产总额 80.14 亿元，所有者权益合计 63.71 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年 1~9 月，深圳高新投实现营业总收入 8.58 亿元，其中融资担保业务收入 0.56 亿元，实现净利润 5.45 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。

目前，深圳高新投可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2013~2015 年底，深圳高新投资产总额年均复合增长 34.38%；截至 2015 年底，深圳高新投总资产为 82.02 亿元，主要由货币资金（占比 25.28%）、发放贷款及垫款（占比 60.95%）、可供出售金融资产（占比 7.49%）组成。具体来看，截至 2015 年底，深圳高新投货币资产 20.74 亿元，主要以银行存款为主，占比为 99.96%，货币资金不存在因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项；发放贷款及垫款合计 50.00 亿元，其中委托贷款占比 93.46%，发放贷款及垫款占比 6.54%；可供出售金融资产合计 6.14 亿元，较上年底大幅增长 120.51%，主要系公司创业投资规模增长所致，全部为权益工具。

负债方面，截至 2015 年底，深圳高新投负债合计 18.06 亿元，以专项应付款（占比 61.46%）、担保赔偿准备金（占比 11.95%）、应交税费（占比 8.35%）和应付股利（占比 5.94%）为主；其中，专项应付款系深圳市财政委员会和深圳市盐田区经济促进局的财政委托管理资金 11.10 亿元，资金性质主要为产业技术进步资金、科技研发资金、产业发展资金等，深圳高新投利用该笔资金对政府推荐客户提供委托贷款。截至 2015 年底，深圳高新投资产负债率为 22.02%，整体负债规模不大，负债水平较低。

2015 年，深圳高新投引进战略投资者投入资金 26.52 亿元，股东权益大幅增长 85.06%。截至 2015 年底，深圳高新投所有者股东权益合计 63.96 亿元，全部为归属于母公司的权益，其中实收

资本 35.39 亿元，占比为 55.32%，资本公积 13.16 亿元，占比 20.58%，其他综合收益 2.02 亿元，占比 3.15%，盈余公积 1.89 亿元，占比 2.96%，一般风险准备 0.70 亿元，占比 1.10%，未分配利润 10.80 亿元，占比 16.89%。截至 2015 年底，深圳高新投权益负债比为 354.13%，即深圳高新投资金主要由资本构成。利润分红方面，应股东要求，深圳高新投每年分红比例应占深圳高新投未分配利润的 50%以上。2013~2015 年，深圳高新投均进行了现金分红，分别为 2.10 亿元、2.11 亿元和 4.14 亿元，分别占上年度可供分配利润的 80.00%、55.56%和 94.44%，深圳高新投分红力度较大，利润留存对深圳高新投权益的积累贡献较小。

深圳高新投收入主要来源于担保业务收入、资金管理收入和咨询服务收入等，其中资金管理收入和咨询服务收入主要来自于委托代理业务。2013~2014 年，深圳高新投担保业务的发展情况良好，担保规模有所增长，实现担保业务收入分别为 3.72 亿元和 4.83 亿元，2015 年，深圳高新投针对宏观经济情况控制担保业务规模，且费率相对较低的非融资性担保业务规模占比上升，深圳高新投担保业务收入微幅下降至 4.75 亿元；随着深圳高新投委托贷款业务规模持续扩大，深圳高新投资金管理业务收入和咨询服务收入大幅增长，2013~2015 年，该两项收入合计分别为 2.52 亿元、3.07 亿元和 4.02 亿元，增速较为迅速；2013~2015 年，深圳高新投投资收益分别为 0.19 亿元、0.86 亿元和 1.62 亿元，2015 年增幅较大主要系公司出售其通过恒泰安持有的 259.20 万股欧菲光股票，从恒泰安退伙收到的退股及分红款。2013~2015 年，深圳高新投实现净利润分别为 4.22 亿元、4.87 亿元和 6.06 亿元，增长率为 19.83%，增速较快。

代偿能力和资产充足性方面，截至 2015 年底，深圳高新投净资产担保倍数 13.65 倍，净资产担保倍数 8.76 倍，融资性担保放大倍数为 2.89 倍，业务规模拓展空间较大；代偿支付保障率 3.92%，处于较低水平；净资产比率 64.18%，处于适中水平；净资产覆盖比例 21.81%，处于一般水平；代偿准备金比 80.81%，处于较低水平。

表 14 深圳高新投资本充足性及代偿能力

项目	2013 年	2014 年	2015 年
净资产（亿元）	31.90	34.56	63.96
净资本（亿元）	19.33	20.80	40.35
代偿支付保障率（%）	5.01	3.29	3.92
净资产比率（%）	62.80	62.21	64.18
代偿准备金比（%）	13.42	59.38	80.81
净资产覆盖比例（%）	37.51	86.62	22.18
净资产担保倍数（倍）	8.16	10.80	8.76
净资本担保倍数（倍）	13.00	17.36	13.65

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理。

（7）担保效果评价

以 2016 年 9 月底财务数据测算，本次债券占深圳高新投的资产总额的 6.24%，所有者权益总额的 7.85%，占比尚可。深圳高新投作为国内最早的担保公司之一，资本实力较强，与政府合作紧密，担保实力强，其担保对于本次债券的到期还本付息具有积极的影响。

十、综合评价

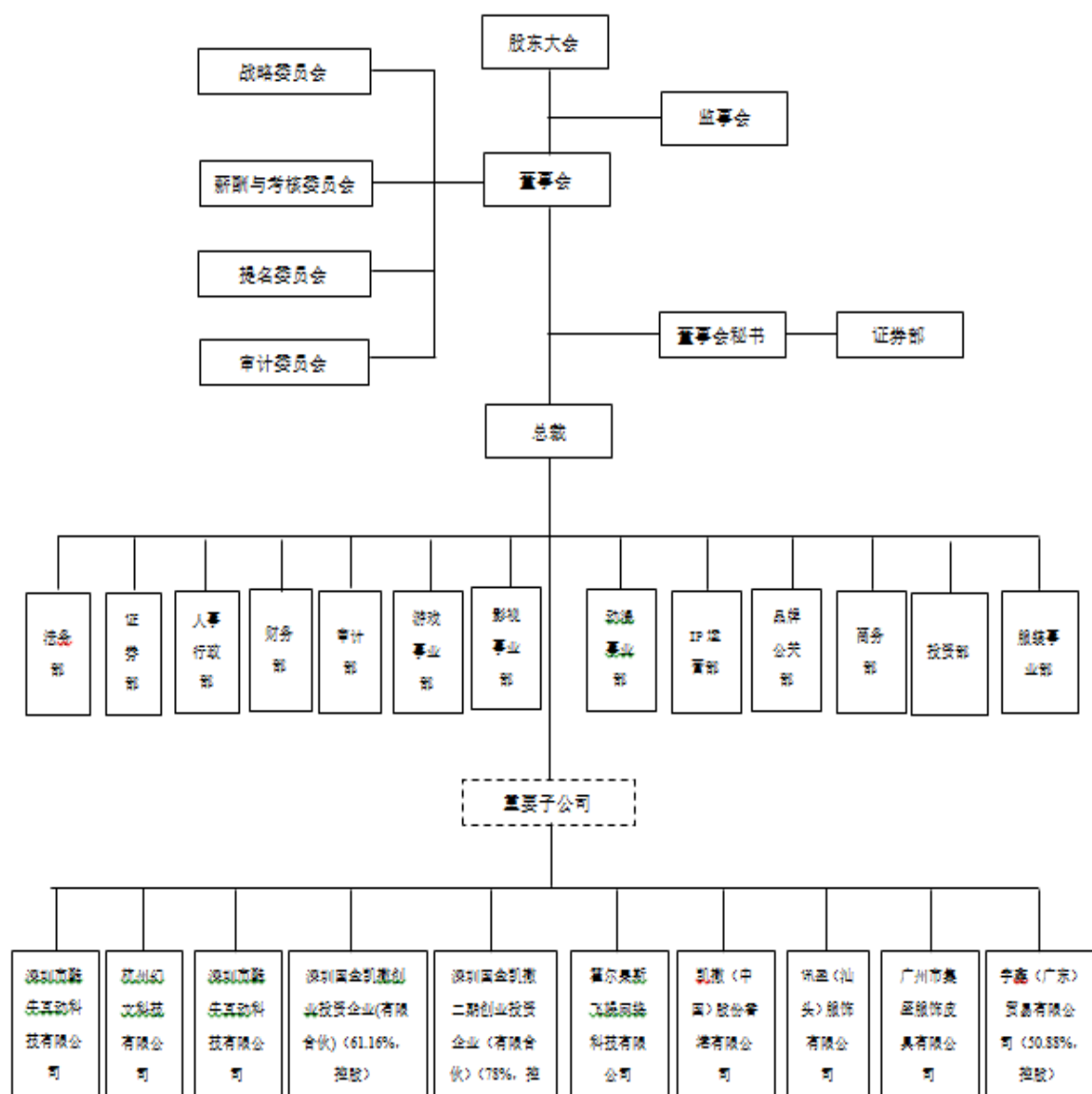
公司作为以移动游戏为主的泛娱乐公司，移动端游戏行业与动漫产业市场前景较好、公司运营模式风险较低、公司游戏研发能力和 IP 运营能力较强、IP 库储备较为丰富，公司盈利能力较强、

债务负担较轻、现金流情况较好。同时，联合评级也关注到移动端游戏市场竞争加剧、文学/影视/动漫类 IP 改编游戏难度较大、IP 采购成本增长很快、融资需求较大以及商誉、存货和可供出售金融资产面临一定价值变动风险对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，并且其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

未来，随着公司在研游戏、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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 凯撒（中国）文化股份有限公司组织结构图



附件 2 凯撒（中国）文化股份有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	17.67	39.55	41.93	41.42
所有者权益（亿元）	15.72	34.80	36.48	35.13
短期债务（亿元）	1.18	0.97	0.95	0.84
长期债务（亿元）	0.07	0.05	0.04	1.00
全部债务（亿元）	1.25	1.02	0.98	1.84
营业收入（亿元）	5.06	6.85	7.87	3.40
净利润（亿元）	0.32	0.61	1.56	0.78
EBITDA（亿元）	0.97	1.25	2.24	0.00
经营性净现金流（亿元）	0.97	1.40	1.49	2.06
应收账款周转次数（次）	10.05	6.36	4.65	--
存货周转次数（次）	1.18	1.00	1.09	--
总资产周转次数（次）	0.57	0.24	0.19	0.08
总资产收益率（%）	4.29	2.50	4.48	--
总资产报酬率（%）	5.76	2.73	4.16	--
净资产收益率（%）	2.45	2.42	4.39	2.17
营业利润率（%）	52.65	41.32	47.04	67.76
费用收入比（%）	42.01	30.09	24.86	38.27
资产负债率（%）	10.99	12.02	13.00	15.21
全部债务资本化比率（%）	7.38	2.86	2.63	4.98
长期债务资本化比率（%）	0.45	0.15	0.10	2.77
EBITDA 利息倍数（倍）	22.20	25.64	29.63	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.77	1.22	2.28	--
流动比率（倍）	6.66	2.85	1.84	1.77
速动比率（倍）	4.55	2.03	1.22	1.35
现金短期债务比（倍）	2.33	3.24	1.35	1.84
经营现金流负债比率（%）	53.26	30.18	27.72	39.26
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.25	0.45	--

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2013 年财务数据来自 2013 年审计报告，2014~2015 年财务报表采用备考财务报表；2016 年三季度未经审计，相关指标未年化。

附件 3 深圳市高新投集团有限公司 主要计算指标及计算公式

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
资产总额（亿元）	45.43	48.68	82.02	80.14
所有者权益合计（亿元）	31.90	34.56	63.96	63.71
负债合计（亿元）	13.53	14.12	18.06	16.42
净资本（亿元）	20.03	21.50	41.05	--
担保责任余额（亿元）	254.86	368.14	555.94	1,149.34
净资产担保责任余额倍数（倍）	8.16	10.80	8.76	18.04
净资本担保责任余额倍数（倍）	13.00	17.36	13.65	--
净资本比率（%）	62.80	62.21	64.18	--
营业收入（亿元）	6.78	8.18	9.34	8.58
净利润（亿元）	4.22	4.87	6.07	5.45
平均净资产收益率（%）	13.75	14.67	12.31	8.54
收入利润率（%）	82.99	80.55	87.42	83.92

指标名称	计算公式
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
平均总资产收益率	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)
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资本比率	净资本/净资产

附件 4 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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 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)
本期公司债券偿债能力	
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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 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的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年凯撒（中国）文化股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

凯撒（中国）文化股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。凯撒（中国）文化股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注凯撒（中国）文化股份有限公司的相关状况，如发现凯撒（中国）文化股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如凯撒（中国）文化股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至凯撒（中国）文化股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送凯撒（中国）文化股份有限公司、监管部门等。

