

信用等级公告

联合〔2019〕2163号

无锡宝通科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对无锡宝通科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

无锡宝通科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

无锡宝通科技股份有限公司拟公开发行的 2019 年可转换公司债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月十四日

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>

无锡宝通科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA-
公司主体信用等级：AA-
评级展望：稳定
发行规模：不超过 5.00 亿元（含）
债券期限：6 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 9 月 24 日
主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	31.02	32.05	32.36	46.65
所有者权益（亿元）	26.76	23.51	23.01	25.54
长期债务（亿元）	0.00	1.50	2.55	2.55
全部债务（亿元）	0.22	2.27	4.53	16.64
营业收入（亿元）	14.65	15.80	21.66	11.83
净利润（亿元）	1.96	2.37	2.89	1.71
EBITDA（亿元）	3.30	3.69	4.38	--
经营性净现金流（亿元）	1.46	3.08	1.81	1.21
营业利润率（%）	50.68	51.72	54.37	59.92
净资产收益率（%）	10.90	9.41	12.43	7.04
资产负债率（%）	13.74	26.66	28.91	45.24
全部债务资本化比率（%）	0.80	8.81	16.47	39.45
流动比率（倍）	3.78	2.04	2.23	1.48
EBITDA 全部债务比（倍）	15.29	1.62	0.97	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.29	1.62	0.97	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	0.74	0.88	

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2019 年半年度财务数据未经审计，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”）对无锡宝通科技股份有限公司（以下简称“公司”或“宝通科技”）的评级反映了公司作为国内领先的移动网络游戏海外发行和运营商，在海外发行数量、游戏运营经验、数据集成和分析能力、运营渠道平台资源等方面具有较强的竞争优势；同时公司输送带业务保持了较强的品牌优势、技术研发优势和客户资源优势。近年来，受益于海外发行游戏市场反映良好以及输送带业务的稳定发展，公司收入和利润规模呈持续增长趋势，整体盈利能力较强，债务负担较轻，经营活动现金流持续净流入。同时联合评级也关注到手机游戏运营行业竞争激烈、汇率波动对公司盈利能力影响较大、输送带业务受下游行业景气度影响较大、公司商誉规模较大且面临一定减值风险以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司移动网络游戏运营业务能力的提升以及输送系统总包服务市场的进一步开拓，公司综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 5.00 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内领先的国产移动网络游戏海外发行商和运营商，拥有丰富的游戏海外发行

经验，并已在韩国、港澳台、东南亚等市场建立起一定的核心竞争力和领先优势。

2. 公司是国内领先的高强力橡胶输送带生产制造商及工业散货物料输送系统总包服务一体化提供商，在品牌和技术研发方面具有较强的竞争优势。

3. 近年来，公司经营情况良好，收入与利润规模持续增长，盈利能力较强，债务负担较轻，综合竞争力不断提升。

关注

1. 移动网络游戏运营行业竞争者数量较多，如果公司发行的游戏产品不能适应市场需求变化，将面临来自市场的激烈竞争。

2. 公司通过并购进入移动网络游戏运营领域，产生了较大规模的商誉，若未来手机游戏运营业务经营业绩未达预期，公司将面临一定商誉减值风险。

3. 公司主要收入来自于境外，汇率波动和税收因素对公司收入和利润情况影响较大。

4. 公司输送带业务受下游行业景气度影响较大，当下游行业的需求时，将对公司输送带业务经营情况产生不利影响。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@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）

网址：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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他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：



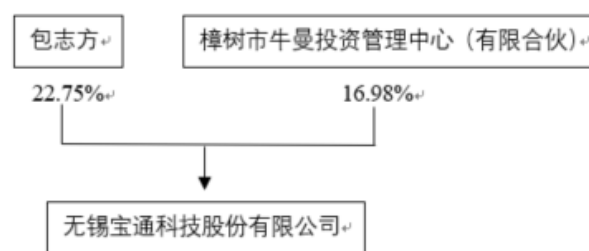
联合信用评级有限公司

一、主体概况

无锡宝通科技股份有限公司（以下简称“公司”或“宝通科技”），是经中华人民共和国商务部商资批（2008）601号《商务部关于同意无锡市宝通带业有限公司变更为股份有限公司的批复》批准，由无锡市宝通带业有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司于2009年在创业板上市，股票简称为“宝通带业”，股票代码为“300031.SZ”。2014年6月，经无锡市人民政府新区管理委员会《关于同意无锡宝通带业股份有限公司股权变更的批复》（锡新管项发〔2014〕62号）批准，公司由外资企业变更为内资企业。2015年7月，经无锡市工商行政管理局批准，公司名称变更为现名。

根据公司与广州易幻网络科技有限公司（以下简称“易幻网络”）及其股东樟树市牛曼投资管理中心（有限合伙）（以下简称“牛曼投资”）、樟树市牛杜投资管理中心（有限合伙）（以下简称“牛杜投资”）于2015年9月签署的《关于广州易幻网络科技有限公司的增资协议》，及2015年11月签署的《关于广州易幻网络科技有限公司的增资协议之补充协议》，公司出资人民币6,300.00万元认缴易幻网络新增注册资本，认缴后，公司所持股份占易幻网络股权比例的3.34%。2016年3月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准无锡宝通科技股份有限公司向樟树市牛曼投资管理中心（有限合伙）发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2016〕417号）核准，公司与广州易幻网络科技有限公司股东樟树市牛曼投资管理中心（有限合伙）签署《购买资产协议书》，以发行股份及支付现金的方式购买牛曼投资持有的易幻网络66.66%股权（其中，交易对价的73.51%，即92,365.00万元以发行股份的方式支付，交易对价的26.49%，即33,285.00万元以现金方式支付）。公司分别于2017年2月和2018年7月通过支付现金的方式购买易幻网络剩余24.16%和5.84%股权，股权过户完成后公司累计持有易幻网络100%股权。截至2018年底，公司注册资本为39,676.79万元，包志方先生直接和间接持有公司股权比例合计24.95%，为公司实际控制人，其中处于质押状态的股份数为62,733,300股，占其持有公司股份总数的63.36%，占公司总股本的15.81%。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的主要经营范围包括：计算机软硬件的技术开发、技术服务、技术咨询及技术转让；计算机软硬件的销售；广播电视节目、电影的制作；电影发行；演出经纪；从事体育经纪业务；动漫的设计、制作；组织文化艺术交流活动；设计、制作、代理和发布各类广告业务；橡胶制品、普通机械、物料搬运设备的技术开发、加工制造、设计、安装；专用设备、通用设备、高分子材料的研究、开发、技术咨询及技术服务；机械设备租赁（不含融资性租赁）；利用自有资金对外投资；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或者禁止进出口的商品和技术除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年底，公司内设证券事务部、投融资中心、财务核算中心等 9 个职能中心（见附件 1）；拥有合并范围内子公司 19 家。截至 2018 年底，公司拥有在职员工 821 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 32.36 亿元，负债合计 9.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 23.01 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 22.65 亿元。2018 年，公司实现营业收入 21.66 亿元，净利润（含少数股东损益）2.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.81 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 46.65 亿元，负债合计 21.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 25.54 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 25.13 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 11.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.71 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.84 亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市新吴区张公路 19 号；法定代表人：包志方。

二、本次可转换公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次债券为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券。该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次发行的可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 5.00 亿元（含），具体募集资金数额由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券按面值发行，每张面值为人民币 100.00 元。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年。本次发行的可转换公司债券票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

本次发行可转换公司债券的具体发行方式由公司股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）。本次发行的可转换公司债券可向公司原股东优先配售，具体优先配售数量及比例提请公司股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定。

本次发行的可转换公司债券转股期限自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次可转换公司债券不提供担保。

（1）转股价格的确定及其调整

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量。

前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P1 = P0 / (1 + n)$ ；

增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k)$ ；

上述两项同时进行： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + n + k)$ ；

派送现金股利： $P1 = P0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1 + n + k)$ 。

其中： $P1$ 为调整后转股价， $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转债持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、公司合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

（2）转股价格的向下修正条款

修正权限与修正幅度

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票的交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

修正程序

公司向下修正转股价格时，须在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。

若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

（3）赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的将赎回的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

（4）回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

在本次发行的可转换公司债券存续期内，若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行人可转换公司债券拟募集资金总额不超过5.00亿元（含5.00亿元），扣除发行费用后的募集资金净额拟投入以下项目：

表 1 本次债券募集资金使用安排

项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
现代工业散货物料智能产业集群生产基地	60,000.00	50,000.00
合计	60,000.00	50,000.00

资料来源：公司提供

此次项目建设主体为公司全资子公司无锡百年通工业输送有限公司，拟于无锡新区经一路（312国道）东侧、里河路北侧使用70,092.89平方米，对原有年产能1,200万平方米输送带产能进行升级改造，建设年产能2,000万平方米新型环保节能输送带技改项目，并新建输送带全生命周期工业互联网中心。项目建成达产后，公司将新增年产800万平方米新型环保节能输送带产能。

项目总投资60,000.00万元，建设期24个月，预计达产后年均实现销售收入95,000万元，财务内部收益率16.02%（所得税后），静态投资回收期5.51年（不含建设期，所得税后）。

在本次募集资金到位前，公司将使用自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。在募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入的募集资金额，不足部分由公司以自筹资金解决。

公司将根据《募集资金管理办法》，将募集资金存放于公司募集资金存储的专项账户。

总体看，公司募投项目建成后，有助于公司扩大产能，进一步提升综合实力，增强市场竞争能力。

三、行业分析

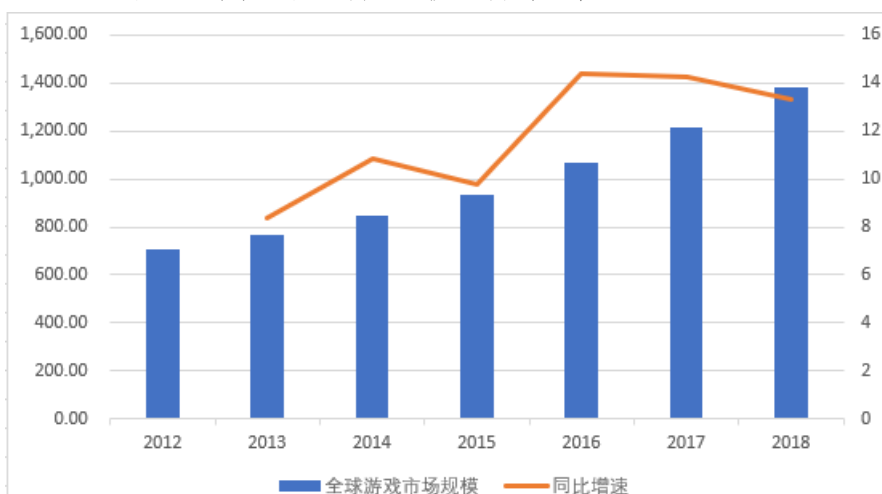
1. 手机游戏运营

（1）行业概况

互联网游戏，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。

随着全球互联网的发展以及电脑、智能手机、平板电脑等电子设备的更新换代，网络游戏载体、类型不断丰富，游戏品质不断提高，各细分游戏类型均有庞大的受众群体，全球游戏市场规模逐步扩大。2016—2018年，全球游戏市场规模总体呈增长趋势，年均复合增长13.79%；预计2018年全球游戏市场规模1,379亿美元，同比增长13.30%。

图2 近年来全球游戏市场规模及增长率（单位：亿美元、%）

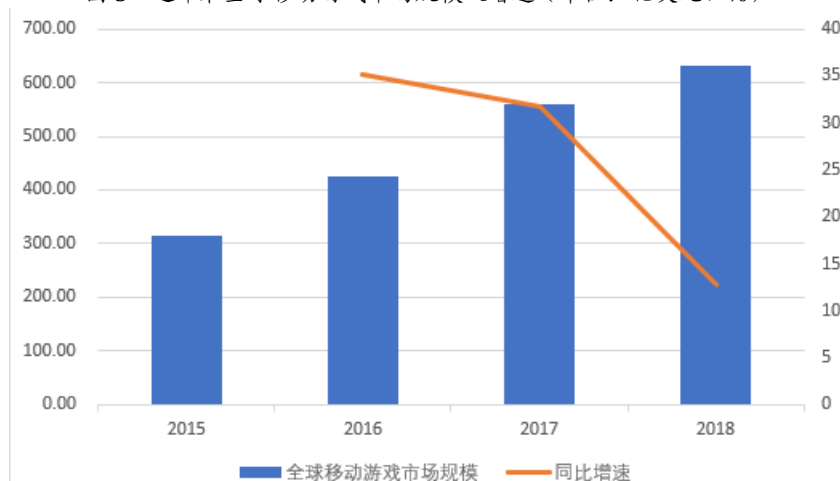


资料来源：Newzoo 前瞻产业研究院

从区域分布来看，目前亚太地区仍是全球游戏市场的增长引擎。2018年，亚太地区游戏市场规模将达714亿美元，占全球市场比重达51.8%，同比增长16.8%；北美地区其次，市场规模约达327亿美元，占比23.7%，同比增长10.0%；拉美地区市场规模增长仅次于亚太地区，达13.5%。

从游戏类型来看，近年来全球移动游戏产业发展迅猛，已成为最大的游戏细分市场。根据CNG数据，2015年，全球移动游戏市场规模为314.67亿美元，到2017年已增长至560.28亿元，增幅超过78%；预计2018年，全球移动游戏市场规模将再次提升至632.01亿美元，突破600亿美元大关。其中，中国有着全球最大的移动游戏，2018年中国移动游戏市场规模将达到194.4亿美元，占全球比重达到30.8%；美国其次，市场规模约为112.7亿美元，占比17.8%；日本第三，市场规模110.6亿美元，占比17.5%。2018年全球移动游戏市场规模同比增速下降至12.80%，主要受中国移动游戏市场增速下降所致。

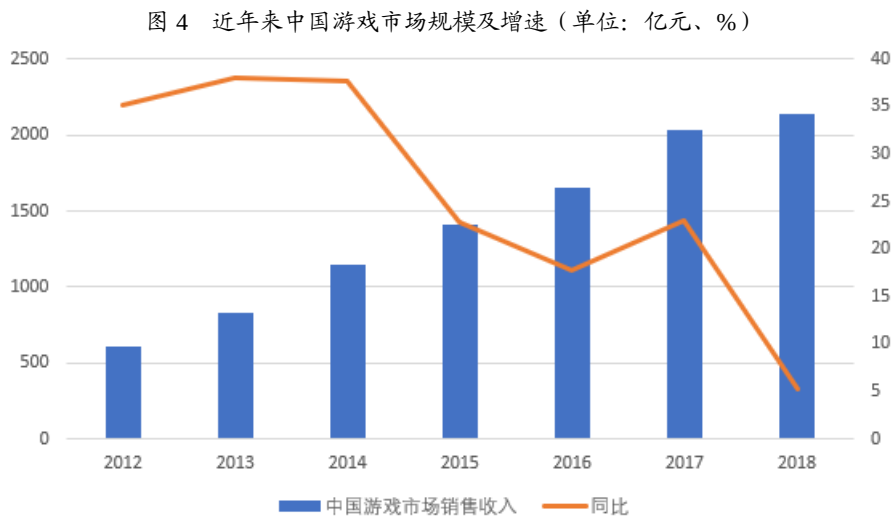
图3 近年来全球移动游戏市场规模及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：Newzoo 前瞻产业研究院

国内游戏市场方面，2016—2018年，中国游戏市场规模总体呈增长趋势，年均复合增长17.35%；2018年，中国游戏市场规模为2,144.4亿元，同比增长5.30%，增速较上年下降17.7个百分点，主要系存量用户增长放缓及游戏版号审批政策影响国内移动游戏市场增速所致，2018年，国内移动游

戏市场销售收入 1,339.60 亿元，增速大幅下降 26.39 个百分点至 15.36%。



总体看，近年来全球游戏市场规模呈增长趋势；国内游戏市场方面，受移动游戏市场增速下降影响，国内游戏市场增速放缓。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）行业竞争

全球收入最高的 25 家上市游戏公司占据了全球市场份额的 80%，2018 年期，全球游戏行业收入为 1349 亿美元，这些头部公司的总收入达到了 1073 亿美元。腾讯已经连续六年保持冠军，2018 年，腾讯公司游戏收入 197 亿美元，同比增长 9%，第二名索尼 2018 年收入 142 亿美元，微软以 98 亿美元的游戏收入位居第三，苹果公司 95 亿美元收入排名第 4，而第五名动视暴雪收入 69 亿美元。此外，Top25 还有两家中国公司，分别是排名第 23 的三七互娱和第 24 的完美世界。

表 2 2018 年全球上市游戏公司、平台公司收入 TOP15（单位：百万美元、%）

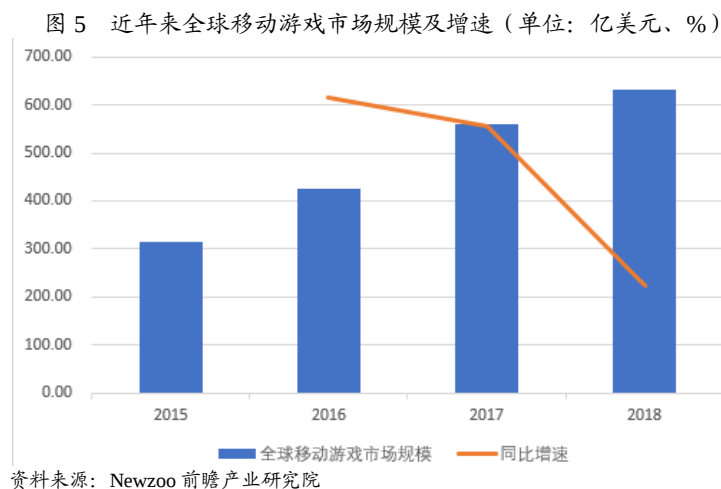
排名	上市公司	营业收入	收入同比
1	腾讯游戏	19,733	9.00
2	索尼	14,218	41.00
3	微软	9,754	32.00
4	苹果	9,453	18.00
5	动视暴雪	6,892	6.00
6	谷歌	6,497	22.00
7	网易	6,177	11.00
8	艺电公司	5,294	4.00
9	任天堂	4,288	36.00
10	南梦宫	2,741	13.00
11	Take-Two	2,580	35.00
12	Nexon	2,252	8.00
13	育碧游戏	2,221	3.00
14	网石游戏	1,893	-17.00
15	华纳兄弟娱乐	1,835	-5.00

资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国网页游戏行业研究报告》

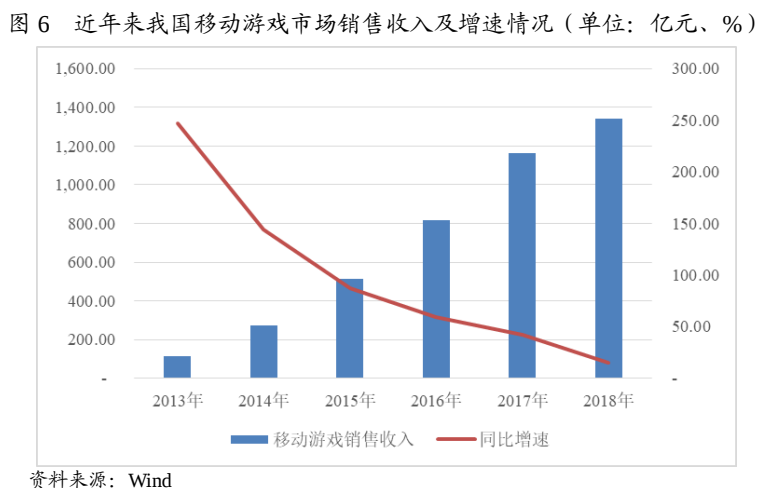
总体看，全球游戏市场规模层次化显著，集中度较高，并逐渐显现出强者恒强的市场局面。

（3）移动游戏市场

从游戏类型来看，近年来全球移动游戏产业发展迅猛，已成为最大的游戏细分市场。根据 CNG 数据，2015 年，全球移动游戏市场规模为 314.67 亿美元，到 2017 年已增长至 560.28 亿元，增幅超过 78%；预计 2018 年，全球移动游戏市场规模将再次提升至 632.01 亿美元，突破 600 亿美元大关。其中，中国有着全球最大的移动游戏，2018 年中国移动游戏市场规模将达到 194.4 亿美元，占全球比重达到 30.8%；美国其次，市场规模约为 112.7 亿美元，占比 17.8%；日本第三，市场规模 110.6 亿美元，占比 17.5%。2018 年全球移动游戏市场规模同比增速下降至 12.80%，主要受中国移动游戏市场增速下降所致。



国内移动游戏市场方面，自 2013 年以来，随着国内移动运营商大力铺设 4G 网络，移动网络带宽显著提高，为移动网络游戏的大范围应用提供了物质基础，受上述因素影响，2013 年我国移动游戏用户规模呈爆发式增长，并在之后几年时间内保持持续增长态势，用户规模的快速增长叠加付费能力的显著提升使得移动游戏市场份额逐年快速提升。但 2017 年以来，随着人口红利的逐渐消失，移动游戏行业进入存量用户时代。2017 年我国移动游戏市场销售收入达 1,161.20 亿元，同比增长 41.75%；2018 年，受游戏版号审批政策影响，移动游戏市场销售收入达 1,339.60 亿元，增速大幅放缓，为 15.36%。



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¹。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，爆款游戏中重度游戏占比持续提高。

按游戏类型分布看，根据 SocialPeta 数据显示，2018 年投放在 Facebook 渠道的游戏类型中，策略类高居榜首，娱乐场类位居第二但展现量仅为策略类的一半，动作类、街机类、卡牌类紧随其后跻身前五；从 Google Adwords 方面看，益智解谜类居榜首，其后为街机类、卡牌类、动作类、策略类；体育类、探险类、赛车类位于榜单末端。而国内渠道的游戏类型分布则明显不同。以今日头条为例，角色扮演类游戏以绝对优势排名第一，其展现量超过了排名第二、第三的策略类以及动作类的总和；腾讯广点通方面，角色扮演类同样排名第一，展现量超过排名第二的策略类近一倍；全球渠道投放较多的娱乐场类、街机类游戏反而位于国内渠道的末端。

总体看，移动端游戏市场规模增速趋缓；移动游戏产品呈中重度化态势，游戏厂商产品研发更加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。

（4）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。

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。

2018 年以来，相关部门对游戏版号审批停发，3 月末至 9 月，暂无游戏获得版号。2018 年 8 月 30 日，教育部等八部门联合发布了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，明确八个部门防控近视的职责和任务，包括实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，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。2018 年 12 月 21 日，在中国游戏产业年会大会上，中宣部出版局副局长冯士新在演讲之后宣布首批部分游戏已经完成版号审核，目前正在抓紧核发版号。该发言标志着困扰市场 9 个月之久的“版号暂停审批”事件成为历史。

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。

¹ 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。

（5）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。

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。

移动游戏行业增速放缓

移动游戏行业已由前期超高速增长的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。

（6）行业发展

中国互联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实质。拓展互联游戏出口业务可以使中国互联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。

行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高

近年来，中国互联游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的互联游戏公司。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，生存空间将受到较大限制。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，互联游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。

总体看，中国互联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。

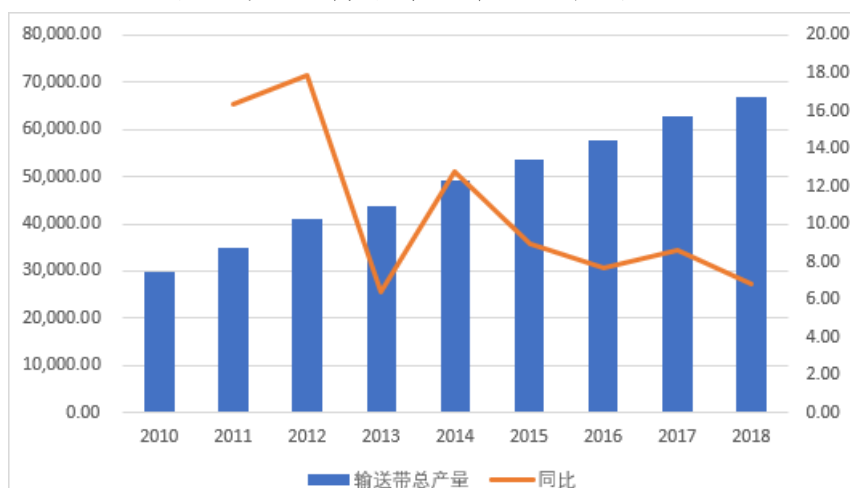
2. 输送带制造行业

（1）行业概况

橡胶输送带用于连续输送散装物料或成件物品，其运输方式可以实现运输过程自动化，运量平滑连续，可灵活调整输送量，并能在一定程度上克服地形限制，工作效率优于螺杆输送、振动输送及加压导管输送等方式。输送带输送的能源消耗和运输成本低于铁路和汽车运输，广泛运用于采掘、能源、交通、冶金、机械、物流等多个领域。

全球来看，2018 年，整个输送带市场规模约为 20 亿平方米，主要集中在欧洲、日本、中国等地，主要用于煤炭、钢铁、港口、水泥、电力等行业。中国是全球第一大生产国与消费国，产量超过全球总产量的 1/3。随着我国经济的持续增长，下游行业的不断发展对输送带行业的需求也逐年增长，输送带产量不断提高。根据中国橡胶工业统计年鉴数据，2018 年我国输送带产量接近 7 亿平方米。

图7 我国输送带产量情况（单位：万平方米、%）



资料来源：中国橡胶工业统计年鉴

总体看，我国输送带行业市场规模较大，下游应用范围广泛；近年来行业整体呈稳定增长趋势。

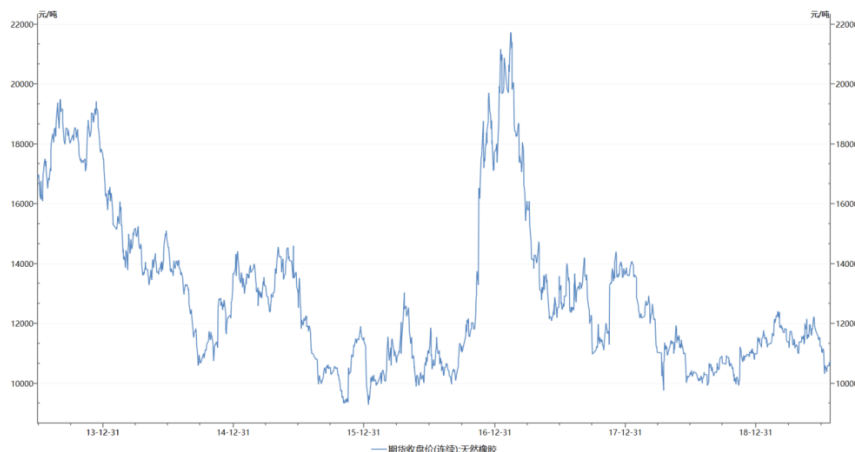
（2）行业上下游概况

上游供给

输送带原材料主要为橡胶、炭黑、钢丝绳、帆布等，原材料成本约占总成本 60%，而原材料成本中橡胶占比约 40%，因此天然橡胶和合成橡胶的价格波动会对输送带行业成本情况产生较大影响。

天然橡胶方面，近年来我国橡胶需求最大的轮胎行业产能扩张，导致国内天然橡胶资源不足，对外依存度较高。全球天然橡胶主要产区集中于东南亚地区，其产量约占世界产量合计的 90%。2013—2015 年，我国天然橡胶期货收盘价格呈下降趋势，主要系全球经济增速放缓，天然橡胶供应过剩所致；2016 年初泰国、马来西亚、印度尼西亚等橡胶生产大国宣布减产，同时受国际原油价格回暖影响，2016 年天然橡胶价格整体上涨；2017 年初，受泰国洪水情况影响，天然橡胶期货价格快速上升，从 18,000 元/吨上涨至 22,450 元/吨，不过随着泰国抛出橡胶储备后，自 2 月份起，橡胶价格明显回调，至 2017 年末，下降至 13,000 元/吨；2018 年以来受国内轮胎生产行业景气度下降影响，橡胶需求减少，天然橡胶价格总体呈地位震荡趋势；截至 2019 年 6 月底，天然橡胶期货收盘价格为 11,245 元/吨。

图8 近年来我国天然橡胶价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

合成橡胶方面，其原材料是石化产品，成本受原油价格影响较大；同时作为天然橡胶的同类产品，其价格走势基本和天然橡胶一致。

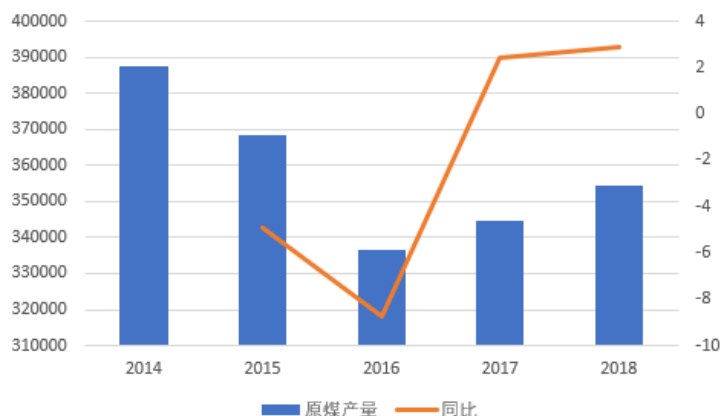
总体看，2016 年以来，橡胶价格整体处于较低水平，有利于输送带行业成本控制。

下游需求

橡胶输送带下游主要有 5 大行业，分别是煤炭、钢铁、发电、水泥和港口，其中煤炭是最重要的下游，约占输送带需求量的 50%。

2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），提出用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，标志着煤炭行业供给侧改革正式开始；紧接着又于 3 月提出了“276 个工作日”以及职工安置措施，同年 5 月和 7 月先后提出去产能专项补贴以及产能置换方案；同年 12 月，国家发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，将去产能目标明确为 8 亿吨；相关政策的下发落实，尤其是“276 个工作日”的执行带动煤炭价格开始出现大幅上涨。为了抑制煤价的大幅上涨以及保证冬季取暖煤炭供应，9 月起，发改委逐步放开了 276 个工作日，并于 11 月提出了煤炭供给的“长协模式”。供给侧改革效果明显，2016 年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%；2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，我国原煤产量 35.20 亿吨，同比增长 3.20%，产量有所回升；2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.80 亿吨，同比增长。

图 9 近年来我国原煤产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

总体看，近年来，随着供给侧改革的推进，优质产能逐步释放，我国煤炭行业总产量呈小幅回升趋势。

（3）行业政策

2015 年，《中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》正式发布，中国橡胶工业“十三五”发展目标是，调整结构，用高新技术改造传统橡胶工业，提质增效，重点放在提高质量、自动化水平、信息化水平、生产效率、环境保护和经济效益方面。橡胶工业总量保持增长趋势，但年均增长稍低于现有水平，继续稳固中国橡胶工业国际领先的规模影响力和出口份额。“十三五”期间，全行业销售额年增长 7% 左右，生胶消耗年增长 6% 左右。

2016 年 7 月 8 日，工信部和财政部发布了《重点行业挥发性有机物削减行动计划》，橡胶行业被列入挥发性有机物（VOCs）削减重点行业。中国橡胶工业协会据此启动了 VOCs 削减行动计划，作为橡胶行业“十三五”规划的重要工作，现已完成了《橡胶行业 VOCs 削减行动计划路线图》，主

要涵盖轮胎、胶鞋、废橡胶综合利用及助剂行业。

国家生态环境部 2018 年开展了“第二次全国污染源普查”工作，中国橡胶工业协会作为参加单位之一，承担了“291 橡胶制品业行业产排污量核算方法与指南编制项目子课题”。本次“二污普”的目的在于摸清各类污染源的基本情况，建立适用于橡胶制品行业的产排污核算方法。中橡协组织专家通过对轮胎、管带、乳胶、再生胶行业 7 家重点企业的实地调研采样和对 28 家企业的函调数据收集和分析，确定了橡胶制品行业污染物排放以工业废水和工业废气为主，废水主要是生产过程中设备冷却循环水及车间清理卫生用水等生活用水，废气主要为颗粒物和甲烷总烃，并进行了橡胶制品业工业污染源产排污系数核算工作，最终确定的产排污系数将作为未来国家制定橡胶行业环保政策的依据之一。

2018 年国际贸易环境面临诸多不确定性，为此国家出台了多项政策助力企业降成本增效益。9 月 5 日、10 月 22 日，财政部、税务总局两次发布通知，自 2018 年 11 月 1 日起提高部分产品出口退税率，其中轮胎、橡胶管带、橡胶制品等产品出口退税率由 9% 提高到 13%，天然橡胶、合成橡胶等原材料出口退税率由 5% 提高到 10%。9 月 20 日，财政部、税务总局、科技部联合发布通知，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，企业研发费用税前加计扣除比例提高了 25%，支持企业加大研发投入，橡胶企业也享受政策红利。

总体看，近年来，国家鼓励橡胶工业企业发展；但严格的环保政策对橡胶工业企业生产提出更高的要求。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司子公司易幻网络是中国领先的移动网络游戏的海外发行和运营商，截至 2018 年底，易幻网络已在全球发行近 230 款游戏，覆盖全球 150 多个国家、十几种语言，是中国最早出海的手游发行商之一，也是国内海外移动游戏成功发行数量最多的厂商；其海外发行和运营游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、休闲益智类、模拟经营、MMO（大型多人在线游戏）等多种类型。易幻网络已在韩国、港澳台、东南亚等市场建立起自己的核心竞争力和领先优势，并辐射全球市场。

易幻网络拥有较强的数据集成和分析能力，为运营及营销决策提供数据支持，并用实际数据指导市场推广工作，以利于更精确定位目标用户，优化广告投放渠道、投放时段、投放人群、投放区域和广告创意，实现广告目标人群的精准投放，提高代理移动网络游戏的利润率。易幻网络持续通过自身研发的游戏运营数据分析平台 GMTTool，对自身运营的所有游戏进行实时的数据监控，收集相关运营数据并进行不同品类之间和不同时间段之间的分析和比对，以用于评估游戏运营状况并制定最佳运营策略。

在全球化发行的实现过程中，易幻网络与 Facebook、Google、Twitter、Line、Kakao、DeNA 等国际知名公司形成合作关系，有利于提高引进国际知名 IP 和与国际媒体间合作的能力。同时易幻网络在目标市场建立办公室或者分公司，目前已在香港、韩国、泰国、新加坡等国家和地区组建当地团队，通过与当地支付渠道、广告渠道等本地化资源的合作，针对不同市场的历史背景、文化特点、玩家属性、用户偏好、付费习惯等制定营销和运营策略，实现深度本地化。

输送带业务方面，公司荣获中国橡胶工业协会胶管胶带分会 2017—2018 年度“输送带、胶管、V 带十强企业”，获得中国石油和化学工业联合会“科技进步一等奖”。公司“BOTON 宝通”品牌被评为 2017—2019 年度江苏省重点培育和发展的国际知名品牌，同时，还获得了“无锡高新区专利突

出贡献单位”“无锡市专利金奖”。“宝通 BOTON” 商标被认定为无锡市知名商标。公司是国家首批“中国名牌产品” 获授单位、“国家级火炬计划重点高新技术企业” 和“江苏省高新技术企业”。截至 2018 年底，公司已经授权的有效专利数量达到 62 项，其中 50 项发明专利，12 项实用新型专利；正在申请（已受理）专利 14 项，其中发明专利 13 项、实用新型专利 1 项。

总体看，易幻网络作为中国移动网络游戏的海外发行和运营商在数据分析、游戏发行具有较强的竞争优势；公司输送带业务具有较强的品牌优势及技术研发优势。

2. 人员素质

截至目前，公司共有董事、监事及高管人员共 12 人。其中，董事会成员 8 人，设董事长 1 人；监事会成员 3 人，设监事会主席 1 人；高级管理人员 4 人（其中 3 人为董事兼任）。

公司董事长包志方先生，1960 年出生，长江学院 EMBA 在读。1976 年起任职于无锡市橡胶厂，1980 年至 1988 年在上海全国胶带测试中心进修、工作，1988 年至 1991 年在无锡市橡胶厂任供销科科长，1992 年至 2000 年历任无锡市橡胶厂供销科副科长、供销公司副经理、经理、厂长助理、副厂长，2000 年起至 2016 年 6 月任公司董事长兼总经理，现任公司董事长。包志方先生为中国橡胶工业协会胶管胶带分会副理事长，曾荣获“石油和化工优秀民营企业企业家”“无锡市优秀青年企业家”“无锡市新长征突击手”“依靠职工办企业优秀经营者”“无锡市杰出民营企业企业家”等多项荣誉称号。

截至 2018 年底，公司共拥有在职员工 821 人。其中，生产人员占 31.79%、销售人员占 2.80%、技术人员占 17.66%、财务人员占 2.68%、行政人员占 18.15%、运营人员占 26.92%；从文化程度看，公司员工硕士及以上占 2.80%、本科占 42.27%、大专及中专占 32.16%、中专及以下占 22.78%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有较为丰富的管理经验；公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的生产经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司全体股东组成股东大会，股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满，可连选连任，董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，不设副董事长，董事长由董事会以全体董事过半数选举产生。董事会向股东会负责，负责决定公司的经营计划和投资方案，拥有制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由 4 名监事组成，其中主席 1 名，由全体监事过半数选举产生，任期三年，任期届满，可连选连任。监事会包括 2 名股东代表和 1 名职工代表。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会对公司财务状况、董事会、高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘，公司总经理、副总经理、财务

负责人和董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期三年，连聘可以连任，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构完善，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求，同时也符合《上市公司治理准则》等法律、法规的要求。

2. 管理体制

公司内设证券事务部、投融资中心、财务核算中心等 9 个职能中心，各个部门分工明确，运作规范。公司按照《公司法》《证券法》有关法律法规及《企业内部控制基本规范》及其配套指引的相关要求，结合公司自身情况，形成了以财务管理制度、采购管理制度、对外担保制度、仓储物流制度和对外投资制度为主要内容的较为完善的内部管理制度体系。

财务管理方面，为建立现代企业制度，完善内部管理体制，规范公司财务管理工作，公司根据《会计法》《内部会计控制规范》《企业会计准则》《公司章程》等相关法律法规，结合公司的具体情况，制定财务管理制度。规定公司内部的财务管理体系由财务决策机构、财务执行机构、财务监督机构等组成。决策机构是公司董事会，执行机构是以公司总经理为首的经营班子，监督机构是公司监事会。公司的财务核算中心是公司财务管理的职能部门，财务负责人由公司董事会进行任免。

采购管理方面，为了进一步加强物资采购流程管理，有效控制采购成本，保证公司利益，公司制定采购管理制度。采购管理制度由物资管理部负责实施，对公司采购流程各个环节的职责权限进行了明确规范。

对外担保管理方面，为依法规范公司的对外担保行为，防范财务风险，确保公司经营稳健，根据《公司法》《担保法》等有关法律、法规、规范性文件及《公司章程》的有关规定，公司制定了对外担保制度。规定公司对外担保的主办部门为公司财务核算中心，公司原则上不主动对外提供担保（相互提供担保除外），确需对外提供担保的，应由被担保方提出申请。公司的对外担保须经公司董事会全体董事三分之二以上同意或经股东大会批准方可办理。公司向被担保方提供担保时，被担保方应提供反担保。

仓储物流管理方面，为了进一步明确仓储物流各岗位职责，更好地指导和规范各岗位人员的日常工作，公司制定仓储物流管理制度。物资管理部是部门内控管理的归口管理部门，负责部门内部管理的制度制（修）订、实施推进、监督检查与考核评估等，同时做好各项管理工作，提高部门的运作效率与质量。各岗位人员是内控管理的具体实施人，负责按照部门要求，做好各自岗位的工作，并配合部门做好监督检查、考核评估及整改完善等。

对外投资管理方面，为规范公司对外投资行为，提高投资效益，规避投资所带来的风险，有效、合理的利用资金，依照《公司法》《合同法》《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法律法规以及《公司章程》的规定，公司制定对外投资管理制度。根据投资规模，公司股东大会、董事会、总经理为公司对外投资的授权机构和决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资作出决策与授权，其他任何部门和个人无权作出对外投资的决定。

总体看，公司部门设置齐全，符合业务发展需要，内部管理制度规范，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2016—2018 年，得益于手机游戏运营业务稳定发展及输送带制造业务的回暖，公司营业收入持

续增长，分别为 14.65 亿元、15.80 亿元和 21.66 亿元，年均复合增长 21.62%；净利润分别为 1.96 亿元、2.37 亿元和 2.89 亿元，年均复合增长 21.54%。

2016—2018 年，公司营业收入全部来自于主营业务。从营业收入构成情况看，2016—2018 年，公司手机游戏运营业务收入波动增长，分别为 10.04 亿元、9.97 亿元和 14.24 亿元，年均复合增长 19.09%，主要系公司海外发行游戏数量及发行游戏实现收入波动所致，占营业收入比重分别为 68.58%、63.10%和 65.75%；输送带制造及服务业务收入持续增长，分别为 4.60 亿元、5.83 亿元和 7.42 亿元，年均复合增长 27.01%，主要系公司优化产品结构，新产品市场认可度提高所致，占营业收入比重分别为 31.42%、36.90%和 34.25%。

表 3 2016—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
手机游戏运营	10.04	68.58	60.24	9.97	63.10	65.48	14.24	65.75	66.64
输送带制造及服务	4.60	31.42	28.39	5.83	36.90	28.96	7.42	34.25	31.51
合计	14.65	100.00	50.23	15.80	100.00	52.00	21.66	100.00	54.61

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 50.23%、52.00%和 54.61%，呈逐年上升趋势，主要系手机游戏运营业务收入占比上升所致。分业务看，2016—2018 年，公司手机游戏运营业务毛利率分别为 60.24%、65.48%和 66.64%，呈逐年上升趋势，主要系公司发行和运营产品市场表现情况较好所致；公司输送带业务毛利率分别为 28.39%、28.96%和 31.51%，呈持续上升趋势，主要系公司优化产品结构，降低管理和生产成本所致。

2019 年 1—6 月，公司营业收入 11.83 亿元，较上年同期增长 19.61%；净利润 1.71 亿元，较上年同期增长 6.97%，整体经营状况良好。

总体看，公司主营业务突出，2016—2018 年营业收入保持增长，盈利能力维持较高水平。

2. 手机游戏运营业务

易幻网络成立于 2012 年 11 月，易幻网络自成立以来主要经营国产移动网络游戏的海外发行、运营业务。其海外发行和运营游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类、模拟经营、MMO 等多种类型，主要发行地包括韩国、新加坡、港澳台及东南亚地区。

易幻网络首先向国内游戏发行商支付授权金获得游戏代理权，然后由易幻网络团队对游戏进行上市地点的本土化包装，通过代理运营模式或联合运营模式在上市地 App Store、Google Play 等渠道商上市。

从收入情况看，2016—2018 年，易幻网络营业收入分别为 12.04 亿元、9.97 亿元和 14.24 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长率为 8.75%。从收入构成看，易幻网络主要通过代理运营游戏模式进行游戏代理业务，2016—2018 年，代理运营游戏业务收入占比均在 90%以上。

表 4 2016—2018 年易幻网络主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）²

产品类型	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
代理运营游戏	10.89	90.48	63.40	9.25	92.81	66.38	13.75	96.53	66.82

² 公司于 2016 年 3 月合并易幻网络，故 2016 年易幻网络营业收入、毛利率情况与合并范围内手机游戏运营业务营业收入、毛利率情况存

授权运营游戏	1.15	9.52	29.11	0.48	4.82	46.87	0.29	2.03	52.82
其他	--	--	--	0.24	2.37	68.16	0.21	1.44	74.13
合计	12.04	100.00	60.13	9.97	100.00	65.48	14.24	100.00	66.64

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，随着易幻网络海外发行业务通道逐渐完善，易幻网络代理运营模式和授权运营模式的毛利率逐年上升，2016—2018 年代理运营游戏毛利率分别为 63.40%、66.38%和 66.82%，授权运营游戏毛利率分别为 29.11%、46.87%和 52.82%。2016—2018 年，易幻网络综合毛利率分别为 60.13%、65.48%和 66.64%，呈逐年上升趋势。

总体看，随着易幻网络海外发行业务通道逐渐完善，易幻网络收入逐年增长，毛利率水平逐年提升。

（1）购买游戏代理权

易幻网络主营业务为代理国内游戏的海外发行和运营服务，其获取的代理权一般为区域内的独家代理权，游戏采购模式及流程具体如下：

获取产品信息

一方面，易幻网络通过建立较为完善的国内外游戏开发商新产品监控和评测体系，形成游戏采购资源库；另一方面，随着易幻网络多款游戏在海外发行和运营取得成功，市场份额和行业地位不断提高，越来越多的游戏开发商主动向其提供新游戏的产品资料，以寻求合作机会。

初步筛选产品

易幻网络设置了严格的产品筛选程序，只有至少符合下列标准之一的游戏产品才能获得通过：当前运营平台所欠缺的产品类型；在某一代表区域已取得优秀运营业绩的产品；该产品开发团队拥有成功的产品经验及稳定的核心成员；该产品具有一定的创新性。

产品专项评估

通过初步筛选后，易幻网络将组织由运营、客服、资深玩家等组成的评测团队针对产品的用户体验、产品设计、技术支持等多方面进行专项评估，通过评估的产品将交由管理层进行综合评估，决定是否签约。

沟通合作条款

对于批准签约的产品，易幻网络与游戏开发商进行初步沟通，如双方意向明确，则就合作具体事宜进行商讨并签订合同，包括授权金和分成比例的确定、代理授权范围和方式的确定、后续服务条款的确定等，并由法务部配合完成对游戏开发商的资质认证和对游戏产品著作权进行认证。

对于选定的代理产品，易幻网络与游戏开发商签订代理合同，代理期限一般为 3 年，后期按照游戏流水与开发商分成，分成比例约 30%。结算方式上，授权金在收到发票 30 日内支付，流水分成在收到渠道商流水后与开发商进行结算，结算方式主要为电汇。

表 5 截至 2018 年底易幻网络正在履行的主要游戏代理协议情况（单位：万美元）

序号	游戏授权商	授权游戏产品	代理发行区域	授权年限	协议签署日	代理费用
1	RASTAR GAMES (HK) CO., LIMITED	三国群英传-霸王之业	东南亚、韩国	三年	韩国：2017 年 4 月 20 日 东南亚：2018 年 1 月 4 日	145
2	北京拱顶石科	豪门足球风云	港澳台、韩国	三年	港澳台：2017 年	5

在差异。

	技有限公司				11月28日 韩国：2018年8月1日	
3	珠海文景科技有限公司	圣堂之战	东南亚、俄罗斯、澳洲、北美洲、南美洲、欧洲	五年	2016年9月30日	50
4	FAMOUS HEART LIMITED	权力与荣耀	越南、韩国	三年	韩国：2017年1月16日 越南：2017年8月31日	250
5	FAMOUS HEART LIMITED	万王之王	韩国	三年	2017年11月10日	150

注：豪门足球游戏授权金为5万美金，其他费用包括十大球星肖像权使用权5万欧元、球星代言费4万欧元、球队素材使用协议3.61万欧元等

资料来源：公司提供

从游戏供应商集中度情况看，2016—2018年，易幻网络前五大游戏供应商集中度分别为36.04%、21.15%和22.78%，公司对主要游戏供应商的依赖程度有所下降。

表6 2016—2018年易幻网络游戏采购前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	采购额	占比
2016年	祖龙（天津）科技有限公司	17,513.43	24.32
	西山居有限公司	3,050.79	4.24
	北京开心人信息技术有限公司	2,111.84	2.93
	北京畅游天下网络技术有限公司	1,742.03	2.42
	Hong Kong NetEase Interactive Entertainment Limited	1,531.37	2.13
	合计	25,949.46	36.04
2017年	祖龙（天津）科技有限公司	5,702.96	7.52
	西山居有限公司	4,009.38	5.29
	Perfect Game Speed Company Limited	2,326.26	3.07
	重庆乐逍遥科技有限公司	2,017.64	2.66
	FAMOUS HEART LIMITED	1,976.87	2.61
	合计	16,033.12	21.15
2018年	RASTAR GAMES(HK)CO.,LIMITED	9,311.32	9.47
	FAMOUS HEART LIMITED	3,573.50	3.63
	北京拱顶石科技有限公司	3,403.19	3.46
	Perfect Game Speed Company Limited	3,270.70	3.33
	祖龙（天津）科技有限公司	2,844.94	2.89
	合计	22,403.66	22.78

资料来源：公司提供

总体看，易幻网络代理运营游戏数量多，主要集中于港澳台、东南亚、韩国等市场，对主要游戏供应商的依赖程度不高。

（2）游戏的发行和运营

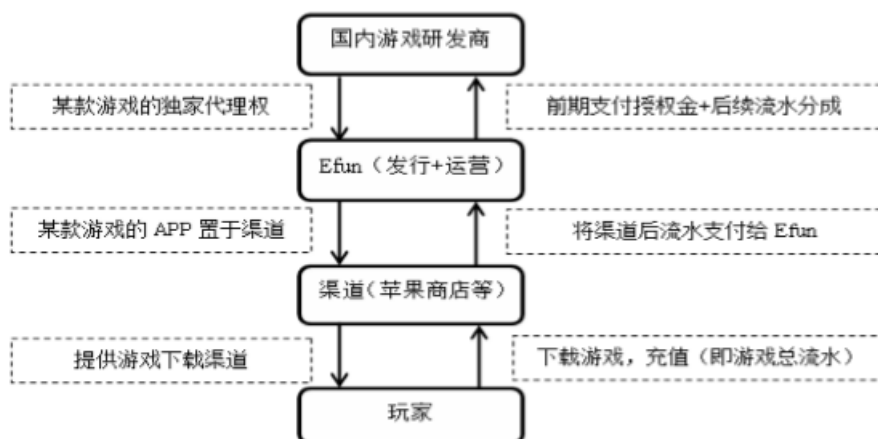
易幻网络的游戏运营模式包括代理运营模式和联合运营模式（即“授权运营模式”）。在代理模式下，APP STORE、Google Play 平台渠道费率为30%，结算周期为1个月。

代理运营模式

在代理运营模式下，易幻网络通过与游戏开发商合作，取得某款游戏产品在特定区域的独家代

理授权，由易幻网络负责该款游戏在特定区域的各项运营工作，包括市场推广、信息反馈、运营控制、服务器支持和支付渠道支持等多项工作，承担运营成本并从运营渠道平台取得流水分成收入，同时按协议向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。

图 10 易幻网络代理运营模式的主要流程

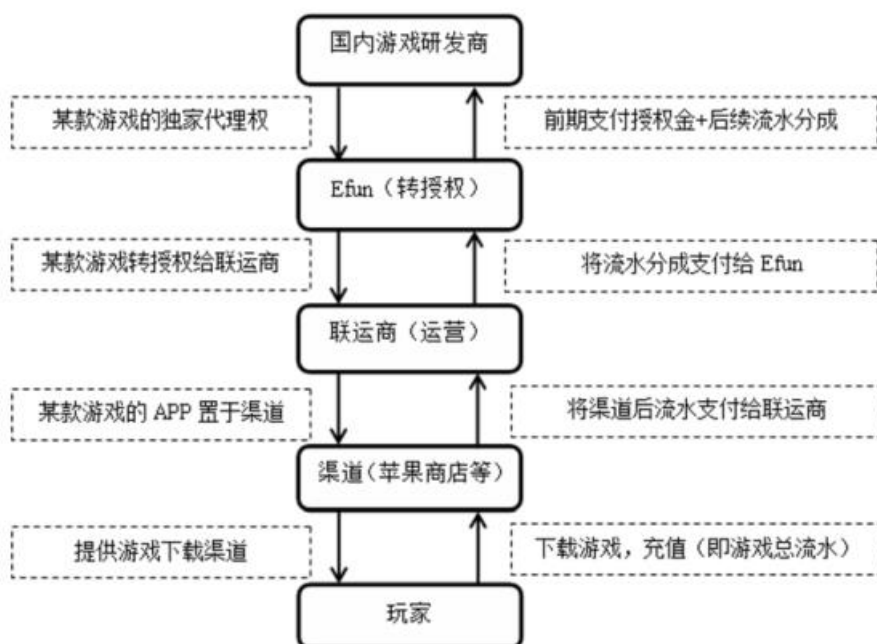


资料来源：公司提供

联合运营模式

在联合运营模式下，易幻网络在取得游戏开发商某款游戏产品在特定区域的独家代理授权后，与该区域的本土游戏运营商（以下简称“联运商”）合作，由联运商负责各项运营工作，承担运营成本并取得运营收入，易幻网络按照协议向联运商收取一定比例的分成款，同时向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。因各地法律法规限制，目前联合运营模式主要在台湾地区采用。

图 11 易幻网络联合运营模式的主要流程



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，易幻网络及其子公司代理运营的游戏产品 68 款（同一游戏的不同版本合并统计），按代理区域统计，其中港澳台 14 款、东南亚 26 款、韩国 19 款、其他地区 9 款。2018 年，易幻网络主要代理游戏（前五大）流水合计 1.13 亿美元，较上年增长 80.57%。

2019 年，易幻网络新增代理合约 14 份，按游戏版本统计：韩国 3 款、东南亚 4 款、日本 2 款、港澳台 5 款、全球 1 款、欧洲 2 款。

表 7 2016 - 2018 年底易幻网络主要代理运营游戏情况

2016 年					
指标	六龙御天	六龙争霸	剑侠情缘	一统天下	梦想星城
当期流水合计（美元）	54,707,631.51	37,084,686.73	15,437,635.50	11,625,837.50	8,146,740.14
期末累计注册用户数（人）	2,117,336	944,820	1,443,892	795,589	2,762,183
当期月均付费用户数（人）	30,656	15,970	10,887	2,495	17,338
当期月均活跃用户数（人）	216,266	125,365	152,862	22,782	314,233
付费用户月均消费值 ARPPU ³ （美元）	148.71	193.52	118.17	388.32	39.16
2017 年					
指标	剑侠情缘	权力与荣耀	最终幻想：觉醒	六龙争霸	一统天下
当期流水合计（美元）	18,603,556.44	14,706,275.87	10,344,997.12	9,533,892.4	9,308,826.12
期末累计注册用户数（人）	2,107,395	840,001	2,042,661	975,056	833,589
当期月均付费用户数（人）	15,412	26,415	48,480	2,417.0	2,055
当期月均活跃用户数（人）	184,946	221,745	559,265	16,363.0	12,679
付费用户月均消费值 ARPPU（美元）	100.59	111.35	42.68	328.7	377.49
2018 年					
指标	三国群英传	豪门足球	圣堂之战	权力与荣耀	万王之王
当期流水合计（美元）	61,202,271.10	17,815,501.41	16,807,027.76	8,592,472.02	8,436,539.24
期末累计注册用户数（人）	1,463,859	658,121	5,316,510	1,052,889	701,071
当期月均付费用户数（人）	36,761	11,007	16,711	3,367	50,727
当期月均活跃用户数（人）	261,129	99,357	389,918	30,297	428,362
付费用户月均消费值 ARPPU（美元）	166.49	147.14	83.81	212.66	83.16

资料来源：公司提供

在代理运营模式下，易幻网络的主要运营平台有 App Store、Google Play、Gash、Onestore、Naver

³ ARPPU: Average Revenue per Paying User, 即平均每付费用户收入; ARPPU 计算公式为: 年度总流水/当期月均付费用户/当年游戏运营月份总数。

等。2016—2018 年，易幻网络前五大客户贡献的收入占全部营业收入的比例分别为 61.00%、55.80% 和 59.62%，易幻网络对主要客户依赖较大。

表 8 2016—2018 年易幻网络前五大客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	营业收入	占比
2016 年	Google Inc	37,713.78	25.75
	Apple Inc	25,877.07	17.67
	원스토어 주식회사 (Onestore)	13,657.63	9.33
	Inch Interactive Entertainment Ltd	8,051.60	5.50
	네이버주식회사(NAVER Corporation)	4,040.45	2.76
	合计	89,34.53	61.00
2017 年	Google Inc	36,870.61	23.34
	Apple Inc	27,008.85	17.10
	원스토어 주식회사 (Onestore)	14,790.92	9.36
	Inch Interactive Entertainment Ltd	7,026.43	4.45
	Mol AccessPortal Sdn.Bhd	2,456.62	1.56
	合计	88,153.43	55.80
2018 年	Google Inc	69,134.19	31.91
	Apple Inc	34,828.01	16.08
	원스토어 주식회사 (Onestore)	20,747.24	9.58
	Inch Interactive Entertainment Ltd	2,381.53	1.10
	Gash Point (Hong Kong) Company Limited	2,069.63	0.96
	合计	129,160.61	59.62

资料来源：公司提供

总体看，易幻网络主要通过 App Store、Google Play、Gash、T-store、Naver 等平台以代理运营模式在海外发行游戏，代理游戏运营情况良好，但对主要客户的依赖程度较高。

3. 输送带业务

公司输送带业务的主要产品为各类高强力输送带，包含各类钢丝绳芯输送带（防撕裂、超耐磨、管状、耐热、煤矿用阻燃等）、各类织物芯输送带（煤矿用叠层阻燃、耐热、耐高温、防撕裂、耐油、耐酸碱等）以及各类特种输送带（管状带、芳纶带、蛇形带、环保节能带、提升机带等）。

（1）原材料采购

公司对所需采购的原材料按对公司产品质量的重要性分为 A、B、C 三类：

A 类：橡胶（天然橡胶、合成橡胶）、帆布（涤锦帆布、锦纶帆布、涤纶帆布、4×8 涤棉帆布、7×8 涤棉帆布）、输送带用钢丝绳、硫磺粉、促进剂（M、DM、CZ、NOBS、TMTD）、防老剂（RD、MB、4010NA）、纳米氧化锌、交联剂 TAIC 等。

B 类：硬脂酸、碳黑（N220、N330、N550）、XDH 补强碳黑、白碳黑、粘合剂（RA、RS、RE、AS-88）、芳烃油、橡胶加工油、古马隆、氢氧化镁等。

C 类：陶土粉、松焦油、石蜡、碳酸钙等。

公司原材料主要采用向国内经销商和生产商采购的模式，有部分橡胶直接从海外市场进口。公司采购主管对所需原材料价格行情及原材料上下游的价格市场情况及时把握，如遇价格变动会及时汇报物资管理部部长，确保采购产品质优价廉。物资管理部由专人负责原材料询价，如遇原材料涨

价需填写《原材料调价申请》说明原因，报总裁批准，随附发票交财务中心备案。物资管理部凭发票、《采购入库单》，由采购经办人、仓库保管员、询价员、物资管理部部长签字后办理入账手续，根据公司货款支付政策办理付款。

公司原材料采购的付款方式主要有 60 天账期承兑、电汇等。公司建立了完善的供应商管理体系和质量保证体系，在对供应商进行严格的评审考核后，与其签订采购合同。公司每年对供应商进行评估，选择信誉好的供应商。技术质量部建立供方供货质量记录，对供方产品质量进行日常控制管理，当某一原材料发生一次不合格时，由物资管理部及时向该供应商发出警告，同一原材料连续 2 次或半年累计 3 次发生不合格时，由物资管理部会同技术质量部进行评审，确定是否需要更换该供应商。

从采购情况看，2016—2018 年，受输送带产量上升影响，主要原材料橡胶、帆布和炭黑的采购量逐年增长。从采购价格看，公司主要原材料均为大宗商品，采购价格随市场价格波动，2016—2018 年，帆布、钢丝绳和炭黑采购价格逐年上升，橡胶采购价格波动上升。

表 9 2016—2018 年输送带业务主要原材料采购情况

采购产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
橡胶	采购量（吨）	9,603.59	11,117.80	13,883.60
	平均采购价（元/吨）	9,789.83	11,183.10	10,219.30
帆布	采购量（平方米）	2,434,421.41	2,806,669.88	3,639,624.66
	平均采购价（元/平方米）	17.17	21.71	21.80
钢丝绳	采购量（米）	2,788,913.31	2,939,648.00	4,204,776.00
	平均采购价（元/米）	8.19	8.22	9.00
炭黑	采购量（吨）	4,967.18	5,664.78	6,239.52
	平均采购价（元/吨）	3,761.45	5,623.27	6,513.39

资料来源：公司提供

生产成本构成方面，公司输送带业务成本主要包括原材料（约占 78%）、制造费用（约占比 13%）、能源（约占比 6%）和人工（约占比 3%）；原材料中橡胶占比约为 42%、炭黑约占比 9%、帆布约占比 20%、钢丝绳约占比 11%。

从采购集中度看，2016—2018 年，公司原材料前五大供应商采购金额分别为 3,686.19 万元、7,108.92 万元和 7,864.55 万元，占输送带业务板块采购总额的比重分别为 17.22%、23.90%和 20.80%，采购集中度一般。

表 10 2016—2018 年输送带业务前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	采购额	占比
2016 年	东莞市同舟化工有限公司	869.37	4.06
	上海四联飞扬化工新材料有限公司	854.00	3.99
	江苏福尔特金属制品有限公司	679.09	3.17
	神马实业股份有限公司	648.16	3.03
	江苏法尔胜金属线缆销售有限公司	635.58	2.97
	合计	3,686.19	17.22
2017 年	江苏法尔胜金属线缆销售有限公司	2,527.56	8.50
	浙江海裕橡胶有限公司	1,446.40	4.86
	苏州宝化炭黑有限公司	1,312.24	4.41
	山西永东化工股份有限公司	918.61	3.09

	东莞市同舟化工有限公司	904.10	3.04
	合计	7,108.92	23.90
2018 年	江苏法尔胜金属线缆销售有限公司	2,649.31	7.01
	青岛庆通新材料科技有限公司	1,525.59	4.03
	山西永东化工股份有限公司	1,400.21	3.70
	浙江海裕橡胶有限公司	1,200.50	3.17
	山纳合成橡胶有限责任公司	1,088.95	2.88
	合计	7,864.55	20.80

资料来源：公司提供

总体看，公司制定了适合公司经营需求的采购模式与流程；主要生产原材料均为大宗商品，供应较有保障，但价格波动较大，不利于公司生产成本控制。

（2）产品生产

公司采取以市场需求为导向组织生产的原则，具体方式为：在销售经营部对市场需求情况进行调查并归集订单的基础上，综合考虑公司产品库存数量、以前年度同期和本年度已经销售情况等因素，决定公司当月产品的生产数量和产品规格；同时，根据生产计划和原材料的库存量决定原材料的采购。最终生产计划经公司经营管理层审核后下达，并由公司本部和下属子公司具体负责组织实施。

生产技术方面，公司设计、生产一系列技术含量较高的产品。IW 钢网抗冲击防撕裂输送带，骨架材料选用采用比利时贝卡尔特 IW 钢网，胶料选用经中国石化联合会科技成果鉴定的高强力抗撕裂覆盖胶，实现优异的抗冲击、防撕裂效果，成果总体技术达到国际先进水平；公司设计的低滚动阻力节能输送带产品减少输送带下覆盖胶的回弹滞后，降低胶料损耗因子，可有效降低输送带运行时的压陷滚动阻力，从而减少输送能耗，实现高效节能的生产过程；智能化输送带产品在发生纵向撕裂、感应线圈发出的信号无法传输到接收器和发射器时，则输送系统自动停止运行，避免进一步的撕裂扩展，挽回经济损失。

产能方面，截至 2018 年底，公司拥有输送带生产线 11 条，其中钢丝绳芯输送带生产线 5 条，织物芯输送带硫化生产线 6 条，2016—2018 年，公司输送带产品产能未发生变化，均为 1,800.00 万平方米/年。

产量方面，2016—2018 年，公司输送带产品产量分别为 1,175.06 万平方米、1,346.21 万平方米和 1,681.91 万平方米，呈逐年增长趋势，主要系公司优化产品结构、加大研发力度，产品市场需求增加所致。

产能利用率方面，受产量增加影响，2016—2018 年，公司产能利用率逐年上升，分别为 65.28%、74.74%和 93.44%，产能利用率逐年上升。

表 11 2016—2018 年公司输送带业务生产情况（单位：万平方米/年、万平方米、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
输送带	产能	18,00.00	18,00.00	18,00.00
	产量	1,175.06	1,345.31	1,681.91
	产能利用率	65.28	74.74	93.44

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司输送带生产技术较为先进，产能规模较大，产量逐年增长，产能利用率逐年上升。

(3) 产品销售

公司大部分输送带产品销售实行终端用户的直销模式，较少通过代理商渠道进行销售。产品国内销售主要分布在华东、华北、西北、西南等区域，国外销售主要分布在澳洲、非洲以及南美、北美、欧洲等区域。产品广泛应用于煤矿、钢铁、建材、港口、电力、化工行业等。公司客户中，80%为国内客户，主要为央企、国有企业：例如神华、伊泰、海螺、华能集团、宝钢、马钢等；20%为国外客户，主要有 BHP Billiton、Lafarge group、Sandvik、TATA steel、Metso 等。

产品销量售价，主要通过年度框架及招投标竞价方式，整体价格变化主要随市场原材料行情波动，如年度框架中签订有调价机制，则按市场原材料涨幅，启用调价机制，上下调整价格；投标竞价主要是按原材料现行市场价格核算成本后定价竞标。

产品销售结算方面，公司根据客户信用等级评定情况给予 3 至 6 个月不等的账期。

从销售情况看，公司主要产品为织物芯带和钢丝带。2016—2018 年，受钢铁、煤炭等行业景气度回升及公司新产品市场情况较好影响，织物芯带和钢丝带销量均逐年增长。产品售价方面，受产品需求增加及采购成本上涨影响，织物芯带和钢丝带销售均价逐年上涨，技术含量更高的钢丝带销售均价高于织物芯带。

表 12 2016—2018 年输送带业务销售情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
织物芯带	销量	6,092,107.70	8,023,519.62	10,188,050.07
	平均售价	30.87	32.34	34.05
	销售金额	18,805.47	25,949.78	34,686.13
钢丝带	销量	4,421,144.66	5,010,825.08	5,214,391.57
	平均售价	33.94	35.70	37.18
	销售金额	15,005.14	17,889.12	19,385.46

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2016—2018 年，公司输送带业务前五大销售客户销售收入分别为 8,474.28 万元、11,202.29 万元和 13,796.03 万元，分别占当年销售收入的比重为 24.83%、24.48%和 23.99%，集中度一般。

表 13 2016—2018 年公司输送带前五大销售客户（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售额	占比
2016 年	新疆九华天物流有限公司	2,620.55	7.68
	内蒙古伊泰集团有限公司	1,904.20	5.58
	安徽海螺水泥股份有限公司	1,358.86	3.98
	宝山钢铁股份有限公司	1,314.07	3.85
	焦作科瑞森重装股份有限公司	1,276.58	3.74
	合计	8,474.28	24.83
2017 年	BHP Billiton Iron Ore	3,956.76	8.65
	神华物资集团有限公司	2,038.10	4.45
	神华宁夏煤业集团有限责任公司	1,808.69	3.95
	安徽海螺水泥股份有限公司	1,780.09	3.89
	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	1,618.64	3.54
	合计	11,202.29	24.48

2018 年	安徽海螺水泥股份有限公司	3,850.48	6.70
	宝山钢铁股份有限公司	3,153.02	5.48
	中国水利电力	2,620.70	4.56
	神华物资集团有限公司	2,134.28	3.71
	神华宁夏煤业集团有限责任公司	2,037.56	3.54
	合计	13,796.03	23.99

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司输送带业务主要产品销售情况较好，下游客户质量较高，客户集中度一般。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数波动上升，分别为 4.13 次、3.70 次和 4.78 次；存货周转次数持续下降，分别为 7.58 次、5.56 次和 5.17 次；总资产周转次数波动下降，分别为 0.71 次、0.50 次和 0.67 次。

总体看，近年来，公司整体经营效率一般。

5. 经营关注

（1）移动游戏市场竞争激烈

随着游戏市场规模的快速增长、游戏产品的更新换代、用户习惯的不断变化，以及竞争对手对海外市场的不断渗透，如果易幻网络发行的游戏产品不能适应市场需求变化，不能强化自身核心优势，扩大市场份额，则将面临来自市场的激烈竞争。

（2）对 App Store、Google Play 等平台的依赖风险

2016—2018 年，易幻网络收到来自 AppStore 和 GooglePlay 平台的游戏收入占全部游戏收入的比例分别为 43.42%、40.44%和 47.99%，易幻网络收入对 App Store 和 Google Play 平台存在一定的依赖。虽然公司产品的最终用户主要是境外移动游戏玩家，但如果 App Store 和 Google Play 平台因为政策或商业原因而无法提供应用软件下载或充值服务，或者 App Store 和 Google Play 因税收和汇率等因素而调整虚拟商品售价，可能会对公司的收入产生不利影响。

（3）汇率波动风险

公司主要营收部门的收入来源于境外，2018 年，来自境外的收入为人民币 15.96 亿元，占公司收入总额的比例为 73.69%。汇率的波动将影响公司定价或盈利水平。如果短时间内国际汇率市场发生重大变化导致人民币的汇率出现大幅波动，或者国际市场出现未知情况导致汇率市场的震荡，都将影响企业汇兑损益，并对净利润产生直接影响。

（4）输送带业务的下游行业周期性波动风险

公司输送带业务的下游行业主要为钢铁、水泥、煤炭、化工等强周期性行业，受宏观经济景气度影响较大。如宏观经济下行时，下游行业的需求下降，将对公司输送带业务的经营状况产生不利影响。

6. 未来发展

（1）移动互联网业务

易幻网络将在以互联网流量为基础强化现有移动网络游戏发行和运营业务，稳步推进“全球

化”游戏发行与运营策略，并将重点布局具有优势 IP 的游戏内容研发，或亦通过自建 IP 的方式，加快游戏产品内容端的深化与升级；发掘海外与游戏产品粘性强的流量载体，丰富产品布局，强化研发投入，打通从内容制作到发行、运营、广告、用户的整个产业链。另外，公司将补强研运一体化板块，它是对现有成熟代理发行商业模式的补充，最终真正实现“全球化”发行与运营策略。以此同时，公司在游戏、娱乐、文化等泛娱乐领域积极寻找发展机会，并且将加强泛娱乐方向内的内容布局。

（2）输送带业务

随着国家供给侧结构性改革进入深水区，钢铁等行业去产能从中央到地方层层加码，下游客户生产结构很可能发生调整，节能环保产品、高性价比产品、新模式等将得到客户的认可与尝试。公司将努力把握下游客户的需求，适时提供新的产品、新的合作模式，改善业务结构。同时，输送系统集成总包作为宝通科技行业首创的新兴商业模式，经过近两年的宣传、推广和运行，客户基础逐步建立、管理经验不断积累，初步形成了一套具有宝通科技特色的运营管理模式。公司预计输送系统总包服务的市场具有较为可观的发展前景和订单容量，公司将继续加大向客户推介的力度、继续在实践中不断完善管理体系。

总体看，公司整体未来发展规划定位明确，有利于长远发展，但非相关的两块业务对公司管理整合能力提出了挑战。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留，公司 2019 年半年度财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并范围变化来看，2017 年公司合并范围内增加 4 家子公司，均为当年新设子公司；2018 年，公司新设 5 家子公司，处置 1 家子公司；2019 年上半年，公司新设子公司 5 家。截至 2019 年 6 月底，公司纳入合并财务报表范围内的子公司 24 家，公司合并范围变化较小且整体规模不大，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 32.36 亿元，负债合计 9.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 23.01 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 22.65 亿元。2018 年，公司实现营业收入 21.66 亿元，净利润（含少数股东损益）2.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.81 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 46.65 亿元，负债合计 21.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 25.54 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 25.13 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 11.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.71 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.84 亿元。

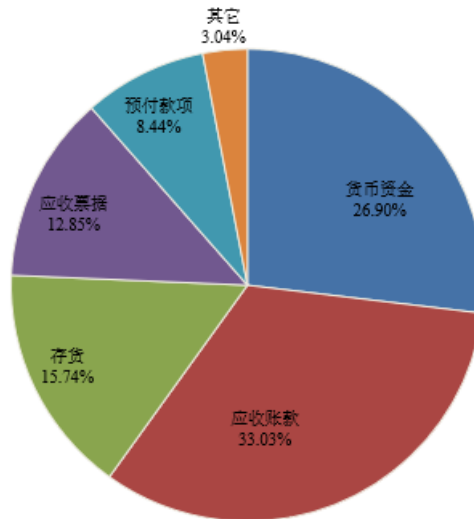
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年小幅增长，年均复合增长 2.13%；截至 2018 年底，公司资产总额 32.36 亿元，较年初增长 0.96%，其中流动资产占比 41.70%，非流动资产占比 58.30%，公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年小幅减少，年均复合减少 3.01%；截至 2018 年底，公司流动资产为 13.49 亿元，较年初减少 0.01%。公司流动资产以货币资金（占 26.90%）、应收票据（占 12.85%）、应收账款（占 33.03%）、预付款项（占 8.44%）和存货（占 15.74%）为主，如下图所示。

图 12 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司货币资金波动减少，年均复合减少 9.31%。截至 2018 年底，公司货币资金 3.63 亿元，较年初减少 44.18%，主要系支付易幻网络股权收购款及回购股份所致；公司货币资金主要由银行存款（占 95.91%）构成；其中受限货币资金 0.11 亿元，主要为银票保证金及保函保证金，占期末货币资金的 2.99%，受限比例较低。

2016—2018 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 52.90%。截至 2018 年底，公司应收票据账面价值 1.73 亿元，较年初增长 168.81%，主要系公司通过票据方式结算的货款增加所致；公司应收票据主要由银行承兑汇票（占 88.46%）构成。

2016—2018 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 5.12%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 4.46 亿元，较年初增长 18.99%，主要系收入规模增长所致；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄一年以内应收账款余额占比 87.75%，公司应收账款账龄较短。从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名占比 29.01%，集中度尚可。截至 2018 年底，公司应收账款计提坏账准备 0.48 亿元，计提比例 9.64%，公司坏账准备计提较为充分。

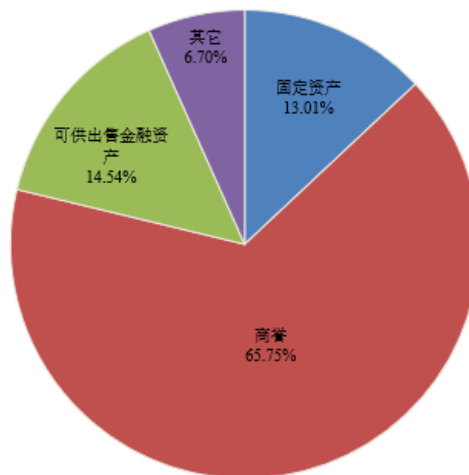
公司预付款项主要为预付游戏分成款。2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 31.61%。截至 2018 年底，公司预付款项 1.14 亿元，较年初增长 61.57%，主要系易幻网络预付分成款增加所致。

2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 38.73%，主要系业务规模扩大所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 2.12 亿元，较年初增长 30.78%，主要系库存商品增加所致；公司库存商品主要由原材料（占 33.44%）、在产品（占 9.11%）和库存商品（占 57.45%）构成；公司计提存货跌价准备 579.88 万元，计提比例 2.66%，考虑到橡胶等原材料价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。

(2) 非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 6.36%。截至 2018 年底，公司非流动资产 18.87 亿元，较年初增长 1.66%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 14.54%）、固定资产（占 13.01%）和商誉（占 65.75%）构成，如下图所示。

图 13 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 144.68%，主要系 2017 年投资宝通辰韬（上海）投资管理合伙企业 and 宁波梅山保税港区宝通辰韬投资合伙企业所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 2.74 亿元，较年初增长 9.15%，主要系增加对宁波梅山保税港区宝通辰韬投资创业合伙企业投资所致；公司可供出售金融资产全部为按成本计量的可供出售权益工具。

2016—2018 年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少 7.68%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 2.45 亿元，较年初减少 7.60%，主要系累计折旧及处置报废部分固定资产所致；公司固定资产主要为房屋及建筑物（占 50.39%）和机器设备（占 47.56%）；公司固定资产累计计提折旧 2.28 亿元，公司固定资产成新率 52.42%，成新率较低。

2016—2018 年，公司商誉规模无变化，均为 12.40 亿元，主要系公司收购易幻网络产生的商誉（12.26 亿元）。易幻网络 2018 年未完成业绩承诺，但根据对赌协议，三年合计完成了其所承诺的净利润；截至 2018 年底，公司未计提商誉减值准备，若未来易幻网络经营业绩未达预期，公司商誉仍存在一定减值风险。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 19.08 亿元，占总资产的比重为 58.97%，受限比例很高。公司持有的易幻网络股权 94.16%已质押，质押比例很高。

表 14 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	1,083.64	银票保证金、保函保证金等
应收票据	7,799.47	质押开具银行承兑汇票
易幻网络股权	181,950.00	以宝通科技在易幻网络的 94.1644%股权向中行质押，取得 2.05 亿长期借款
合计	190,833.11	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 46.65 亿元，较年初增长 44.16%，主要系公司银行借款规模增长导致货币资金大幅增加所致；其中流动资产 26.53 亿元（占 56.86%），较年初增长 96.57%；非流动资产 20.12 亿元（占 43.17%），较年初增长 6.67%。

总体看，近年来，公司资产规模逐年增长，其中商誉规模较大，存在一定减值风险；受限资产规模较大，整体资产质量一般。

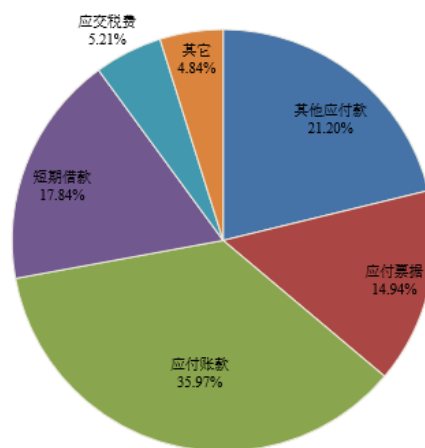
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 48.14%，主要系非流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债总额 9.35 亿元，较年初增长 9.49%。从结构来看，流动负债占比 64.73%，非流动负债占比 35.27%，以流动负债为主。

流动负债 2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 26.29%，主要系短期借款、应付票据和应付账款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债 6.06 亿元，较年初减少 8.03%，公司流动负债主要由短期借款（占 17.84%）、应付票据（占 14.94%）、应付账款（占 35.97%）、应交税费（占 5.21%）和其他应付款（占 21.20%）构成。

图 14 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司无短期借款，2017 年公司新增短期借款 0.20 亿元。截至 2018 年底，公司短期借款 1.08 亿元，较年初增加 0.88 亿元；公司短期借款主要由信用借款（占 50.93%）、保证借款（占 25.93%）和信用证融资借款（占 23.14%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 104.66%，主要系采购规模增加所致；截至 2018 年底，公司应付票据账面价值 0.90 亿元，较年初增长 58.38%；公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2016—2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 15.77%，主要系应付货款增加所致。截至 2018 年底，公司应付账款 2.18 亿元，较年初增长 2.32%；公司应付账款主要由应付货款（占 49.24%）、应付游戏授权金和分成款及待扣税金（占 33.16%）构成。

2016—2018 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 45.33%，主要系应付企业所得税增加所致。截至 2018 年底，公司应交税费 0.32 亿元，较年初增长 59.55%，公司应交税费主要由应交企业

所得税（占 66.72%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少 12.97%。截至 2018 年底，公司其他应付款 1.28 亿元，较年初减少 61.84%，主要系应付牛杜投资的股权投资款减少所致；公司其他应付款主要由应付投资款（占 97.37%）构成。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债规模持续增长，年均复合增长 166.00%，主要系长期借款规模增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 3.30 亿元，较年初增长 70.02%；公司非流动负债由长期借款（占 77.28%）和递延收益（占比 22.72%）构成。

截至 2016 年底，公司无长期借款，2017 年公司新增长期借款 0.15 亿元。截至 2018 年底，公司长期借款 2.55 亿元，较年初增加 2.40 亿元，主要系公司为支付易幻网络股权转让款而增加银行贷款所致；其中以公司在易幻网络的 94.1644%股权向中国银行质押，取得 2.05 亿长期借款，将于 2021 年到期，届时公司将面临一定的偿付压力。

公司递延收益主要为预收游戏充值款。2016—2018 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 26.79%；截至 2018 年底，公司递延收益 0.75 亿元，较年初增长 70.10%，其中预收游戏充值款占比 96.81%。

从全部债务来看，2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 358.16%。截至 2018 年底，公司全部债务规模 4.53 亿元，其中短期债务占比 43.77%，长期债务占比 56.23%，以长期债务为主。2016—2018 年，公司资产负债率逐年上升，分别为 13.74%、26.66%和 28.91%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 0.80%、8.81%和 16.47%，长期债务资本化比率逐年上升，分别为 0.00%、6.00%和 9.98%。整体看，公司债务规模增长较快，但整体债务负担较轻。

截至 2019 年 6 月底，公司负债合计 21.11 亿元，较年初增长 125.62%，主要系短期借款大幅增长所致，其中流动负债 17.97 亿元（占比 85.14%）；非流动负债 3.14 亿元（占比 14.86%）。

截至 2019 年 6 月底，公司全部债务 16.64 亿元，较年初增长 267.01%，其中短期债务占比 84.68%，长期债务占比 15.32%，短期债务占比大幅上升。截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 45.24%和 39.45%，较年初分别上升 16.34 个百分点和 22.98 个百分点，长期债务资本化比率为 9.08%，较年初下降 0.90 个百分点；公司债务负担较年初大幅加重，但仍处于合理水平。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；债务规模增长较快，但整体债务负担仍处于合理水平。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年减少，年均复合减少 7.28%，主要系资本公积减少所致。2018 年，公司股份回购面值与市价差异减少资本公积 1.40 亿元，收购易幻网络少数股东所持的股权减少资本公积 1.22 亿元。截至 2018 年底，公司所有者权益 23.01 亿元，较年初减少 2.14%，其中归属于母公司所有者权益 22.65 亿元；归属于母公司所有者权益主要由股本（占 17.52%）、资本公积（占 42.44%）、盈余公积（占 2.43%）、未分配利润（占 37.52%）构成，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 25.54 亿元，较年初增长 11.04%，其中归属于母公司所有者权益 25.13 亿元，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2016—2018 年，公司所有者权益规模波动下降，未分配利润规模较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 14.65 亿元、15.80 亿元和 21.66 亿元，年均复合增长 21.62%。2018 年，公司实现营业收入同比增长 37.12%，主要系手机游戏运营业务及输送带业务收入共同增长所致。2016—2018 年，公司营业成本分别为 7.20 亿元、7.58 亿元和 9.83 亿元，年均复合增长 16.86%。2016—2018 年，公司净利润逐年增长，分别为 1.96 元、2.37 亿元和 2.89 亿元，年均复合增长 21.54%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，分别为 5.41 亿元、5.75 亿元和 8.50 亿元，年均复合增长 25.39%。2018 年，公司费用总额为 8.50 亿元，同比增长 47.81%，其中，销售费用为 6.89 亿元（占比 81.11%）、管理费用 1.15 亿元（占比 13.48%）、研发费用 0.36 亿元（占比 4.29%）、财务费用 0.10 亿元（占比 1.12%），以销售费用和管理费用为主。销售费用方面，2016—2018 年，随着公司业务规模的扩大，销售费用逐年增长，年均复合增长 23.58%，分别为 4.51 亿元、4.56 亿元和 6.89 亿元，主要系业务规模扩大带来的销售相关费用增加以及职工薪酬增加所致。管理费用方面，2016—2018 年，公司管理费用逐年增加，年均复合增 11.11%，分别为 0.93 亿元、0.93 亿元和 1.15 亿元，主要系管理岗位人员数量增加和人均薪酬上升所致。研发费用方面，2018 年公司研发费用 0.36 亿元，较上年增长 46.42%。财务费用方面，2016—2018 年，公司财务费用逐年增长，分别为-0.04 亿元、0.02 亿元和 0.10 亿元。2018 年，公司受银行借款规模扩大的影响，财务费用较上年增长 488.87%。2016—2018 年，公司费用收入比波动上升，分别为 36.91%、36.39%和 39.23%，公司费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司营业外收入、投资收益和资产减值损失规模较小，对公司利润水平影响不大。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 50.68%、51.72%和 54.37%；总资产收益率波动上升，分别为 10.79%、9.22%和 11.42%；总资产报酬率波动下降，分别为 10.23%、8.07%和 10.11%；净资产收益波动上升，分别为 10.90%、9.41%和 12.43%。公司整体盈利能力较强。

2019 年 1—6 月，公司营业收入 11.83 亿元，较上年同期增长 19.61%；净利润 1.71 亿元，较上年同期增长 6.97%，整体经营情况良好。

总体看，近年来，由于游戏业务和输送带业务经营情况良好，公司营业收入及净利润规模均逐年增长，整体盈利能力较强。

5. 现金流

2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 28.31%，主要系产品销售规模增长所致。2018 年，公司经营活动现金流入 19.83 亿元，同比增长 26.80%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出规模逐年扩大，年均复合增长 30.49%，分别为 10.58 亿元、12.56 亿元和 18.02 亿元，主要系公司生产规模逐年扩大及存货备货增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流净额波动增长，分别为 1.46 亿元、3.08 亿元和 1.81 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 81.37%、97.56%和 90.14%，收入实现质量一般。

2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 20.85%。2018 年，公司投资活动现金流入 0.24 亿元，同比下降 95.91%，主要系收回委托理财产品规模下降所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出规模持续下降，分别为 4.69 亿元、4.68 亿元和 0.76 亿元。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流持续净流出，净流出规模分别为 4.53 亿元、1.06 亿元和 0.52 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，分别为 6.92 亿元、13.61 亿元和 2.38 亿元，主要为公司取得借款所收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出规模波动增长，分别为 1.14 亿元、15.69 亿元和 6.44 亿元。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的净现金流分别为 5.78 亿元、-2.09 亿元和 -4.07 亿元。2017—2018 年筹资活动现金净流出持续增加，主要系公司支付易幻网络股权收购款及进行股份回购所致。

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金净流入 1.21 亿元；投资活动产生的现金净流出 0.59 亿元；筹资活动产生的现金净流入 11.21 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动净现金流保持净流入，但收入实现质量一般；公司投资活动现金流持续净流出，存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司流动比率波动下降，分别为 3.78 倍、2.04 倍和 2.23 倍；速动比率波动下降，分别为 3.49 倍、1.80 倍和 1.88 倍。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 26.20 倍、9.27 倍和 2.70 倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 3.30 亿元、3.69 亿元和 4.38 亿元，年均复合增长 15.17%。2018 年，公司 EBITDA 为 4.38 亿元，由利润总额（占 70.85%）、折旧（占 7.61%）、摊销（占 18.04%）和计入财务费用的利息支出（占 3.51%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，分别为 187.66 倍、55.56 倍和 28.53 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比持续下降，分别为 15.29 倍、1.62 倍和 0.97 倍，EBITDA 对债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 6 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 6 月底，公司累计获得银行人民币授信总额为 22.08 亿元，尚未使用额度 6.37 亿元，公司间接融资有待扩宽。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2019 年 7 月 16 日，公司已结清和未结清信贷记录中均无不良或关注类记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2018 年底，公司没有对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁事项。

总体看，近年来，公司整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月底，公司债务总额为 16.64 亿元。本次拟发行债券规模不超过 5.00 亿元，对公司债务规模有一定影响。

以 2019 年 6 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，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由发行前的 45.24%、39.45%和 9.08%上升至 50.54%、45.87%和 22.81%，整体债务负担进一步加重，但仍属可控。同时，考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，将有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，2018 年，公司 EBITDA 为 4.38 亿元，为本次债券（按 5.00 亿元测算）发行额度的 0.88 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；经营活动现金流入量为 19.83 亿元，为本次债券（以发行规模 5.00 亿元测算）发行额度的 3.97 倍，对本次债券覆盖程度高。

从本次债券的发行条款来看，公司作出了转股价格修正条款（在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），同时制定了有条件赎回条款（在转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券，公司还制定了回售条款（本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司）。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力，综合来看，公司偿债能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑公司在业务多元化、经营规模等方面具有的竞争优势，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险很低。

九、综合评价

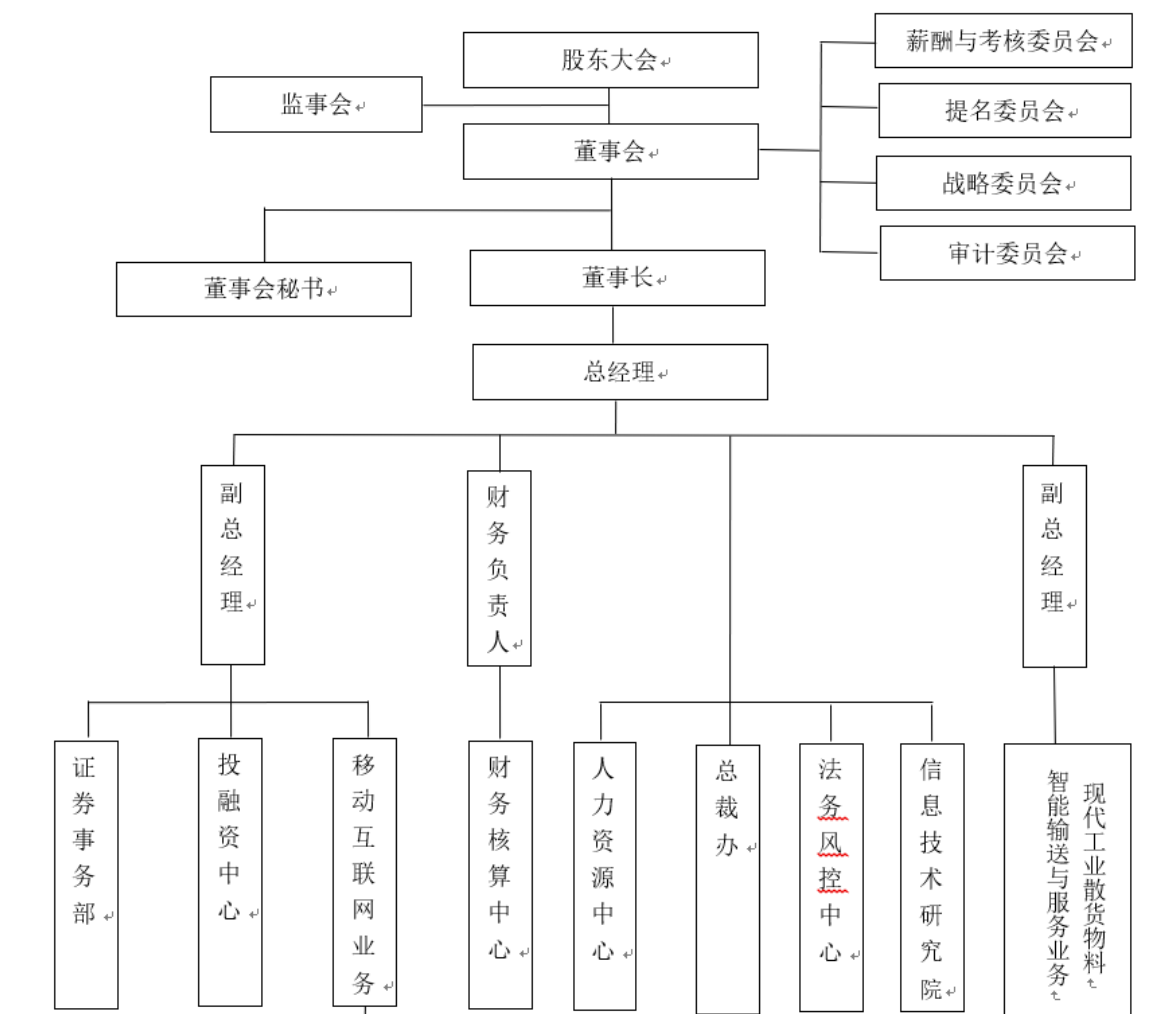
公司作为国内领先的移动网络游戏海外发行和运营商，在海外发行数量、游戏运营经验、数据集成和分析能力、运营渠道平台资源等方面具有较强的竞争优势；同时公司输送带业务保持了较强的品牌优势、技术研发优势和客户资源优势。近年来，受益于海外发行游戏市场反映良好以及输送带业务的稳定发展，公司收入和利润规模呈持续增长趋势，整体盈利能力较强，债务负担较轻，经营活动现金流持续净流入。同时联合评级也关注到手机游戏运营行业竞争激烈、汇率波动对公司盈利能力影响较大、输送带业务受下游行业景气度影响较大、公司商誉规模较大且面临一定减值风险以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司移动网络游戏运营业务能力的提升以及输送带系统总包服务市场的进一步开拓，公司综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 5.00 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 无锡宝通科技股份有限公司 组织结构图



附件 2 无锡宝通科技股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	31.02	32.05	32.36	46.65
所有者权益（亿元）	26.76	23.51	23.01	25.54
短期债务（亿元）	0.22	0.77	1.98	14.09
长期债务（亿元）	0.00	1.50	2.55	2.55
全部债务（亿元）	0.22	2.27	4.53	16.64
营业收入（亿元）	14.65	15.80	21.66	11.83
净利润（亿元）	1.96	2.37	2.89	1.71
EBITDA（亿元）	3.30	3.69	4.38	--
经营性净现金流（亿元）	1.46	3.08	1.81	1.21
应收账款周转次数（次）	4.13	3.70	4.78	--
存货周转次数（次）	7.58	5.56	5.17	--
总资产周转次数（次）	0.71	0.50	0.67	0.30
现金收入比率（%）	81.37	97.56	90.14	89.13
总资本收益率（%）	10.79	9.22	11.42	--
总资产报酬率（%）	10.23	8.07	10.11	--
净资产收益率（%）	10.90	9.41	12.43	7.04
营业利润率（%）	50.68	51.72	54.37	59.92
费用收入比（%）	36.91	36.39	39.23	42.29
资产负债率（%）	13.74	26.66	28.91	45.24
全部债务资本化比率（%）	0.80	8.81	16.47	39.45
长期债务资本化比率（%）	0.00	6.00	9.98	9.08
EBITDA 利息倍数（倍）	187.66	55.56	28.53	--
EBITDA 全部债务比（倍）	15.29	1.62	0.97	--
流动比率（倍）	3.78	2.04	2.23	1.48
速动比率（倍）	3.49	1.80	1.88	1.32
现金短期债务比（倍）	26.20	9.27	2.70	1.13
经营现金流动负债比率（%）	38.54	46.59	29.92	6.76
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	0.74	0.88	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2019 年半年度财务报告未经审计，相关指标未年化。

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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

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。

联合信用评级有限公司关于 无锡宝通科技股份有限公司 2019 年公开发行可转换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，在每年无锡宝通科技股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

无锡宝通科技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。无锡宝通科技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无锡宝通科技股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现无锡宝通科技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。

如无锡宝通科技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，可宣布信用等级暂时失效，直至无锡宝通科技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无锡宝通科技股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年九月二十四日