

# 鹏元资信评估有限公司

## 信用等级通知书

鹏信评【2016】第 Z【428】号

### 大连天神娱乐股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营竞争状况以及财务实力等方面对贵公司及其拟发行的 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一六年九月十三日

大连天神娱乐股份有限公司

# 2017 年面向合格投资者公开发行 公司债券(第一期)信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2016】第 Z【428】  
号 03

分析师

姓名：  
罗力 王贞姬

电话：  
010-66216006

邮箱：  
luol@pyrating.cn

评级日期：  
2017 年 01 月 11 日

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 大连天神娱乐股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 10 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：5 年

债券偿还方式：按年付息，到期一次还本，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对大连天神娱乐股份有限公司（以下简称“天神娱乐”或“公司”）拟面向合格投资者公开发行总额不超过 10 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到资产重组及并购增强了公司的资本实力及业务能力，公司游戏业务盈利水平较高，营业收入、利润和经营性现金流入持续增长；同时我们也关注到了公司网页游戏收入规模下降，业务扩张带来管理风险，公司所在行业目前监管措施尚不完全，未来还需关注政策变动对公司经营稳定性产生的不利影响以及公司移动应用分发平台被认定为侵权和商誉减值等风险因素。

### 正面：

- 资产重组及并购增强了公司的资本实力及业务能力。2015 年公司先后通过发行股份和支付现金方式收购多家公司，增强了公司的资本实力，同时促进了互联网游戏行业产业链上研发、发行、渠道以及移动应用分发平台、移动互联网广告平台为一体的大娱乐战略部署，增强了公司的业务能力。
- 公司游戏业务盈利水平较高。近年公司网页游戏业务毛利率维持在 80%以上，手机游戏业务毛利率维持在 90%以上，盈利水平较高。
- 公司营业收入、利润和经营性现金流入持续增长。随着合并范围扩大和业务发展，

2015 年公司实现营业收入 94,084.76 万元，同比增长 97.85%，营业利润和利润总额同比分别增长 43.60%和 41.25%，经营活动现金净流入同比增长 145.54%；2016 年 1-6 月，公司实现营业收入 85,882.61 万元，占 2015 年营业收入的 91.28%。

## 关注：

- **网页游戏受生命周期及手机游戏冲击影响，收入大幅下降，未来该业务收入的持续性尚待观察。**目前公司收入较高的苍穹变、傲剑、飞升等网页游戏上线时间均较长，流水和活跃用户数量存在一定下降趋势；同时随着智能手机的普及，移动游戏对网页游戏产生一定冲击，导致 2015 年公司网页游戏实现收入 21,589.69 万元，同比下降 50.48%；2016 年 1-6 月，公司网页游戏实现收入 6,900.08 万元，较 2015 年同期下降 44.00%；同时，目前公司在研游戏以手机游戏为主，未来网页游戏收入的持续性尚待观察。
- **公司业务扩张迅速，未来或存在一定管理风险。**公司业务规模及范围迅速扩大增加了管理难度，若公司管理能力跟不上资产规模发展的需求，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力。
- **公司业务主要为互联网业务，目前监管措施尚不完全，未来需关注行业监管政策变动对公司经营稳定性产生的不利影响。**公司游戏业务使用的虚拟货币，目前尚未有法律规定其产权，若未来政策变动或将对公司业绩产生不利影响，同时目前互联网营销行业政策监管较为宽松，若未来公司广告投放的主要媒体渠道被取消相关资质，也将对公司经营稳定性造成不利影响。
- **公司移动应用分发平台存在被认定为侵权的风险。**“爱思助手”平台所从事的移动应用分发平台的开发和运营业务是以苹果公司的 iOS 平台为支撑，但其未获得苹果公司的授权，且与苹果公司的 App Store 存在竞争关系，未来可能存在被苹果公司认定为侵权的风险，由于目前移动应用分发平台收入占公司营业收入的比重较大，若未来被认定为侵权，将对公司经营造成重大不利影响。
- **公司商誉规模很大，若被收购公司后续经营不力，可能会造成商誉减值。**截至 2015 年末，公司商誉账面价值为 366,446.67 万元，占公司资产总额的比重为 50.16%；若被收购公司后续经营不力，可能会造成商誉减值，进而影响公司整体业绩。

**主要财务指标：**

| 项目            | 2016 年 6 月 | 2015 年     | 2014 年    | 2013 年    |
|---------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 总资产（万元）       | 582,508.33 | 730,584.49 | 74,416.17 | 96,950.40 |
| 所有者权益（万元）     | 489,631.44 | 496,904.24 | 66,301.68 | 46,802.08 |
| 有息债务（万元）      | 31,072.14  | 31,780.00  | -         | 41,567.75 |
| 资产负债率         | 15.94%     | 31.99%     | 10.90%    | 51.73%    |
| 流动比率          | 1.59       | 1.44       | 6.16      | 0.94      |
| 营业收入（万元）      | 85,882.61  | 94,084.76  | 47,554.12 | 40,486.07 |
| 营业利润（万元）      | 21,242.65  | 36,692.87  | 25,552.89 | -82.02    |
| 利润总额（万元）      | 21,443.92  | 36,093.56  | 25,553.07 | 1,519.12  |
| 综合毛利率         | 53.46%     | 68.69%     | 82.32%    | 18.08%    |
| EBITDA（万元）    | -          | 42,237.27  | 26,046.03 | 6,929.54  |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 7.73       | -         | 2.41      |
| 经营活动现金流净额（万元） | 25,635.93  | 31,981.55  | 13,024.76 | 3,386.11  |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

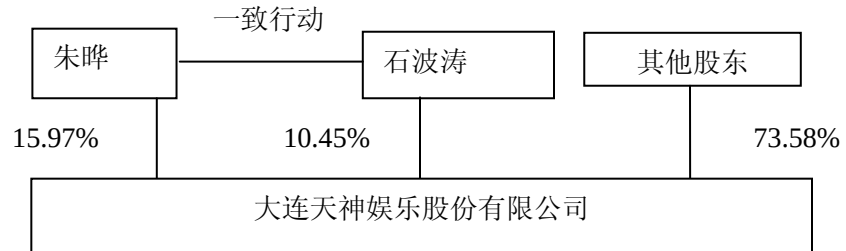
## 一、发行主体概况

公司前身为大连科冕木业有限公司（以下简称“科冕木业”），系于2003年8月经大连市人民政府外经贸大资字【2003】0510号文件批准设立的外商投资企业，初始注册资本7,000万元，2010年2月，根据中国证券监督管理委员会《关于核准大连科冕木业股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监会证监许可【2010】62号）文件核准，科冕木业在中小板上市，公开发行人民币普通股2,350万股，上市后科冕木业总股本为9,350万股。其中NEWEST WISE LIMITED（中文名称“为新有限公司”，以下简称“为新公司”）持有5,300万股，持股比例为56.68%，为科冕木业控股股东，实际控制人为为新公司董事长魏平。

2014年初，科冕木业、为新公司、朱晔、石波涛等人签订《重组协议》及《重组协议之补充协议》，约定科冕木业将其拥有的全部资产和负债作为置出资产与朱晔、石波涛等12名交易对方拥有的北京天神互动科技有限公司（以下简称“天神互动”）100%股权的等值部分进行置换，为新公司控制的子公司将承接置出资产，同时为新公司将其持有的639.00万股科冕木业无限售条件流通股转让予朱晔和石波涛，2014年7月公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准大连科冕木业股份有限公司重大资产重组及向朱晔等发行股份购买资产的批复》（证监许可【2014】758号），完成重大资产重组并构成借壳上市，本次重组完成后，公司股本增加至22,292.87万股，其中朱晔、石波涛持股比例分别为21.36%和13.98%。公司主营业务由地板及其他木制品的加工、制造及销售变更为网页网游和移动网游的研发与发行。

根据中国证券监督管理委员会《关于核准大连天神娱乐股份有限公司向左立志等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可（2015）2220号），公司通过发行股份和支付现金方式购买雷尚（北京）科技有限公司（以下简称“雷尚科技”）、Avazu Inc.（以下简称“Avazu”）、上海麦橙网络科技有限公司（以下简称“上海麦橙”）100%股权以及北京妙趣横生网络科技有限公司（以下简称“妙趣横生”）95%的股权，公司于2015年10月完成对上述公司的收购，本次收购公司共计发行股份6,365.78万股，主营业务增加智能移动端管理和应用分发业务以及互联网广告投放服务。公司于2015年4月变更为现名，截至2016年6月30日，公司总股本为29,208.65万股，朱晔、石波涛共同持有公司26.42%的股份，二人签署了《一致行动协议》，为公司的控股股东和实际控制人，公司股东及持股比例情况如下所示。

图1 截至2016年6月末公司股东及持股比例情况



资料来源：公司提供

表 1 截至 2016 年 6 月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

| 股东名称              | 持股数量       | 持股比例   |
|-------------------|------------|--------|
| 朱晔                | 46,644,273 | 15.97% |
| 为新公司              | 36,544,766 | 12.51% |
| 石波涛               | 30,525,153 | 10.45% |
| 上海集观投资中心（有限合伙）    | 23,489,554 | 8.04%  |
| 北京光线传媒股份有限公司      | 15,954,766 | 5.46%  |
| 刘恒立               | 6,963,186  | 2.38%  |
| 北京华晔宝春投管理中心（有限合伙） | 6,471,435  | 2.22%  |
| 石宇                | 6,186,748  | 2.12%  |
| 王萌                | 6,116,459  | 2.09%  |
| 左力志               | 5,714,549  | 1.96%  |

资料来源：公司 2016 年半年度报告

公司主营业务为网页网游和移动网游的研发与发行，以及移动互联网广告投放和以“爱思助手”为主的移动app分发业务。截至2016年6月末，公司纳入合并范围的一级子公司共7家。

表 2 截至 2016 年 6 月 30 日纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

| 公司名称           | 简称    | 注册资本     | 持股比例    |        | 业务性质            |
|----------------|-------|----------|---------|--------|-----------------|
|                |       |          | 直接      | 间接     |                 |
| 北京天神互动科技有限公司   | 天神互动  | 3,281.60 | 100.00% | -      | 网页网游和移动网游的研发和发行 |
| Avazu Inc.     | Avazu | 0.10 万美元 | 100.00% | -      | 互联网广告业务         |
| 上海麦橙网络科技有限公司   | 上海麦橙  | 2,426.99 | 100.00% | -      | 互联网广告业务         |
| 雷尚（北京）科技有限公司   | 雷尚科技  | 1,000.00 | 100.00% | -      | 网页网游和移动网游的研发和发行 |
| 北京妙趣横生网络科技有限公司 | 妙趣横生  | 527.02   | 95.00%  | 5.00%  | 网页网游和移动网游的研发    |
| 北京乾坤翰海资本投资管理   | 乾坤翰海  | 1,000.00 | 80.00%  | 20.00% | 投资管理、投资咨询、      |

|                |      |       |        |        |           |
|----------------|------|-------|--------|--------|-----------|
| 有限公司           |      |       |        |        | 项目投资、资产管理 |
| 上海哈明投资中心（有限合伙） | 哈明投资 | 10.00 | 80.00% | 20.00% | 商务服务      |

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，公司资产总额为730,584.49万元，所有者权益为496,904.24万元，资产负债率为31.99%；2015年度，公司实现营业收入94,084.76万元，利润总额36,093.56万元，经营活动现金流净额为31,981.55万元。

截至2016年6月30日，公司资产总额为582,508.33万元，所有者权益为489,631.44万元，资产负债率为15.94%；2016年1-6月，公司实现营业收入85,882.61万元，利润总额21,443.92万元，经营活动现金流净额为25,635.93万元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**大连天神娱乐股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）；

**发行总额：**本期债券的基础发行规模为5亿元，可超额配售不超过5亿元；

**超额配售选择权：**公司和主承销商将根据网下申购情况，决定是否行使超额配售选择权，即在基础发行规模5亿元的基础上，由主承销商在本期债券基础发行规模上追加不超过5亿元的发行额度；

**债券期限：**5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

**债券利率：**本期债券票面利率在其存续期前3年固定不变。如公司行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后2年票面利率为前3年票面利率加调整基点，在其存续期后2年固定不变。如公司未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后2年票面利率仍维持原有票面利率不变，本期债券采取单利按年计息，不计复利；

**还本付息方式：**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。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息；

**公司调整票面利率选择权：**公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末调整本期债券后两年的票面利率。公司将于本期债券第3个计息年度付息日前的第20个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告；

**投资者回售选择权：**公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，本期债券持有人有权在债券存续期间第3个计息年度付息日将其持有的全部或部分本期债券按票面金额回售给公司。公司将按照上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公

司相关业务规则完成回售支付工作。自公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度公告之日起的3个交易日内，本期债券持有人可通过指定的交易系统进行回售申报。本期债券持有人的回售申报经确认后不能撤销，相应的公司债券份额将被冻结交易；回售登记期不进行申报的，则视为放弃回售选择权，继续持有本期债券并接受公司上述关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的决定。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过10亿元（含），扣除发行费用后，拟用于调整公司债务结构和补充公司流动资金。

### 四、运营环境

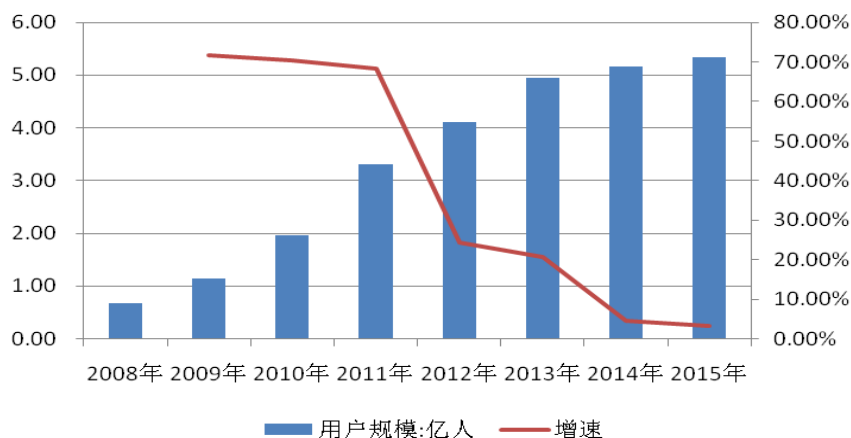
受益于产业政策的支持和基础技术的提升，我国游戏市场规模不断扩大，收入持续增长，其中移动游戏发展迅速，给传统网页游戏带来一定冲击，游戏市场发展速度整体有所放缓，进入高速成长后的消化期

目前，受益于国家产业政策支持，游戏产业面临较好的发展机遇。国务院办公厅于2011年12月发布了《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》（国办发【2011】58号），提出要重点推进数字内容服务等八个领域的高技术服务加快发展，拓展健康游戏等数字内容服务；2013年8月国务院办公厅发布的《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，明确提出促进动漫、网络游戏、数字音乐等数字文化内容的消费；2014年，我国发布《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》、《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》等文件，提出加快实现由“中国制造”向“中国创造”转变，提升国家文化软实力和产业竞争力，推动文化产品和服务的生产、传播、消费的数字化、网络化进程；强化互联网思维，坚持先进技术为支撑，内容建设为根本，形成立体多样、融合发展的现代传播体系，更多媒体集团进军游戏行业，坚定了转型融合信心，给游戏企业带来新的发展机遇。近年“简政放权”促发展成为游戏出版行政监管的核心，国家新闻出版总局进一步强化属地管理，大幅压缩游戏出版审批时限，客户端游戏、网页游戏出版审批平均一个月办结，移动游戏出版审批平均时间更短。

网络基础建设是网络游戏发展的前提，2015年国务院办公厅先后下发了《关于加快告诉宽带网络建设推进网络提速降费的知道意见》、《三网融合推广方案》等文件，提出建设高速畅通、覆盖城乡、质优价廉、服务便捷的宽带网络基础设施和服务体系，推动信息

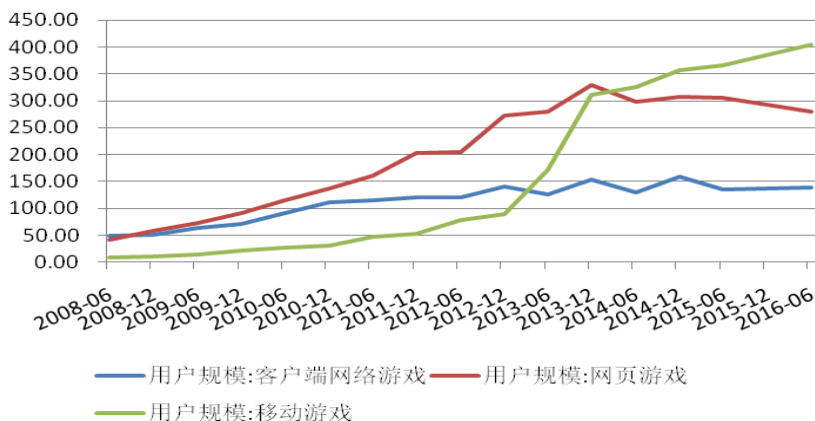
网络基础设施互联互通和资源共享，从而促进信息消费增长，以上政策措施为游戏产业发展提供了良好的网络支持。同时智能硬件的快速发展为游戏产业创新提供了基础条件，随着智能手机、平板电脑的普及和迭代，可穿戴智能设备、智能家电、智能汽车的发展为游戏行业的发展带来新的契机。

图2 近年来中国网络游戏用户规模及增速



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图3 近年来国内各类游戏用户规模（单位：百万人）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

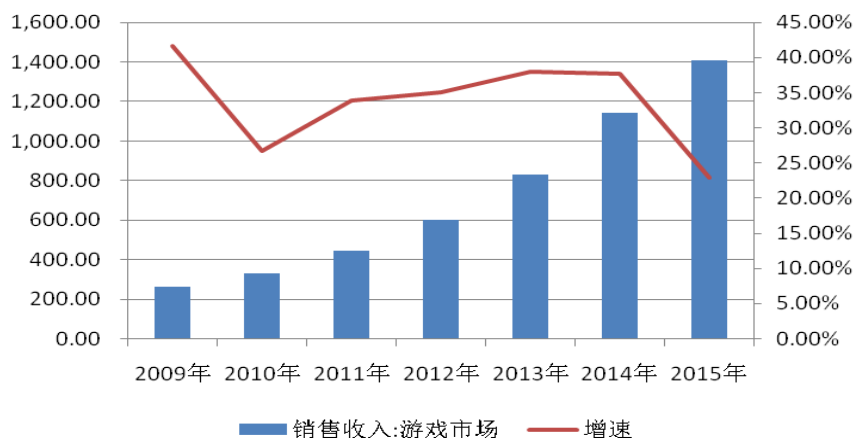
受益于产业政策的支持和基础技术的提升，我国游戏产业快速发展，截至2015年末，我国网络游戏用户规模已达到5.34亿人，但经历了数年高速发展以后，市场趋于饱和，近年用户规模增速不断下降，已由2009年的71.64%下降至2015年的3.29%。

随着智能手机普及度的不断提高，移动手游因其便捷性受到广大用户的欢迎，近年移动游戏用户增长迅速，已超过网页游戏，成为拥有用户量最大的游戏种类。截至2016年6月末，我国移动游戏用户为4.05亿人，较2015年末增长10.67%。移动游戏用户规模不断扩

大给网页游戏和客户端网络游戏带来一定冲击，截至2016年6月末网页游戏和客户端网络游戏用户量分别为2.78亿人和1.38亿人，其中网页游戏用户数较2015年末下降8.69%。在2015年新批准出版的游戏里，移动游戏占比为49.7%。

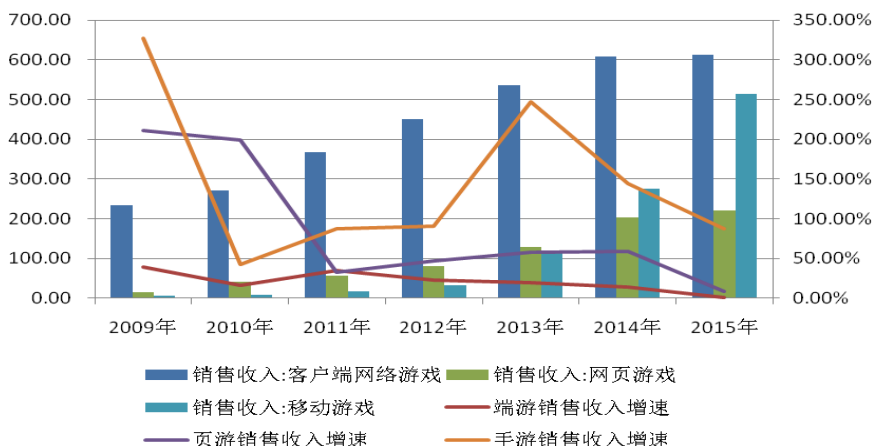
近年游戏市场规模的扩大推动其销售收入持续较快增长。但在经历数年的高速发展后，逐渐进入高速增长后的消化期。2015年，我国游戏市场实际销售收入1,407.00亿元，同比增长22.90%，增速较2014年下降14.8个百分点。分类型来看，游戏收入来自客户端游戏、网页游戏、移动游戏、单机游戏和社交游戏五个部分；其中客户端游戏、移动游戏、网页游戏分别占总游戏收入的43.47%、36.57%和15.61%，为游戏收入的最主要来源。近年来移动游戏收入增速波动较大，但整体相对保持高速增长，2015年实现实际销售收入514.60亿元，同比增长87.20%。

图4 近年我国游戏市场实际销售收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图5 近年我国各类游戏实际销售收入及增速情况（单位：亿元）

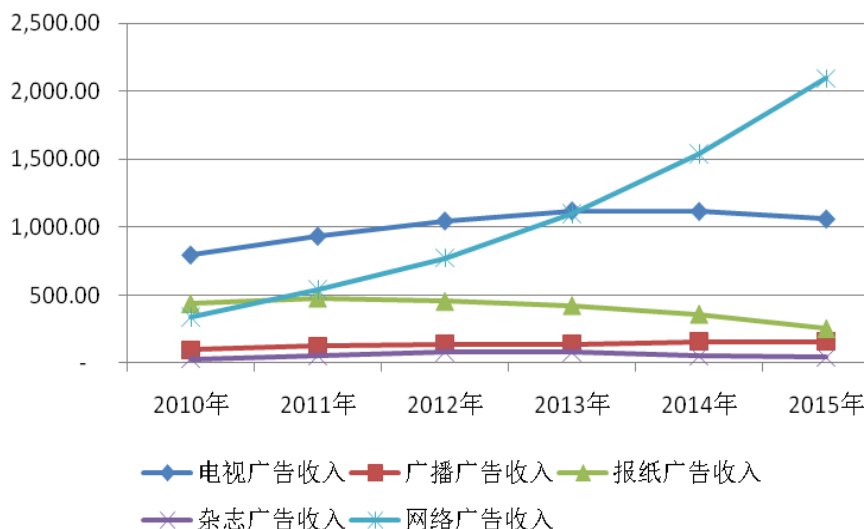


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

随着移动互联网的快速发展，互联网广告尤其移动广告未来发展潜力较大，新《广告法》的颁布将有助于广告行业健康发展

近年来我国移动互联网快速发展，根据中华人民共和国工业和信息化部发布的数据，截至2016年6月末，国内移动通信用户已达到13.00亿户，其中3G用户已达到2.25亿户、4G用户达到6.13亿户，移动互联网用户达到10.33亿户，互联网广告服务与互联网技术、广告行业以及传媒行业的发展关联性较强，随着互联网技术的不断进步、网络消费特别是电子商务行业的普及和网络游戏等行业的发展，互联网广告行业容量迅速扩大，行业发展已进入高速增长阶段。根据艾瑞咨询的统计数据，2015年我国网络广告市场规模已经接近电视和广播整体广告收入的2倍，受移动设备普及、网民人数增长、数字媒体使用时间增加等因素影响，预计未来几年，报纸、杂志、电视广告收入将持续下滑，而网络营销收入增长空间仍较大。

图6 近年我国五大媒体广告收入情况（单位：亿元）

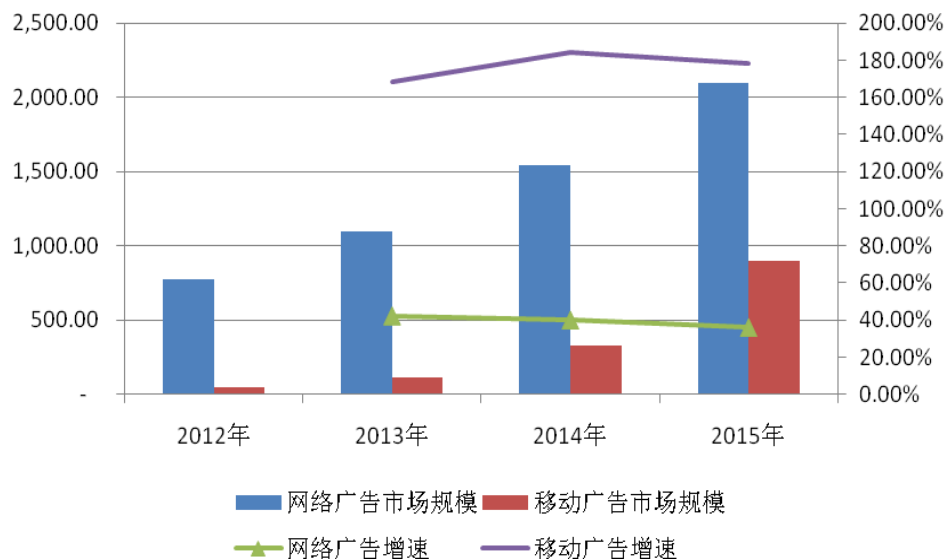


资料来源：艾瑞咨询，鹏元整理

根据艾瑞咨询的统计数据，2015年我国网络广告市场规模达到2,093.7亿元，同比增长36.0%，增速有所放缓，较2013年、2014年分别下降6.3个百分点和4.0个百分点，但仍保持高速增长。受益于移动互联网的高速发展，为移动广告的发展提供了巨大空间，2015年我国移动广告市场规模达到901.3亿元，同比增长178.3%，移动广告市场经过几年的竞争后，逐渐进入新的发展阶段，针对垂直行业的移动广告平台在各自领域逐渐形成规模化经营，移动广告产品的创新和成熟进一步吸引广告主向移动广告市场倾斜，移动程序化营销、场景营销、泛娱乐营销、自媒体社群营销将成为未来几年移动营销发展的趋势，根据艾瑞咨询预测，到2018年中国移动广告市场规模将突破3,000亿元，在网络广告市场的渗透率达

到80%。

图7 近年我国网络广告和移动广告收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，鹏元整理

2015年4月新《广告法》颁布，规定了“利用互联网发布、发送广告，不得影响用户正常使用网络，在互联网页面以弹出等形式发布的广告，应当显著标明关闭标志，确保一键关闭”，同时强化了大众传播媒介广告发布行为的监管力度，一系列的尽职条款与处罚规定将促进网络营销的健康发展。

## 五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《上市公司治理准则》以及《公司章程》等有关规定，确立了以股东大会为公司的权力机构、董事会为经营决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。

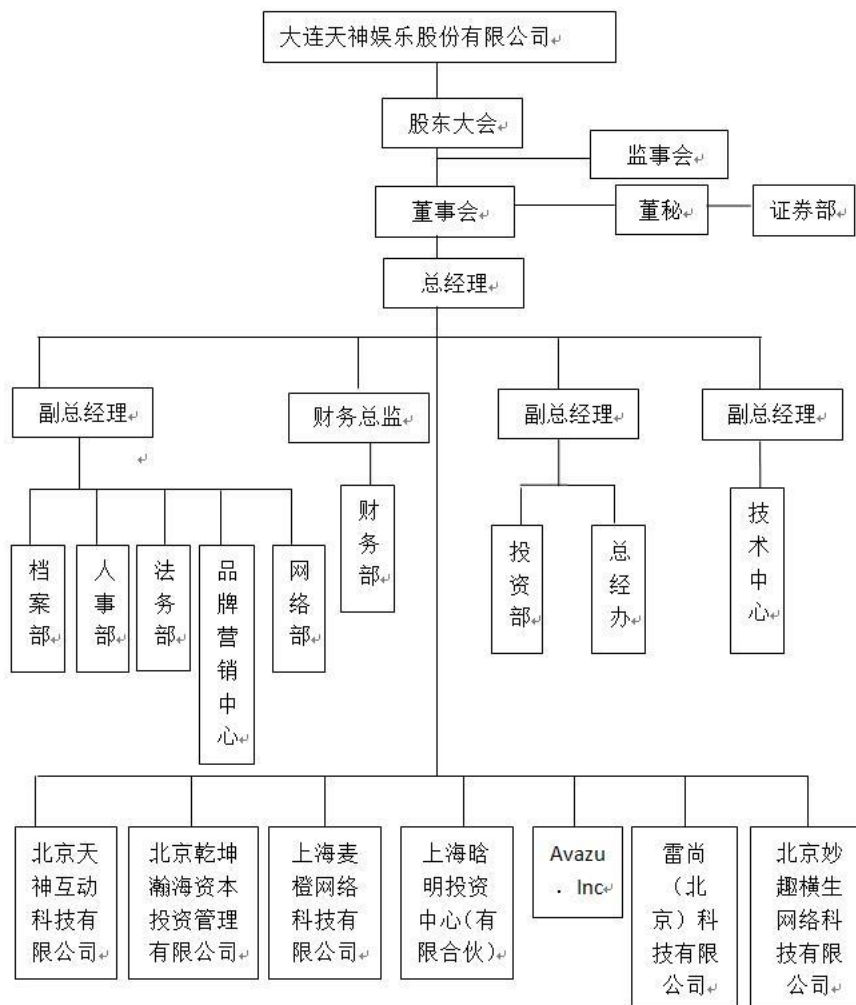
股东大会是公司的权力机构，具有决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。公司董事会是公司的经营决策机构，董事会负责执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、向股东大会报告工作等。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3人。董事会设董事长1人，目前公司董事长为朱晔。监事会是公司的监督机构，负责对公司的董事、高级管理人员执行公司职务的行为及财务情况进行监督等，公司共有监事3人，其中职工代表1名。

公司设总经理1名，总经理对董事会负责，负责实施董事会决议，主持公司日常经营管理工作，总理由董事会决定聘任或解聘。总经理下设副总经理3人、财务总监1人分管

人事部、法务部、品牌营销中心、财务部、投资部、总经理办公室、技术中心等部门，负责公司各项具体业务，同时总经理负责管理各子公司。

近年公司先后完成对深圳为爱普信息技术有限公司（以下简称“为爱普”）、雷尚科技、妙趣横生、Avazu、上海麦橙等公司的收购，促进了互联网游戏行业产业链上研发、发行、渠道、广告为一体的大娱乐战略部署，增强了公司的综合实力。

图8 截至2016年6月末公司组织结构



资料来源：公司提供

公司已建立了较为健全的法人治理制度和内控制度，如《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《内部控制制度》等，公司在日常运营中能够较好地执行以上规章制度，保障公司各部门业务正常开展。

从人员构成来看，由于公司主要从事游戏的研发和发行，员工中技术人员人数最多，占员工总人数的64.85%，其中游戏研发人员584人、移动平台业务研发人员37人、移动互联网平台业务研发人员10人。2014-2015年及2016年1-6月，公司研发投入规模较大，规模

分别为9,174.60万元、12,423.83万元和7,364.08万元，分别占当期营业收入的19.29%、13.20%和8.58%。截至2015年末，公司获得发明专利4项、实用新型专利1项。从学历构成来看，截至2016年6月末，公司本科及以上学历员工人数占员工总人数的比例为64.24%，公司本科以上学历员工占比较高，符合公司的发展需要。

**表 3 截至 2016 年 6 月末公司人员构成情况（单位：人）**

| 专业结构  | 人数  | 占员工总数的比例 |
|-------|-----|----------|
| 管理人员  | 66  | 6.78%    |
| 技术人员  | 631 | 64.85%   |
| 运营人员  | 133 | 13.67%   |
| 财务人员  | 22  | 2.26%    |
| 销售人员  | 63  | 6.47%    |
| 后勤人员  | 58  | 5.96%    |
| 合计    | 973 | 100.00%  |
| 学历    | 人数  | 占员工总数的比例 |
| 硕士及以上 | 50  | 5.14%    |
| 大学本科  | 575 | 59.10%   |
| 大专    | 270 | 27.75%   |
| 大专以下  | 78  | 8.02%    |
| 合计    | 973 | 100.00%  |

资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

随着天神互动2014年借壳上市和2015年两次重大资产重组的完成，公司主营业务由地板的加工、制造及销售变更为网络游戏的研发与发行、移动应用分发平台业务和以互联网广告分发业务为主的移动互联网业务，公司游戏业务主要由子公司天神互动、雷尚科技和妙趣横生运营，平台收入来自于为爱普运营的“爱思助手”，移动互联网收入主要来自于Avazu；为爱普于2015年2月纳入公司合并范围，雷尚科技、妙趣横生、上海麦橙和Avazu于2015年10月纳入公司合并范围。得益于公司合并范围的扩大，2015年公司实现营业收入94,084.76万元，同比增长97.85%；2016年1-6月，由于互联网广告投放业务收入规模较大，公司实现营业收入85,882.61万元，占2015年全年收入的比重为91.28%。但新增移动应用分发平台业务（对应平台服务收入）和互联网广告投放业务毛利率相对较低，导致2015年公司综合毛利率同比下降13.63个百分点；2016年1-6月，公司综合毛利率较2015年下降15.23个百分点，主要系互联网广告投放业务行业竞争加剧，毛利率有所下降所致。2013-2015年及2016年1-6月，公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

**表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目      | 2016 年 1-6 月 |        | 2015 年    |        | 2014 年    |        | 2013 年    |        |
|---------|--------------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|         | 金额           | 毛利率    | 金额        | 毛利率    | 金额        | 毛利率    | 金额        | 毛利率    |
| 工业      | -            | -      | -         | -      | -         | -      | 40,263.44 | 17.89% |
| 网页游戏    | 6,900.08     | 84.21% | 21,589.69 | 82.57% | 43,598.55 | 80.85% | -         | -      |
| 移动游戏    | 15,042.67    | 92.75% | 13,514.69 | 94.10% | 3,955.58  | 98.49% | -         | -      |
| 平台服务收入  | 25,822.11    | 63.25% | 45,239.74 | 63.51% | -         | -      | -         | -      |
| 互联网广告投放 | 36,799.20    | 26.63% | 12,916.92 | 40.83% | -         | -      | -         | -      |
| 技术及咨询服务 | 1,318.55     | 1.70%  | 823.73    | 9.76%  | -         | -      | -         | -      |
| 合计      | 85,882.61    | 53.46% | 94,084.76 | 68.69% | 47,554.12 | 82.32% | 40,263.44 | 17.89% |

注：2013 年数据为公司主营业务收入

资料来源：公司 2013-2015 年年度报告及 2016 年半年度报告，鹏元整理

公司游戏产品盈利能力较强，且并购丰富了公司游戏产品，增强了公司游戏业务实力；但受生命周期及移动游戏冲击影响，公司网页游戏业绩下滑，需关注网页游戏未来收入的持续性以及政策变动对公司游戏业务产生的不确定性影响

游戏业务是公司传统业务，由天神互动、雷尚科技和妙趣横生三个子公司经营，主要负责网页游戏和网络游戏的研发与发行，其中天神互动主要负责网页游戏研发和发行，雷尚科技和妙趣横生主要负责手机游戏的研发。公司游戏产品的研发业务流程主要包括项目策划的概念期、项目立项的Demo期、项目实施的研发期、项目验收的测试期以及项目推出后的运营维护等阶段。

公司研发的游戏主要采用独家授权的运营模式，该模式指网络游戏运营商独家获得公司游戏产品在指定地区的代理权，并在其平台上运营该游戏产品，负责游戏的发行推广。公司自主研发的游戏产品收入主要来自虚拟道具收费，即网络游戏玩家免费注册账号并进行游戏，公司通过出售游戏中的道具（道具通常有强化角色、着装及交流等方面的作用）来获取利润，按虚拟道具收费的模式是目前国内网络游戏市场的主流盈利模式。游戏运营收入的结算一般使用运营商平台的用户管理体系及充值接口，公司主要负责提供游戏产品、版本的更新、技术支持和维护，并提供部分客户服务，运营商将其在游戏中取得的收入扣除相关费用后按协议约定的比例分给公司，双方核对数据无误后，公司确认营业收入，目前公司研发的游戏产品的分成比例主要在20%-30%，账期一般约为2个月。

此外，子公司天神互动同时负责为一些渠道议价能力较弱的小型游戏研发商开发的游戏产品发行，独家获得相关产品在指定地区的代理权，并将该游戏产品投放到一家或多家游戏平台运营，公司与游戏运营平台共同负责游戏的发行推广，同时负责部分技术支持及

客户服务等。游戏运营商将其在游戏中取得的收入扣除相关费用后，按照与公司的发行协议计算分成金额，公司再根据与开发商的分成协议计算应分得开发商的金额。目前公司负责发行的游戏共有4款，公司的分成比例约在20%-30%，账期在2个月左右。

近年公司主要研发并发行了傲剑、傲剑2和苍穹变等游戏产品，截至2016年6月末，公司主要线上游戏共计20款，其中自主研发的游戏共16款、天神互动为其他公司发行的游戏共4款。公司自主研发的游戏中傲剑、傲剑2、飞升、苍穹变和黎明之光5款游戏为网页游戏，其余11款为移动端游戏。

**表 5 截至 2016 年 6 月末公司主要线上游戏情况**

| 游戏名称   | 游戏类型 | 上线时间        | 上线地区            | 研发方  | 发行方                             | 运营方                             |
|--------|------|-------------|-----------------|------|---------------------------------|---------------------------------|
| 傲剑     | 页游   | 2010 年 11 月 | 大陆、越南、土耳其、马来西亚等 | 天神互动 | 趣游/VNG 等                        | 趣游/VNG 等                        |
| 傲剑 2   | 页游   | 2013 年 11 月 | 大陆、越南、台湾等       | 天神互动 | 趣游/VNG 等                        | 趣游/VNG 等                        |
| 飞升     | 页游   | 2012 年 5 月  | 大陆、越南等          | 天神互动 | 腾讯/VNG 等                        | 腾讯/VNG 等                        |
| 苍穹变    | 页游   | 2013 年 9 月  | 大陆/台湾及海外等       | 天神互动 | 腾讯/VNG 等                        | 腾讯/VNG 等                        |
| 天神传奇   | 页游   | 2013 年 4 月  | 大陆              | 无锡七酷 | 天神互动                            | 腾讯                              |
| 斩魔     | 页游   | 2014 年 9 月  | 大陆              | 高大尚  | 天神互动                            | 趣游                              |
| 热血战纪   | 页游   | 2013 年 8 月  | 大陆              | 无锡七酷 | 天神互动                            | 百度                              |
| 蜀山奇缘   | 页游   | 2014 年 6 月  | 大陆              | 上海奇炫 | 天神互动                            | 腾讯                              |
| 全民破坏神  | 手游   | 2013 年 9 月  | 大陆及海外           | 天神互动 | 腾讯/SuperNova Overseas Limited 等 | 腾讯/SuperNova Overseas Limited 等 |
| 苍穹变手游  | 手游   | 2015 年 1 月  | 大陆、香港及海外        | 天神互动 | 飞流九天科技有限公司、前海创意时空科技（深圳）有限公司等    | 飞流九天科技有限公司、前海创意时空科技（深圳）有限公司等    |
| 坦克风云系列 | 手游   | 2013 年 12 月 | 大陆及海外           | 雷尚科技 | 上海游民网络科技有限公司等                   | 上海游民网络科技有限公司等                   |
| 超级舰队   | 手游   | 2015 年 5 月  | 大陆及海外           | 雷尚科技 | SMILEGATE EUROPE PTE.LTD.等      | SMILEGATE EUROPE PTE.LTD.等      |
| 开炮吧坦克  | 手游   | 2015 年 2 月  | 大陆及海外           | 雷尚科技 | 成都蓝越科技有限公司等                     | 成都蓝越科技有限公司等                     |
| 战争风云   | 手游   | 2014 年 7 月  | 大陆及海外           | 雷尚科技 | 北京飞流九天科技有限公司等                   | 北京飞流九天科技有限公司等                   |
| 帝国争霸   | 手游   | 2016 年 5 月  | 大陆              | 雷尚科技 | 芜湖易玩网络科技有限公司                    | 芜湖易玩网络科技有限公司                    |

|        |    |             |           |      |      |            |
|--------|----|-------------|-----------|------|------|------------|
| 黎明之光   | 页游 | 2012 年 8 月  | 大陆、港澳台及海外 | 妙趣横生 | 蓝港在线 | 蓝港在线       |
| 神之刃    | 手游 | 2013 年 12 月 | 大陆、港澳台及海外 | 妙趣横生 | 蓝港在线 | 蓝港在线/晶绮科技  |
| 荣誉之剑   | 手游 | 2014 年 12 月 | 大陆        | 妙趣横生 | 蓝港在线 | 蓝港在线       |
| 十万个冷笑话 | 手游 | 2014 年 12 月 | 大陆及港澳台    | 妙趣横生 | 蓝港在线 | 蓝港在线/游戏新干线 |
| 封神英雄传  | 手游 | 2015 年 8 月  | 港澳台       | 妙趣横生 | 真好玩  | 真好玩        |

资料来源：公司提供

网络游戏行业具有产品更新换代快、生命周期有限的特点，网页游戏和移动游戏均存在固有的生命周期，移动网游的生命周期约在一到三年左右，网页游戏的生命周期大约在二至四年左右。目前公司收入较高的苍穹变、傲剑、飞升等游戏上线时间均较长，流水和活跃用户数量存在一定下降趋势；同时随着智能手机的普及，手机游戏对网页游戏产生一定冲击，双因素叠加导致公司网页游戏收入大幅下降。2015年公司网页游戏实现收入21,589.69万元，同比下降50.48%。2016年1-6月，公司网页游戏实现收入6,900.08万元，较2015年同期下降44.00%。同时，由于目前公司在研游戏以移动游戏为主，未来网页游戏收入的持续性存在一定不确定性。

妙趣横生和雷尚科技主要研发移动游戏，随着公司完成对妙趣横生和雷尚科技的收购，2015年公司实现移动游戏业务收入13,514.69万元，同比增长241.66%。毛利率方面，公司游戏业务毛利率水平较高，近年网页游戏业务毛利率维持在80%以上，移动游戏业务毛利率维持在90%以上。2015年，公司移动游戏业务毛利率同比下降4.39个百分点，主要系公司人员工资提高所致。

表 6 近年公司部分游戏产品运营情况

| 游戏名称      | 项目                  | 2016 年 1-6 月 | 2015 年    | 2014 年    | 2013 年    |
|-----------|---------------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 苍穹变<br>手游 | 当期流水合计（万元）          | 18,157.91    | 28,594.60 | -         | -         |
|           | 月均付费用户数（万人）         | 4.35         | 8.14      | -         | -         |
|           | 当期日均活跃用户数（万人）       | 13.77        | 11.76     | -         | -         |
|           | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 716          | 556       |           | -         |
|           | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 |              |           |           | 0.79      |
| 傲剑        | 当期流水合计（万元）          | 3,093.22     | 11,916.01 | 22,831.29 | 52,251.23 |
|           | 月均付费用户数（万人）         | 2.36         | 3.50      | 5.66      | 8.41      |
|           | 当期日均活跃用户数（万人）       | 10.88        | 22.67     | 28.35     | 10.81     |
|           | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 285          | 284       | 333       | 516       |
|           | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 |              |           |           | 3.17      |

|        |                     |           |           |           |           |
|--------|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 傲剑 2   | 当期流水合计（万元）          | 976.90    | 4,500.41  | 27,672.52 | 413.55    |
|        | 月均付费用户数（万人）         | 0.41      | 1.04      | 4.71      | 1.44      |
|        | 当期日均活跃用户数（万人）       | 1.80      | 4.00      | 12.29     | 3.00      |
|        | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 412       | 397       | 482       | 281       |
|        | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 | 4.6       |           |           |           |
| 苍穹变    | 当期流水合计（万元）          | 6,092.93  | 25,325.78 | 29,612.78 | 715.74    |
|        | 月均付费用户数（万人）         | 2.40      | 5.40      | 8.89      | 1.09      |
|        | 当期日均活跃用户数（万人）       | 4.53      | 10.19     | 18.00     | 1.94      |
|        | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 421       | 418       | 273       | 162       |
|        | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 | 1.2       |           |           |           |
| 飞升     | 当期流水合计（万元）          | 4,162.30  | 8,842.60  | 18,114.18 | 31,892.04 |
|        | 月均付费用户数（万人）         | 1.07      | 1.49      | 2.75      | 4.93      |
|        | 当期日均活跃用户数（万人）       | 3.03      | 4.23      | 8.79      | 17.45     |
|        | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 652       | 505       | 549       | 562       |
|        | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 | 1.49      |           |           |           |
| 坦克风云   | 当期流水合计（万元）          | 17,137.67 | 50,868.44 | -         | -         |
|        | 月均付费用户数（万人）         | 5.60      | 7.98      | -         | -         |
|        | 当期日均活跃用户数（万人）       | 107.62    | 49.87     | -         | -         |
|        | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 511       | 542       | -         | -         |
|        | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 | 0.98      |           |           |           |
| 超级舰队   | 当期流水合计（万元）          | 22,706.89 | 7,860.25  | -         | -         |
|        | 月均付费用户数（万人）         | 6.72      | 3.64      | -         | -         |
|        | 当期日均活跃用户数（万人）       | 151.28    | 11.26     | -         | -         |
|        | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 571       | 283       | -         | -         |
|        | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 | 0.99      |           |           |           |
| 十万个冷笑话 | 当期流水合计（万元）          | 7,934.23  | 26,021.22 | -         | -         |
|        | 月均付费用户数（万人）         | 4.17      | 10.75     | -         | -         |
|        | 当期日均活跃用户数（万人）       | 11.00     | 29.83     | -         | -         |
|        | 付费玩家月均消费值 ARPPU（元）  | 317       | 240       | -         | -         |
|        | 截至 16 年 6 月末累计充值消费比 | 0.99      |           |           |           |

注：1、ARPPU 指自每个付费游戏用户获得的平均收入

2、坦克风云和超级舰队为雷尚科技研发的游戏，因雷尚科技于 2015 年纳入公司合并范围，因此未获得之前年度数据

资料来源：公司提供

值得关注的是，由于目前游戏行业竞争激烈，若公司不能及时对游戏产品进行升级改良以保持对玩家的吸引力，或不能及时推出符合市场期待的新产品，未来或将对公司的经营业绩产生负面影响。此外，由于互联网游戏行业目前监管措施尚不完全，公司游戏业务大部分收入来自于虚拟物品销售，虚拟货币的相关经营业务需取得额外批准，但我国尚未

有法律法规具有监管虚拟资产的产权，故无法确定网络游戏运营商就虚拟资产可能承担的责任，若政策发生变动，限制虚拟货币和资产业务，公司经营业绩及业务前景或将承受重大不利影响。

#### 公司游戏业务客户关系较为稳定，但经营业绩对大客户较为依赖

公司客户主要为下游的游戏运营商，主要包括腾讯、趣游、百度等大型游戏平台，海外地区的授权运营商主要包括VNG等公司。公司与下游主要客户合作时间较长，客户关系较为稳定，2013-2015年前五大客户销售收入占当期营业收入的比重分别为91.75%、91.96%和29.86%，2015年占比大幅下降，主要系公司合并范围扩大，营业收入大幅增加所致。同时值得关注的是，采取独家授权的运营模式，公司游戏产品的运营效果和盈利情况将对运营平台有较大依赖性。

**表 7 2013-2015 年公司游戏业务主要客户情况（单位：万元）**

| 年度     | 序号 | 前五大客户               | 销售收入      | 占全部营业收入比重 | 资金结算方式与账期 | 主要产品                  |
|--------|----|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------------------|
| 2015 年 | 1  | 深圳市腾讯计算机系统有限公司      | 18,091.31 | 19.23%    | 2 个月      | 飞升、苍穹变                |
|        | 2  | 百度在线网络技术（北京）有限公司    | 3,449.97  | 3.67%     | 2 个月      | 热血战记、神之刃和十万个冷笑话等      |
|        | 3  | 前海创意时空科技（深圳）有限公司    | 3,307.13  | 3.52%     | 2 个月      | 苍穹变手游                 |
|        | 4  | 趣游（厦门）科技有限公司        | 1,669.88  | 1.77%     | 2 个月      | 傲剑                    |
|        | 5  | 上海游民网络科技有限公司        | 1,573.78  | 1.67%     | 2 个月      | 坦克风云和超级舰队             |
|        | 合计 | -                   | 28,092.07 | 29.86%    | -         | -                     |
| 2014 年 | 1  | 深圳市腾讯计算机系统有限公司      | 27,576.18 | 57.99%    | 2 个月      | 飞升、苍穹变                |
|        | 2  | 趣游科技集团有限公司          | 8,033.25  | 16.89%    | 2 个月      | 傲剑                    |
|        | 3  | 北京百度网讯科技有限公司        | 3,591.78  | 7.55%     | 2 个月      | 热血战记                  |
|        | 4  | VNG Corporation(越南) | 2,642.63  | 5.56%     | 2 个月      | 傲剑                    |
|        | 5  | 北京鸣鹤鸣和文化传媒有限公司      | 1,886.79  | 3.97%     | 2 个月      | 苍穹变手游                 |
|        | 合计 | -                   | 43,730.64 | 91.96%    | -         | -                     |
| 2013 年 | 1  | 深圳市腾讯计算机系统有限公司      | 15,081.00 | 49.97%    | 月结 N+1    | 飞升、苍穹变、天神传奇、醉剑、梦幻 Q 仙 |
|        | 2  | 趣游北京                | 8,049.00  | 26.67%    | 月结按协议     | 傲剑、傲剑 2               |
|        | 3  | 北京百度网讯科技有限公司        | 2,476.00  | 8.20%     | 月结按协议     | 热血战记                  |

|    |      |           |        |       |         |
|----|------|-----------|--------|-------|---------|
| 4  | 成都趣游 | 1,240.00  | 4.11%  | 月结按协议 | 傲剑、傲剑 2 |
| 5  | 香港绿洲 | 842.00    | 2.79%  | 季度按协议 | 苍穹变、傲剑  |
| 合计 | -    | 27,688.00 | 91.75% | -     | -       |

注：2013 年数据为天神互动主要客户情况

资料来源：公司提供

**公司在研游戏产品可为游戏业务持续经营提供一定保障，但在研游戏产品运营后收益能否达预期尚待观察**

目前，公司在研游戏产品主要包括遮天、琅琊榜等，在研游戏产品未来发行及运营将为公司游戏业务的可持续性发展提供较好的保障。公司游戏产品的研发周期一般为10-14个月，在研发阶段需多次进行设计、修正、测试和评审。公司主要处在研发阶段的游戏产品见下表，以下在研项目预计总投资3,800万元，截至2016年6月末，已完成投资1,410万元。值得关注的是，由于公司游戏产品研发时间较长，而游戏行业具有产品更新换代快、用户偏好转换快等特点，公司研发中的产品存在因市场偏好变化而不能推出市场的风险，公司在研游戏产品运营后收益能否达预期尚待观察。

**表 8 截至 2016 年 6 月末公司主要处在研发阶段的游戏产品**

| 游戏名称 | 游戏类型 | 立项时间        | 孵化进度      | 预计上线时间      | 市场定位         | 盈利模式   |
|------|------|-------------|-----------|-------------|--------------|--------|
| 项目 1 | 页游   | 2016 年 2 月  | Demo 制作阶段 | 2016 年 9 月  | 3D 军事策略对战游戏  | 虚拟道具收费 |
| 项目 2 | 页游   | 2016 年 3 月  | 核心战斗版本    | 2017 年 1 季度 | 创新产品         | 虚拟道具收费 |
| 项目 3 | 手游   | 2015 年 11 月 | 完成基础 Demo | 2017 年 3 月  | 重度 MMORPG 市场 | 虚拟道具收费 |
| 项目 4 | 手游   | 2015 年 11 月 | 完成基础 Demo | 2016 年 10 月 | 轻度 MMORPG 市场 | 道具、广告  |
| 项目 5 | 手游   | 2015 年 9 月  | 总进度 30%   | 2016 年 11 月 | 3D 卡牌        | 虚拟道具收费 |

注：MMORPG 指大型多人在线角色扮演游戏

资料来源：公司提供

**相对宽松的政策环境促进公司互联网营销快速发展，但若未来监管政策收紧，或将对公司经营的稳定性造成不利影响**

公司移动互联网业务收入主要来源于Avazu，Avazu主要从事海外互联网广告投放业务，负责与客户和供应商签订合作协议，并通过供应商互联网广告平台进行互联网广告投放，上海麦橙负责为Avazu提供技术支持、网站运营维护、数据库管理更新等支持工作，公司于2015年10月完成对Avazu和上海麦橙的收购。Avazu通过其自有的广告网络平台和需求方平台（以下简称“DSP”）为广告主提供广告投放服务，公司的广告网络平台在广

告主提出广告网络需求后，整合网络媒体资源进行投放，DSP平台是一种专业买方工具，可以让广告商和代理商实时竞标来购买广告位，并且优化显示广告活动。Avazu向媒体资源方支付广告投放费用或流量费用，并根据广告效果，即新增下载、安装或用户注册数等（以下简称“CPA”）向广告主收取推广服务费，另有部分收入为按照广告展示曝光次数（以下简称“CPM”）向广告主收取推广费。2015年，Avazu日均广告投放量达到100亿次，较2014年增长约400%，互联网广告业务收入规模同比增长67.92%。2016年1-6月，Avazu日均广告投放量次数进一步增加，当期实现收入38,473.59万元，占2015年收入的74.07%。

**表 9 2014-2015 年及 2016 年 1-6 月 Avazu 收入情况（单位：万元）**

| 项目  | 2016 年 1-6 月 | 2015 年    | 2014 年    |
|-----|--------------|-----------|-----------|
| CPA | 35,690.20    | 48,134.31 | 28,665.48 |
| CPM | 2,783.39     | 3,809.22  | 2,268.51  |
| 合计  | 38,473.59    | 51,943.53 | 30,933.99 |

注：2015 年 Avazu 收入与公司互联网广告投放业务收入存在差异，主要系 Avazu 于 2015 年 10 月纳入公司合并范围所致；2016 年 1-6 月 Avazu 收入与公司互联网广告投放业务收入存在差异，主要系公司内部抵消所致。

资料来源：公司提供

**表 10 2013-2015 年及 2016 年 1-6 月 Avazu 收入情况（单位：万元）**

| 项目   | 2016 年 1-6 月 | 2015 年    | 2014 年    | 2013 年    |
|------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 移动端  | 38,246.30    | 49,632.53 | 22,626.77 | 9,687.63  |
| PC 端 | 227.29       | 2,311.00  | 8,307.22  | 6,790.89  |
| 合计   | 38,473.59    | 51,943.53 | 30,933.99 | 16,478.52 |

资料来源：公司提供

随着智能手机的普及和移动互联网行业的快速发展，Avazu在移动互联网广告领域发展迅速，2015年移动端实现收入49,632.53万元，占Avazu总收入的95.55%，2013-2015年Avazu移动端业务收入年复合增长率为126.35%，2016年1-6月移动端收入所占比重进一步上升至99.41%。

但需要关注的是，公司多采用以投放效果收取服务费的盈利方式，由于互联网媒体资源繁多、数量巨大，互联网广告投放时间、空间不受制约，对公司而言，能否在巨大的互联网媒体资源中为客户选择合适的推广媒体、制定合适的推广策略是公司面临的挑战。同时，由于目前互联网营销行业监管较为宽松，随着各国相关监管部门对互联网营销行业监管力度的持续增强，行业准入门槛和监管标准可能会有所提高，Avazu能否达到新的要求有待观察。另外，Avazu广告投放的主要媒体是否具备相关资质、是否符合所属国家相关法规的监管要求，也对Avazu业务的稳定性有所影响。

公司移动应用分发平台发展迅速，为目前公司收入的重要来源，但存在被认定为侵权

### 的风险，将对公司经营产生重大不利影响

公司移动应用分发平台业务主要由为爱普负责经营，2015年2月公司完成对为爱普的收购，并纳入合并报表范围。为爱普在移动互联网应用产业链中属于渠道商，以其自有应用平台“爱思助手”为用户免费提供产品下载服务，“爱思助手”功能包括应用下载、软件更新、数据备份、云存储等，通过累积用户建立渠道资源，并通过向应用开发商、发行商提供推广服务实现盈利。为爱普的主要盈利模式包括三种模式：Cost Per Action（以下简称“CPA”），即根据经确认的“爱思助手”有效安装激活量为基准，向开发商收取推广服务费；Cost Per Time（以下简称“CPT”），即按照应用投放展示位和时间向发行商收取推广服务费；Cost Per Sales（以下简称“CPS”），即与开发商或发行商签署协议，对用户的应用中的充值进行分成获取推广服务费，近年来CPS为公司主要的盈利模式。

“爱思助手”自2009年上线以来，经历多年发展，人员配置、使用效果逐步完善，2015年“爱思助手”有效下载量达到17.4亿次，同比增长194.92%，截至2015年末，“爱思助手”月活跃用户超过1,600万人，2016年1-6月平均月活跃用户超过2,000万人。

**表 11 2014-2015 年及 2016 年 1-6 月“爱思助手”移动端下载情况（单位：万次、万人）**

| 项目    | 2016 年 1-6 月 | 2015 年   | 2014 年   |
|-------|--------------|----------|----------|
| 有效下载量 | 114,805      | 174,000  | 59,000   |
| 新增用户数 | 2,188.00     | 4,175.40 | 2,060.70 |

资料来源：公司提供

2014年，为爱普移动应用分发平台实现收入13,150.32万元，随着用户数量和有效下载量的大幅增加，导致充值规模增加，2015年实现收入48,207.41万元，同比增长266.59%。2015年，公司移动应用分发平台业务收入占营业收入的比重为48.08%，为公司营业收入的主要来源。

**表 12 2014-2015 年及 2016 年 1-6 月“爱思助手”收入情况（单位：万元）**

| 项目  | 2016 年 1-6 月 | 2015 年    | 2014 年    |
|-----|--------------|-----------|-----------|
| CPA | 4,472.66     | 12,527.21 | 5,990.01  |
| CPT | 3,623.37     | 5,261.08  | 890.88    |
| CPS | 17,726.08    | 30,419.12 | 6,269.43  |
| 合计  | 25,822.11    | 48,207.41 | 13,150.32 |

资料来源：公司提供

但值得关注的是，“爱思助手”平台所从事的移动应用分发平台的开发和运营业务是以苹果公司的iOS平台为支撑，但其未获得苹果公司的授权，且与苹果公司的App Store存在竞争关系，未来可能存在被苹果公司认定为侵权的风险。同时，“爱思助手”向用户推

送的应用产品中，部分未与产品开发商签订合作协议，未来存在被应用开发商认定为侵权的风险。由于目前移动应用分发平台业务收入占公司营业收入的比重较大，若未来被认定为侵权，将对公司经营产生重大不利影响。

**近年公司通过重大资产重组不断扩大业务范围，增强了公司综合实力，但业务范围的扩大增加了公司管理难度**

2015年2月，子公司天神互动以6.00亿元现金收购为爱普，为爱普研发的移动分发平台“爱思助手”有助于公司了解用户需求，使公司游戏产品在线上测试阶段可以获得更准确和完善的市场反馈和用户需求反馈，并及时进行调整；2015年10月，公司通过发行6,365.78万股股份购买妙趣横生95%的股权、雷尚科技100.00%股权、Avazu100%股权和上海麦橙100%股权，雷尚科技和妙趣横生均专注于移动游戏产品开发，受目前网络游戏景气度有所下滑的影响，对雷尚科技和妙趣横生的收购弥补了公司在手机游戏方面开发经验的不足，对Avazu和上海麦橙的收购有助于公司游戏产品进行海外推广，同时，通过Avazu的海外互联网广告投放网络有助于提升公司网络游戏的海外发行能力。

2015年公司重大资产重组交易对手方承诺妙趣横生2014-2016年经审计的合并报表扣非净利润分别不低于4,150万元、5,475万元和6,768.75万元，2014-2015年妙趣横生实际业绩分别为4,150.56万元和5,787.09万元；交易对手方承诺雷尚科技2015-2017年经审计的扣非净利润分别不低于6,300万元、7,875万元和9,844万元，三年累计不少于24,019万元，2015年雷尚科技实际业绩为7,978.11万元，达到业绩承诺；交易对手方承诺Avazu2015-2017年扣非净利润分别不低于12,899.21万元、17,574.51万元和23,315.74万元，上海麦橙2015-2017年实现的扣非净利润分别不低于100.79万元、105.49万元和110.26万元，2015年Avazu和上海麦橙实际业绩分别为12,906.31万元和136.65万元，均达到业绩承诺。

2015年9月，公司子公司乾坤瀚海作为普通合伙人参与设立并购基金宁波天神娱乐文创股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波天神娱乐”），向北京儒意欣欣影业投资有限公司（以下简称“儒意影业”）投资136,832.05万元，收购其49.00%的股权，公司将对儒意影业的股权投资计入长期股权投资科目核算，根据《宁波天神娱乐文创股权投资合伙企业（有限合伙）之合伙协议》，宁波天神娱乐存续期为两年，届满之前由公司收购标的股权或通过其他方式退出，公司应付其他投资人股权收购款计入长期应付款科目核算，截至2015年末公司应付宁波天神娱乐其他投资人投资款、分红款、管理费等合计124,827.30万元。儒意影业为电影和电视剧内容研发、制作公司，已策划出品过《老男孩之猛龙过江》、《致我们终将逝去的青春》、《芈月传》等多部影视作品；公司于2016年6月签订股权转让协议并于2016年7月召开的第三届董事会第二十九次会议审议通过了

《关于公司参与设立的并购基金转让北京儒意欣欣影业投资有限公司股权的议案》，宁波天神娱乐将以人民币16.17亿元将其持有的儒意影业49%的股权转让给上海达禹资产管理中心（有限合伙），根据股权转让协议约定，该事项预计于2016年9月末完成，截至2016年6月末，公司将对儒意影业的长期股权投资与其他合伙人的长期应付款差额扣除相关费用后计入划分为持有待售的资产科目核算，合并资产负债表中长期应付款科目和长期股权投资科目对应减少。

2016年6月，经公司董事会审议通过，公司计划以发行股份和支付现金方式购买北京合润德堂文化传媒股份有限公司（以下简称“合润德堂”）96.36%的股份和北京幻想悦游网络科技有限公司（以下简称“幻想悦游”）93.5417%的股权，交易价格合计441,818.88万元，其中通过非公开发行股票募集资金不超过221,800.00万元。幻想悦游主要业务为国产游戏海外发行和运营以及移动互联网广告服务；合润德堂主要业务为品牌内容整合营销，以植入广告模式为主，并逐步发展到多元化内容整合手段进行品牌营销。若公司此次重大资产重组成功，将进一步扩大公司业务范围，拓宽海外游戏发行渠道并实现广告板块业务延伸，将有助于公司整合客户资源，同时将增强公司的资本实力。该事项已于2016年6月29日获中国证券监督管理委员会受理，但能否核准尚存一定不确定性。

公司多次的重大资产重组促进了互联网游戏行业产业链上研发、发行、渠道、广告为一体的大娱乐战略部署，增强了公司的综合实力。但需要关注的是，公司业务的扩张对公司管理能力和资源整合能力提出更高要求，若公司管理能力跟不上业务发展的需求，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力。同时，正在筹划的收购事项尚需获得中国证监会核准，能否获得中国证监会核准仍存在不确定性。若公司未能成功通过非公开发行股票募集足额资金，公司将通过自筹资金支付现金对价，进而面临较大的资金压力。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年审计报告、经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告以及未经审计的2016年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015年，公司新纳入合并范围的一级子公司5家，分别为Avazu、上海麦橙、雷尚科技、妙趣横生和乾坤翰海，2016年1-6月公司新纳入合并范围的一级子公司1家为投资设立的哈明投资。

## 资产结构与质量

公司资产规模有所波动，且溢价购买导致商誉规模较大，若未来被收购公司经营不善或将造成公司商誉大幅减值

随着公司完成对雷尚科技、妙趣横生等的收购，2015年末公司资产规模同比增长881.76%。截至2015年末，公司资产总额为730,584.49万元，从资产结构来看，公司非流动资产占比为80.82%。截至2016年6月末，公司资产总额为582,508.33万元，较2015年末减少20.27%，主要系公司计划将所持有儒意影业49%的股权转让，公司长期股权投资和长期应付款对应减少所致。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目             | 2016 年 6 月        |                | 2015 年            |                | 2014 年           |                | 2013 年           |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             |
| 货币资金           | 52,955.36         | 9.09%          | 72,354.87         | 9.90%          | 22,836.50        | 30.69%         | 4,241.83         | 4.38%          |
| 应收账款           | 39,489.28         | 6.78%          | 41,632.36         | 5.70%          | 8,640.64         | 11.61%         | 11,562.68        | 11.93%         |
| 预付款项           | 5,424.63          | 0.93%          | 8,096.88          | 1.11%          | 370.05           | 0.50%          | 5,941.88         | 6.13%          |
| 存货             | -                 | -              | -                 | -              | -                | -              | 24,424.16        | 25.19%         |
| 划分为持有待售的资产     | 12,004.76         | 2.06%          | -                 | -              | -                | -              | -                | -              |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>120,066.03</b> | <b>20.61%</b>  | <b>140,133.58</b> | <b>19.18%</b>  | <b>33,411.35</b> | <b>44.90%</b>  | <b>46,932.94</b> | <b>48.41%</b>  |
| 可供出售金融资产       | 55,303.99         | 9.49%          | 73,912.85         | 10.12%         | 34,873.19        | 46.86%         | -                | -              |
| 长期股权投资         | 7,543.11          | 1.29%          | 139,523.11        | 19.10%         | 1,649.95         | 2.22%          | -                | -              |
| 商誉             | 366,446.67        | 62.91%         | 366,446.67        | 50.16%         | -                | -              | -                | -              |
| 固定资产           | 1,092.20          | 0.19%          | 1,149.14          | 0.16%          | 884.97           | 1.19%          | 35,347.98        | 36.46%         |
| 无形资产           | 1,153.68          | 0.20%          | 1,522.74          | 0.21%          | 426.01           | 0.57%          | 9,767.16         | 10.07%         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>462,442.30</b> | <b>79.39%</b>  | <b>590,450.91</b> | <b>80.82%</b>  | <b>41,004.83</b> | <b>55.10%</b>  | <b>50,017.46</b> | <b>51.59%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>582,508.33</b> | <b>100.00%</b> | <b>730,584.49</b> | <b>100.00%</b> | <b>74,416.17</b> | <b>100.00%</b> | <b>96,950.40</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和划分为持有待售的资产构成。截至2015年末，公司货币资金为72,354.87万元，同比增长216.84%，主要系公司合并范围增加所致，其中其他货币资金规模为1,286.78万元；截至2016年6月末，公司货币资金较2015年末减少26.81%，主要系公司偿还了部分银行借款所致。公司应收账款主要为应收运营商的收入分成，截至2015年末公司应收账款为41,632.36万元，其中账龄在一年以内的占比97.47%，应收账款前五名应收金额占公司应收账款总额的比例为23.76%。截至2016年6月末，划分为持有待售的资产为公司对儒意影业长期股权投资账面价值与儒意影业净资产的差额，规模为12,004.76万元。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资和商誉。公司可供出售金融资产为浙江世纪华通集团股份有限公司（以下简称“世纪华通”）等上市公司的股权，截至2015年末公司持有上市公司股权公允价值合计为63,481.05万元，其中世纪华通股权公允价值为63,240.23万元；以及非上市公司广州天牛网络科技有限公司15.00%股权、广州高大尚网络科技有限公司13.00%股权、北京榛果网络科技有限公司15.00%股权、深圳市创想天空科技有限公司4.50%股权等。截至2016年6月末，由于世纪华通股票公允价值下降，公司可供出售金融资产规模较2015年末下降25.18%，鉴于上市公司的股价易波动，未来股权价值仍存在一定的不稳定性。受公司收购儒意影业49.00%的股权影响，2015年末公司长期股权投资规模大幅增长，但随着公司计划转让儒意影业股权，且增加对北京星空智盛科技发展有限公司等三家公司的股权投资，截至2016年6月末，公司长期股权投资较2015年末下降94.59%。截至2016年6月末，公司商誉账面价值为366,446.67万元，占公司总资产的比重为62.91%，占比很高，主要系收购为爱普、妙趣横生、雷尚科技和Avazu等公司股权所形成。

整体来看，由于公司对多家企业的收购及转让，近年公司资产规模有所波动，且溢价购买导致商誉规模较大，被收购公司未来经营效果尚待观察，若未来经营不善会造成商誉减值。

## 盈利能力

受资产并购影响，公司收入规模和利润水平持续增长，但网页游戏收入大幅下降，未来需关注法律风险及政策变动对公司经营产生的不利影响以及移动应用分发平台存在被认定为侵权的风险

随着2014年公司完成借壳上市以及2015年完成对为爱普、雷尚科技、妙趣横生和Avazu等公司的收购，在完成主营业务由木地板销售向游戏业务转型的同时，增加了互联网广告业务及移动平台业务，丰富了公司收入来源，2015年公司营业收入同比增长97.85%。但公司网页游戏受移动游戏的冲击及主要网页游戏产品运营时间较长等因素影响，2015年收入下降明显，同比下降50.48%，公司未来网页游戏收入的持续性值得关注。移动应用分发平台业务在公司营业收入中占比较大，未来需关注该业务存在被认定为侵权的风险，同时若行业监管政策收紧，将对公司经营稳定性带来影响。2014年公司实现投资收益4,497.44万元，主要系子公司天神互动与世纪华通签订股权转让协议，约定以天神互动持有的无锡七酷网络科技有限公司10%的股权置换世纪华通股权，世纪华通以每股7.17元的价格向天神互动定向增发928.64万股，本次交易确认投资收益4,500.00万元；2015年公司实现投资收

益4,228.39万元，主要系儒意影业投资收益；2016年1-6月，公司投资损失主要系处置可供出售金融资产所致。

盈利能力方面，随着为爱普、Avazu等公司纳入合并范围，受移动应用分发平台业务和互联网广告投放业务毛利率较低影响，2015年公司综合毛利率同比下降13.63个百分点，2016年1-6月，受互联网广告投放业务行业竞争加剧、毛利率下降影响，公司综合毛利率水平进一步下降。公司期间费用主要为研发费用，得益于营业收入的较快增长，2015年公司期间费用率同比下降6.26个百分点。盈利水平方面，随着公司营业收入规模增加，2015年公司营业利润同比增长43.60%，利润总额同比增长41.25%。

**表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目     | 2016 年 1-6 月 | 2015 年    | 2014 年    | 2013 年    |
|--------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入   | 85,882.61    | 94,084.76 | 47,554.12 | 40,486.07 |
| 投资收益   | -219.73      | 4,228.39  | 4,497.44  | -         |
| 营业利润   | 21,242.65    | 36,692.87 | 25,552.89 | -82.02    |
| 利润总额   | 21,443.92    | 36,093.56 | 25,553.07 | 1,519.12  |
| 净利润    | 20,066.79    | 35,642.30 | 23,404.49 | 1,107.55  |
| 综合毛利率  | 53.46%       | 68.69%    | 82.32%    | 18.08%    |
| 期间费用率  | 27.76%       | 31.07%    | 37.33%    | 17.89%    |
| 总资产回报率 | -            | 10.33%    | 29.82%    | -         |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

## 现金流

公司经营性现金流入不断增加，但并购及股权投资等投资活动现金支出规模较大，且公司轻资产的特性导致债务融资受限，较为依赖股权融资

得益于公司盈利水平的持续提升，近年公司现金生成能力不断提高，2015年公司FFO为39,245.40万元，2013-2015年年复合增长率为144.63%。经营性应收项目持续增加对营运资金的占用加大，而经营性应付项目的增加则缓解了应收项目增加带来的资金压力。整体来看，公司现金生成能力的提高推动公司经营性现金流不断改善，2015年公司经营活动现金净流入31,981.55万元，2013-2015年年复合增长率为207.33%。

投资活动方面，近年公司投资活动现金流入主要为购买理财产品收回的本金和收益，公司2014年并购天神互动，2015年收购为爱普、雷尚科技、妙趣横生、Avazu等公司，公司支付收购款规模较大，使得近年投资活动现金流出规模较大；由于目前公司正在筹划通过发行股份和支付现金方式进行重大资产重组事项，预计公司未来投资活动现金流出规模仍较大，将给公司带来一定的资金压力。

筹资活动方面，2014年公司无筹资活动现金流入，2015年公司筹资活动现金流入主要包括通过非公开发行股票方式吸收投资115,742.96万元，取得借款收到现金35,980.00万元，收到合伙企业投资人投资款122,000.00万元；2016年1-6月，公司筹资活动现金流入主要为通过借款收到现金29,289.51万元，取得非金融企业间借款8,000.00万元，近年公司筹资活动现金流入规模较大。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息支出、发行费、捐赠和偿还非金融企业间借款等。

**表 15 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目                   | 2016 年 1-6 月      | 2015 年             | 2014 年           | 2013 年           |
|----------------------|-------------------|--------------------|------------------|------------------|
| 净利润                  | 20,066.79         | 35,642.30          | 23,404.49        | 1,107.55         |
| 非付现费用                | 1,242.47          | 3,217.97           | 619.31           | 2,621.33         |
| 非经营损益                | 361.10            | 385.13             | -4,541.93        | 2,828.97         |
| <b>FFO</b>           | <b>21,670.36</b>  | <b>39,245.40</b>   | <b>19,481.87</b> | <b>6,557.86</b>  |
| <b>营运资本变化</b>        | <b>3,965.57</b>   | <b>-7,263.86</b>   | <b>-6,457.11</b> | <b>-3,171.74</b> |
| 其中：存货减少（减：增加）        | -                 | -                  | -                | -3,837.07        |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | 42,781.22         | -43,894.60         | -3,832.57        | 545.21           |
| 经营性应付项目的增加（减：减少）     | -38,815.65        | 36,630.74          | -2,624.54        | 120.13           |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>25,635.93</b>  | <b>31,981.55</b>   | <b>13,024.76</b> | <b>3,386.11</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-42,388.09</b> | <b>-246,721.10</b> | <b>-1,759.43</b> | <b>-7,731.18</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-3,108.01</b>  | <b>263,830.15</b>  | <b>-2,744.14</b> | <b>6,086.81</b>  |
| 现金及现金等价物净增加额         | -19,399.51        | 49,518.38          | 8,528.06         | 1,560.34         |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司盈利水平对有息债务本息偿付的保障程度较好，但若本期债券发行成功，未来偿债压力将加大

截至2015年末，公司负债规模为233,680.25万元，较2014年末大幅增加，主要系公司新增借款以及未支付的股权收购款。2015年末公司所有者权益同比增长649.46%，主要系新发行股份和自身利润累积所致。受公司负债规模增长较快影响，2015年末公司产权比率上升至47.03%，较2014年末上升34.79个百分点。截至2016年6月末，公司产权比率较2015年末下降28.06个百分点，主要系公司已签订儒意影业的股权转让协议，长期应付款规模大幅下降导致负债总额较2015年末下降60.25%所致。

**表 16 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称 | 2016 年 6 月 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|------|------------|--------|--------|--------|
|------|------------|--------|--------|--------|

|         |            |            |           |           |
|---------|------------|------------|-----------|-----------|
| 负债总额    | 92,876.89  | 233,680.25 | 8,114.49  | 50,148.33 |
| 其中：流动负债 | 75,612.77  | 97,424.76  | 5,420.76  | 50,148.33 |
| 非流动负债   | 17,264.13  | 136,255.50 | 2,693.73  | -         |
| 所有者权益   | 489,631.44 | 496,904.24 | 66,301.68 | 46,802.08 |
| 产权比率    | 18.97%     | 47.03%     | 12.24%    | 107.15%   |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应付账款和其他应付款。截至2015年末，公司短期借款包括质押借款30,000.00万元和保证借款1,780.00万元，随着部分借款的偿还，截至2016年6月末，公司短期借款余额为21,080.00万元。公司应付账款主要为应付版权款，截至2015年末公司应付账款余额为9,043.11万元，其中账龄在一年以内的占比92.91%；截至2016年6月末，应付版权款规模进一步增加导致公司应付账款余额较2015年末增长22.54%。截至2015年末，公司其他应付款主要为限制性股票回购款26,867.50万元、股权收购款20,022.01万元以及应付往来单位款项等，其中限制性股票回购款为公司向内部员工发行的股权激励，股权收购款为尚未支付的收购款，2016年6月末由于向为爱普支付了部分收购款导致其他应付款规模有所下降。

公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款。截至2016年6月末，公司长期借款为9,992.14万元。截至2015年末，公司长期应付款主要为应付宁波天神娱乐合伙企业投资儒意影业的投资款及分红款、管理费等合计124,827.30万元，随着公司签订股权转让协议，长期应付款规模大幅减少，截至2016年6月末为461.80万元。

**表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2016 年 6 月       |                | 2015 年            |                | 2014 年          |                | 2013 年           |                |
|----------------|------------------|----------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|------------------|----------------|
|                | 金额               | 占比             | 金额                | 占比             | 金额              | 占比             | 金额               | 占比             |
| 短期借款           | 21,080.00        | 22.70%         | 31,780.00         | 13.60%         | -               | -              | 41,567.75        | 82.89%         |
| 应付账款           | 11,081.77        | 11.93%         | 9,043.11          | 3.87%          | 877.33          | 10.81%         | 8,665.01         | 17.28%         |
| 其他应付款          | 36,535.26        | 39.34%         | 47,344.16         | 20.26%         | 1,118.16        | 13.78%         | 290.47           | 0.58%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>75,612.77</b> | <b>81.41%</b>  | <b>97,424.76</b>  | <b>41.69%</b>  | <b>5,420.76</b> | <b>66.80%</b>  | <b>50,148.33</b> | <b>100.00%</b> |
| 长期借款           | 9,992.14         | 10.76%         | -                 | -              | -               | -              | -                | -              |
| 长期应付款          | 461.80           | 0.50%          | 125,289.10        | 53.62%         | -               | -              | -                | -              |
| 递延所得税负债        | 5,971.04         | 6.43%          | 10,347.08         | 4.43%          | 2,693.73        | 33.20%         | -                | -              |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>17,264.13</b> | <b>18.59%</b>  | <b>136,255.50</b> | <b>58.31%</b>  | <b>2,693.73</b> | <b>33.20%</b>  | <b>-</b>         | <b>-</b>       |
| <b>负债合计</b>    | <b>92,876.89</b> | <b>100.00%</b> | <b>233,680.25</b> | <b>100.00%</b> | <b>8,114.49</b> | <b>100.00%</b> | <b>50,148.33</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 31,072.14        | 33.46%         | 31,780.00         | 13.60%         | -               | -              | 41,567.75        | 82.89%         |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

截至2015年末，公司有息债务为新增短期借款31,780.00万元，随着公司偿还部分短期

借款及新增长期借款，2016年6月末公司有息债务规模下降至31,072.14万元。

从各项偿债指标来看，截至2015年末公司资产负债率为31.99%，较2014年末上升21.09个百分点，主要系公司尚未支付的股权收购款规模较大，导致负债规模大幅增加所致。随着公司转让儒意影业股权，长期应付款规模大幅减少，2016年6月末公司资产负债率下降至15.94%。2014年末公司流动比率较高，随着公司合并范围的扩大，公司流动负债规模大幅增加，导致流动比率下降明显，截至2015年末，公司流动比率为1.44，短期偿债能力指标趋弱。随着业务规模扩大带来盈利水平的提升，公司EBITDA持续增加，2015年公司EBITDA为42,237.27万元，同比增长62.16%，EBITDA利息保障倍数为7.73，有息债务与EBITDA之比为0.75，公司利润对债务本息偿付的保障程度较好。同时值得关注的是，若本期债券发行成功，公司有息债务规模将大幅增长，未来偿债压力将加大。

**表 18 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2016 年 6 月 | 2015 年    | 2014 年    | 2013 年   |
|---------------|------------|-----------|-----------|----------|
| 资产负债率         | 15.94%     | 31.99%    | 10.90%    | 51.73%   |
| 流动比率          | 1.59       | 1.44      | 6.16      | 0.94     |
| EBITDA（万元）    | -          | 42,237.27 | 26,046.03 | 6,929.54 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 7.73      | -         | 2.41     |
| 有息债务/EBITDA   | -          | 0.75      | -         | 6.00     |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司日常经营产生的收入、利润及现金流是本期债券偿债资金的主要来源。近年公司业务规模随着资产重组和并购不断扩大，进而推动公司收入及利润持续增长，经营性现金流不断改善。未来随着公司游戏产品的丰富以及资产重组和并购带来综合实力的增强，预计未来公司的营业收入和利润水平有望保持稳定。但我们也关注到，公司所在行业目前监管措施尚不完全，未来若相关政策收紧或将给公司经营带来不利影响，同时公司移动应用分发平台存在被认定为侵权的风险。

公司还可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付。首先，公司可以通过加大应收款项催收力度来获得必要的偿债资金支持，但同时我们也需关注到应收款项的催收难度。其次，公司可以通过可供出售金融资产变现来补充偿债资金，截至2015年末，公司可供出售金融资产为73,912.85万元，主要为上市公司世纪华通股权以及非上市公司广

州天牛网络科技有限公司、广州高大尚网络科技有限公司、北京榛果网络科技有限公司、深圳市创想天空科技有限公司等公司股权。但世纪华通等上市公司股价易波动，股权价值存在一定的不稳定性，广州天牛网络科技有限公司等十余家公司股权流动性较差，变现存在一定难度。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目             | 2016年6月           | 2015年             | 2014年            | 2013年            |
|----------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                   |                   |                  |                  |
| 货币资金           | 52,955.36         | 72,354.87         | 22,836.50        | 4,241.83         |
| 应收账款           | 39,489.28         | 41,632.36         | 8,640.64         | 11,562.68        |
| 预付款项           | 5,424.63          | 8,096.88          | 370.05           | 5,941.88         |
| 应收利息           | 92.06             | 5.99              | 2.93             | -                |
| 其他应收款          | 6,542.40          | 2,190.85          | 1,539.30         | 236.12           |
| 划分为持有待售的资产     | 12,004.76         | -                 | -                | -                |
| 存货             | -                 | -                 | -                | 24,424.16        |
| 一年内到期的非流动资产    | 393.11            | 404.85            | -                | -                |
| 其他流动资产         | 3,164.43          | 15,447.77         | 21.94            | 526.27           |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>120,066.03</b> | <b>140,133.58</b> | <b>33,411.35</b> | <b>46,932.94</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                   |                   |                  |                  |
| 可供出售金融资产       | 55,303.99         | 73,912.85         | 34,873.19        | -                |
| 长期股权投资         | 7,543.11          | 139,523.11        | 1,649.95         | -                |
| 固定资产           | 1,092.20          | 1,149.14          | 884.97           | 35,347.98        |
| 在建工程           | -                 | -                 | -                | 4,830.36         |
| 无形资产           | 1,153.68          | 1,522.74          | 426.01           | 9,767.16         |
| 商誉             | 366,446.67        | 366,446.67        | -                | -                |
| 长期待摊费用         | 222.89            | 411.92            | 145.92           | -                |
| 递延所得税资产        | 2,292.96          | 1,755.42          | 844.79           | 71.97            |
| 其他非流动资产        | 28,386.79         | 5,729.06          | 2,180.00         | -                |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>462,442.30</b> | <b>590,450.91</b> | <b>41,004.83</b> | <b>50,017.46</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>582,508.33</b> | <b>730,584.49</b> | <b>74,416.17</b> | <b>96,950.40</b> |
| <b>流动负债：</b>   |                   |                   |                  |                  |
| 短期借款           | 21,080.00         | 31,780.00         | -                | 41,567.75        |
| 应付账款           | 11,081.77         | 9,043.11          | 877.33           | 8,665.01         |
| 预收款项           | 1,606.41          | 2,350.83          | 119.32           | 1,328.92         |
| 应付职工薪酬         | 1,543.64          | 3,481.44          | 1,610.96         | 243.32           |
| 应交税费           | 2,600.37          | 2,358.15          | 1,695.00         | -2,361.51        |
| 应付利息           | 289.93            | 77.39             | -                | 92.23            |
| 应付股利           | -                 | -                 | -                | 322.13           |
| 其他应付款          | 36,535.26         | 47,344.16         | 1,118.16         | 290.47           |
| 其他流动负债         | 875.39            | 989.69            | -                | -                |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>75,612.77</b>  | <b>97,424.76</b>  | <b>5,420.76</b>  | <b>50,148.33</b> |
| <b>非流动负债：</b>  |                   |                   |                  |                  |
| 长期借款           | 9,992.14          | -                 | -                | -                |
| 长期应付款          | 461.80            | 125,289.10        | -                | -                |

|                   |                   |                   |                  |                  |
|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|
| 递延收益              | 839.14            | 619.32            | -                | -                |
| 递延所得税负债           | 5,971.04          | 10,347.08         | 2,693.73         | -                |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>17,264.13</b>  | <b>136,255.50</b> | <b>2,693.73</b>  | <b>-</b>         |
| <b>负债合计</b>       | <b>92,876.89</b>  | <b>233,680.25</b> | <b>8,114.49</b>  | <b>50,148.33</b> |
| <b>所有者权益：</b>     |                   |                   |                  |                  |
| 股本                | 29,208.65         | 29,208.65         | 22,292.87        | 9,350.00         |
| 资本公积              | 366,604.76        | 363,197.95        | -21,396.61       | 22,887.45        |
| 减：库存股             | 26,867.50         | 26,867.50         | -                | -                |
| 其他综合收益            | 24,436.54         | 48,381.85         | 15,772.61        | -                |
| 盈余公积              | 1,640.80          | 1,640.80          | 1,640.80         | 822.65           |
| 未分配利润             | 94,746.37         | 81,792.83         | 47,900.98        | 13,742.10        |
| 外币报表折算差额          | -                 | -                 | -                | -0.12            |
| 归属于母公司所有者权益小计     | 489,769.63        | 497,354.57        | 66,210.65        | 46,802.08        |
| 少数股东权益            | -138.19           | -450.33           | 91.03            | -                |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>489,631.44</b> | <b>496,904.24</b> | <b>66,301.68</b> | <b>46,802.08</b> |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>582,508.33</b> | <b>730,584.49</b> | <b>74,416.17</b> | <b>96,950.40</b> |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目                         | 2016 年 1-6 月      | 2015 年           | 2014 年           | 2013 年           |
|----------------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>一、营业总收入</b>             | <b>85,882.61</b>  | <b>94,084.76</b> | <b>47,554.12</b> | <b>40,486.07</b> |
| 其中：营业收入                    | 85,882.61         | 94,084.76        | 47,554.12        | 40,486.07        |
| <b>二、营业总成本</b>             | <b>64,420.23</b>  | <b>61,620.29</b> | <b>26,498.67</b> | <b>40,568.09</b> |
| 其中：营业成本                    | 39,966.93         | 29,453.46        | 8,407.53         | 33,164.74        |
| 营业税金及附加                    | 214.82            | 397.36           | 213.57           | 78.66            |
| 销售费用                       | 3,378.66          | 1,481.46         | 3,916.70         | 1,310.13         |
| 管理费用                       | 19,674.99         | 22,625.57        | 13,992.29        | 2,724.79         |
| 财务费用                       | 788.95            | 5,122.09         | -157.76          | 3,208.88         |
| 资产减值损失                     | 395.88            | 2,540.34         | 126.35           | 80.88            |
| 加：公允价值变动损益（损失以“－”号填列）      | -                 | -                | -                | -                |
| 投资收益（损失以“－”号填列）            | -219.73           | 4,228.39         | 4,497.44         | -                |
| 其中：对联营企业与合营企业的投资收益         | 459.52            | 3,738.80         | -152.59          | -                |
| <b>三、营业利润（损失以“－”号填列）</b>   | <b>21,242.65</b>  | <b>36,692.87</b> | <b>25,552.89</b> | <b>-82.02</b>    |
| 加：营业外收入                    | 201.31            | 51.12            | 0.20             | 1,615.06         |
| 减：营业外支出                    | 0.04              | 650.43           | 0.03             | 13.92            |
| <b>四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）</b> | <b>21,443.92</b>  | <b>36,093.56</b> | <b>25,553.07</b> | <b>1,519.12</b>  |
| 减：所得税费用                    | 1,377.13          | 451.27           | 2,148.57         | 411.57           |
| <b>五、净利润（净亏损以“－”号填列）</b>   | <b>20,066.79</b>  | <b>35,642.30</b> | <b>23,404.49</b> | <b>1,107.55</b>  |
| 归属于母公司所有者的净利润              | 20,196.94         | 36,210.31        | 23,174.25        | 1,107.55         |
| 少数股东损益                     | -130.15           | -568.01          | 230.24           | -                |
| <b>六、其他综合收益的税后净额</b>       | <b>-23,945.30</b> | <b>32,609.24</b> | <b>15,772.61</b> | <b>-0.08</b>     |
| <b>七、综合收益</b>              | <b>-3,878.51</b>  | <b>68,251.53</b> | <b>39,177.10</b> | <b>1,107.47</b>  |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

| 项目                      | 2016 年 1-6 月      | 2015 年             | 2014 年           | 2013 年           |
|-------------------------|-------------------|--------------------|------------------|------------------|
| 经营活动产生的现金流量：            |                   |                    |                  |                  |
| 销售商品、提供劳务收到的现金          | 93,301.16         | 92,881.39          | 47,766.90        | 41,607.36        |
| 收到的税费返还                 | 21.86             | 6.85               | -                | 965.28           |
| 收到其他与经营活动有关的现金          | 10,122.22         | 1,038.92           | 176.62           | 1,755.19         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>       | <b>103,445.24</b> | <b>93,927.16</b>   | <b>47,943.53</b> | <b>44,327.83</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金          | 40,473.58         | 28,524.80          | 9,732.99         | 32,625.35        |
| 支付给职工以及为职工支付的现金         | 10,877.27         | 13,449.39          | 11,313.58        | 3,978.10         |
| 支付的各项税费                 | 3,882.97          | 5,539.47           | 5,591.02         | 1,832.98         |
| 支付其他与经营活动有关的现金          | 22,575.50         | 14,431.95          | 8,281.19         | 2,505.29         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>       | <b>77,809.31</b>  | <b>61,945.61</b>   | <b>34,918.77</b> | <b>40,941.72</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>    | <b>25,635.93</b>  | <b>31,981.55</b>   | <b>13,024.76</b> | <b>3,386.11</b>  |
| 投资活动产生的现金流量：            |                   |                    |                  |                  |
| 收回投资收到的现金               | 17,210.13         | 1,600.00           | 31,800.01        | -                |
| 取得投资收益收到的现金             | 49.69             | 522.61             | 1,204.47         | -                |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收益    | 40.00             | -                  | -                | 0.50             |
| <b>投资活动现金流入小计</b>       | <b>17,299.81</b>  | <b>2,122.61</b>    | <b>33,004.48</b> | <b>0.50</b>      |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 308.72            | 1,887.94           | 650.57           | 7,279.12         |
| 投资支付的现金                 | 41,579.19         | 150,406.34         | 34,113.35        | 452.56           |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额     | 15,000.00         | 96,549.43          | -                | -                |
| 支付其他与投资活动有关的现金          | 2,800.00          | -                  | -                | -                |
| <b>投资活动现金流出小计</b>       | <b>59,687.90</b>  | <b>248,843.71</b>  | <b>34,763.91</b> | <b>7,731.68</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-42,388.09</b> | <b>-246,721.10</b> | <b>-1,759.43</b> | <b>-7,731.18</b> |
| 筹资活动产生的现金流量：            |                   |                    |                  |                  |
| 吸收投资收到的现金               | -                 | 115,742.96         | -                | -                |
| 取得借款收到的现金               | 29,289.51         | 35,980.00          | -                | 44,268.34        |
| 收到其他与筹资活动有关的现金          | 8,000.00          | 132,000.00         | -                | 2,730.76         |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>       | <b>37,289.51</b>  | <b>283,722.96</b>  | <b>-</b>         | <b>46,999.10</b> |
| 偿还债务支付的现金               | 30,000.00         | 4,200.00           | -                | 37,782.99        |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金       | 7,897.52          | 4,978.40           | 1,089.60         | 3,129.30         |
| 支付其他与筹资活动有关的现金          | 2,500.00          | 10,714.42          | 1,654.54         | -                |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>       | <b>40,397.52</b>  | <b>19,892.81</b>   | <b>2,744.14</b>  | <b>40,912.29</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>    | <b>-3,108.01</b>  | <b>263,830.15</b>  | <b>-2,744.14</b> | <b>6,086.81</b>  |

|                     |                  |                  |                  |                 |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 汇率变动对现金的影响          | 460.66           | 427.79           | 6.88             | -181.41         |
| 现金及现金等价物净增加额        | -19,399.51       | 49,518.38        | 8,528.06         | 1,560.34        |
| 期初现金及现金等价物余额        | 72,354.87        | 22,836.50        | 14,308.44        | 2,679.09        |
| <b>期末现金及现金等价物余额</b> | <b>52,955.36</b> | <b>72,354.87</b> | <b>22,836.50</b> | <b>4,239.43</b> |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

## 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目                      | 2016年1-6月         | 2015年            | 2014年            | 2013年           |
|-------------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 净利润                     | 20,066.79         | 35,642.30        | 23,404.49        | 1,107.55        |
| 加：资产减值准备                | 395.88            | 2,540.34         | 126.35           | 80.88           |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 256.28            | 435.59           | 408.30           | 2,323.15        |
| 无形资产摊销                  | 377.03            | 53.46            | 50.07            | 217.30          |
| 长期待摊费用摊销                | 213.28            | 188.58           | 34.58            | -               |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失   | -19.34            | -                | -                | 0.48            |
| 固定资产报废损失                | -                 | -                | -                | 1.45            |
| 财务费用                    | 750.54            | 5,083.49         | 6.88             | 2,869.97        |
| 投资损失                    | 219.73            | -4,228.39        | -4,497.44        | -               |
| 递延所得税资产减少               | -537.53           | -588.13          | -492.00          | -42.92          |
| 递延所得税负债增加               | -52.30            | 118.17           | 440.62           | -               |
| 存货的减少                   | -                 | -                | -                | -3,837.07       |
| 经营性应收项目的减少              | 42,781.22         | -43,894.60       | -3,832.57        | 545.21          |
| 经营性应付项目的增加              | -38,815.65        | 36,630.74        | -2,624.54        | 120.13          |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>    | <b>25,635.93</b>  | <b>31,981.55</b> | <b>13,024.76</b> | <b>3,386.11</b> |
| 现金的期末余额                 | 52,955.36         | 72,354.87        | 22,836.50        | 4,239.43        |
| 减：现金的期初余额               | 72,354.87         | 22,836.50        | 14,308.44        | 2,679.09        |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>-19,399.51</b> | <b>49,518.38</b> | <b>8,528.06</b>  | <b>1,560.34</b> |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表

## 附录四 主要财务指标表

| 项目            | 2016 年 6 月 | 2015 年    | 2014 年    | 2013 年    |
|---------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 有息债务（万元）      | 31,072.14  | 31,780.00 | -         | 41,567.75 |
| 资产负债率         | 15.94%     | 31.99%    | 10.90%    | 51.73%    |
| 流动比率          | 1.59       | 1.44      | 6.16      | 0.94      |
| 综合毛利率         | 53.46%     | 68.69%    | 82.32%    | 18.08%    |
| EBITDA（万元）    | -          | 42,237.27 | 26,046.03 | 6,929.54  |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 7.73      | -         | 2.41      |
| 有息债务/EBITDA   | -          | 0.75      | -         | 6.00      |
| 期间费用率         | 27.76%     | 31.07%    | 37.33%    | 17.89%    |
| 总资产回报率        | -          | 10.33%    | 29.82%    | -         |
| 非付现费用（万元）     | 1,242.47   | 3,217.97  | 619.31    | 2,621.33  |
| 非经营损益（万元）     | 361.10     | 385.13    | -4,541.93 | 2,828.97  |
| FFO（万元）       | 21,670.36  | 39,245.40 | 19,481.87 | 6,557.86  |
| 营运资本变化（万元）    | 3,965.57   | -7,263.86 | -6,457.11 | -3,171.74 |
| 产权比率          | 18.97%     | 47.03%    | 12.24%    | 107.15%   |

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

|            |               |                                                                                           |
|------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 盈利能力       | 综合毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                                  |
|            | 总资产回报率        | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
|            | 期间费用率         | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$                    |
|            | EBITDA        | 利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                                                       |
| 现金流        | 非付现费用         | 资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                                            |
|            | 非经营损益         | 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加                            |
|            | FFO           | 净利润+非付现费用+非经营损益                                                                           |
|            | 营运资本变化        | 存货减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目增加                                                                 |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率         | 负债总额/资产总额 $\times 100\%$                                                                  |
|            | 流动比率          | 流动资产合计/流动负债合计                                                                             |
|            | 产权比率          | 负债总额/所有者权益 $\times 100\%$                                                                 |
|            | 有息债务          | 长期借款+短期借款                                                                                 |
|            | EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                                   |

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号  | 定义              |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号  | 定义                              |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C   | 不能偿还债务。                         |

注：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。

### 三、展望符号及定义

| 类型 | 定义                 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行

分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站 ( [www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn) )、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。