

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2017]009 号

星辉互动娱乐股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“15 星辉债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“15 星辉债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一七年四月二十六日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2017]009 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对星辉互动娱乐股份有限公司及其发行的“15 星辉债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“15 星辉债”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一七年四月二十六日



跟踪评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与星辉互动娱乐股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与星辉互动娱乐股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因星辉互动娱乐股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由星辉互动娱乐股份有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 本次评级的信用等级有效期至星辉互动娱乐股份有限公司2015年公司债券本息的约定偿付日止。根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司

2017年4月26日



星辉互动娱乐股份有限公司

主体及“15星辉债”2017年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2017】009号

本次跟踪评级

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
“15星辉债”：AA
评级时间：2017年4月26日

上次评级

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
“15星辉债”：AA
评级时间：2016年6月20日

债券概况

债项简称：“15星辉债”
发行额度：7.5亿元
债券存续期：2015年11月25日至2020年11月25日

评级小组负责人

葛新景

评级小组成员

杨雨涵

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层
100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，跟踪期内，星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较高的市场地位；2016年，伴随着公司游戏业务继续保持快速增长，营业收入增幅较大；公司新增体育业务，成为公司收入和利润的重要补充。

同时，东方金诚也关注到，公司玩具业务板块营业收入有所下降；跟踪期内，公司营业利润率下降，盈利能力有所削弱；公司经营规模扩大及合并范围扩大，公司债务增加较多，资产负债率上升较快，偿债能力指标表现弱化。

综合考虑，东方金诚维持星辉娱乐的AA主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“15星辉债”AA的债项信用等级。

本次跟踪评级

主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 “15 星辉债”：AA
 评级时间：2017 年 4 月 26 日

上次评级

主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 “15 星辉债”：AA
 评级时间：2016 年 6 月 20 日

债券概况

债项简称：“15 星辉债”
 发行额度：7.5 亿元
 债券存续期：2015 年 11 月 25 日
 至 2020 年 11 月 25 日

评级小组负责人

葛新景

评级小组成员

杨雨涵

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83
 号德胜国际中心 B 座 7 层
 100088

主要数据和指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	28.43	33.01	51.22
所有者权益 (亿元)	19.33	20.92	24.08
全部债务 (亿元)	5.02	8.66	18.96
营业收入 (亿元)	25.18	16.73	23.93
利润总额 (亿元)	3.09	4.65	4.53
EBITDA (亿元)	4.34	5.90	6.89
营业利润率 (%)	19.32	42.40	33.13
净资产收益率 (%)	14.01	19.22	18.92
资产负债率 (%)	31.99	36.62	52.99
全部债务资本化比率 (%)	20.62	29.28	44.06
流动比率 (%)	110.99	291.37	92.08
全部债务/EBITDA (倍)	1.16	1.47	2.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.11	13.12	6.66
EBITDA/本期发债额度 (倍) ¹	0.58	0.79	0.92

注：表中数据来源于公司 2014 年~2016 年审计报告。

优势

- 跟踪期内，作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，公司在国内外车模产品市场继续保持较高的市场地位；
- 2016 年，伴随着公司游戏业务继续保持快速增长，营业收入增幅较大；
- 公司新增体育业务，成为公司收入和利润的重要补充。

关注

- 公司玩具业务板块营业收入有所下降；
- 跟踪期内，公司营业利润率下降，盈利能力有所削弱；
- 公司经营规模扩大及合并范围扩大，公司债务增加较多，资产负债率上升较快，偿债能力指标表现弱化。

¹本期债券额度按 7.5 亿元计算。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及星辉互动娱乐股份有限公司 2015 年度公司债券的跟踪评级安排，东方金诚基于星辉娱乐提供的 2016 年度审计报告以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）的主营业务包括游戏、玩具及衍生品、体育、投资孵化等，实际控制人为自然人陈雁升和陈冬琼。

星辉娱乐前身为广东星辉塑胶实业有限公司，由自然人陈雁升和自然人陈冬琼共同出资组建，于 2000 年 5 月 31 日在澄海市工商行政管理局注册，注册资本为 100 万元。其中，陈雁升与陈冬琼各以货币出资 50 万元。2009 年 12 月 25 日，公司经中国证券监督管理委员会“证监许可[2009]1459 号文”核准，向社会公开发行 1320 万股人民币普通股，并于 2010 年 1 月 20 日在深圳证券交易所创业板上市交易，股票代码 300043，证券简称“星辉车模”，发行后的股本总额为人民币 5280.00 万元。

近年来公司通过数次收购，进入游戏、影视和体育等文化娱乐业务领域，公司并购及设立多家公司。2016 年 1 月 31 日，公司通过支付现金获得 REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA, S. A. D. 53.60% 股份，取得实际控制权；2016 年 3 月 31 日，公司通过支付现金获得广州趣丸网络科技有限公司（以下简称“趣丸网络”）32.87% 股份，取得实际控制权；2016 年 9 月 30 日，公司通过支付现金获得上海顽趣信息科技有限公司 100.00% 股份，取得实际控制权；2016 年 11 月 30 日，公司通过支付现金获得广州星辉趣游信息科技有限公司 77.00% 股份。此外，跟踪期内公司先后设立 5 家新公司，分别为广州星辉娱乐有限公司、珠海星辉智盈投资管理有限公司、珠海星辉汇盈投资管理有限公司、霍尔果斯幻城人力资源服务有限公司及霍尔果斯欢城文化传媒有限公司，主营软件信息技术服务业及投资管理。经数次送配股、增发和股权变更，截至 2016 年末，星辉娱乐总股本为 124419.84 万股，其中陈雁升持股 32.77%，陈冬琼持股 12.90%，两人合计持有 45.67% 的股份。公司实际控制人为陈雁升和陈冬琼夫妇。

截至 2016 年末，公司（合并）资产总额为 51.22 亿元，所有者权益为 24.08 亿元，资产负债率为 52.99%。2016 年，公司实现营业收入 23.93 亿元，利润总额 4.53 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2584 号文核准，公司于 2015 年 11 月发行 7.5

亿元公司债券，债券简称“15 星辉债”（原名“15 互动债”²），票面利率为 6.3%，起息日为 2015 年 11 月 25 日，到期及付息日为 2020 年 11 月 25 日，到期一次性还本付息。

截至本报告出具日，本期债券募集资金扣除发行费用后均已用于偿还银行贷款和补充公司流动资金；本期债券于 2016 年 11 月 25 日按时付息。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2016 年我国经济缓中趋稳，第三产业成经济增长主导力量，固定资产投资增速筑底回稳，国内消费平稳拉动经济增长，对外贸易降幅收窄

2016 年经济运行缓中趋稳，第三产业增速高于平均水平。据初步核算，2016 年我国实现国内生产总值 74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，较上年下降 0.2 个百分点。全年经济增速呈“前低后高”走势，上半年经济增速面临较大下行压力，三季度以来企稳态势逐渐明朗，其中四季度投资和出口回暖，GDP 同比增长 6.8%。2016 年第三产业同比增长 7.8%，对国民经济增长的贡献率达到 58.4%。

工业增速回落，但随着去产能的推进，工业企业效益有所好转，新旧增长动能切换基本成型。2016 年，全国规模以上工业增加值比上年实际增长 6.0%，增速较上年回落 0.1 个百分点。去产能取得阶段性效果，2016 年，全国规模以上工业企业利润实现 6.88 万亿元，比上年增长 8.5%，扭转了 2015 年利润下降（-2.3%）的局面。2016 年装备制造业、高技术产业增速加快，电子、汽车已成为拉动工业经济发展的新动能。

固定资产投资增速下降，但下半年以来渐呈筑底回稳态势，民间投资增速亦呈回升迹象。2016 年，固定资产投资同比增长 8.1%，比 2015 年下降 1.9 个百分点，其中基建投资增长高位回落 1.6 个百分点，制造业投资增长回落 3.3 个百分点，民间投资增速回落 4.7 个百分点，对经济的驱动作用有所减弱。同时，房地产投资增长 6.9%，增速较 2015 年上升 5.9 个百分点，下半年以来固定资产投资同比增速整体维持在 8.1% 左右，民间投资增速自 9 月份起连续 4 个月回升，呈筑底回稳之势。

国内消费走势平稳，物价温和上涨，对外贸易降幅持续收窄。2016 年社会消费品零售总额比上年增长 10.4%（扣除价格因素实际增长 9.6%），增速较上年下降 0.3 个百分点。2016 年全年，居民消费价格（CPI）同比上涨 2.0%，比上年扩大 0.6 个百分点，总体维持 3.0% 以内的温和水平。对外贸易方面，2016 年全年进出口总额 24.33 万亿元，比上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点，12 月份进出口首现正增长。

同时东方金诚也关注到，我国经济的结构性矛盾尚处于解决过程中，工业增长相对乏力，投资对经济的拉动作用减弱，消费增速不够强劲，对外贸易形势较为严峻，2017 年将面临多重挑战。

² 2016 年 8 月 27 日，公司公告称“15 互动债”更名为“15 星辉债”。

政策环境

中国政府在 2016 年实施了相对宽松的货币政策和较为积极的财政政策，为供给侧改革提供了相对适宜的政策环境

2016 年货币政策相对宽松，提供了较为充足的流动性，带动社会融资规模恢复增长，实体经济信贷规模上升。12 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 11.3%，增速比上年末低 2 个百分点；狭义货币 (M1) 余额同比增长 21.4%，增速比上年末高 6.2 个百分点。2016 年，社会融资规模增量为 17.8 万亿元，比上年多增 2.4 万亿元，扭转了此前 2 年连续下滑的局面。新增人民币贷款中，以个人住房按揭贷款为主的住户部门中长期贷款约占新增贷款总量的 45%，但在四季度出台房地产调控政策之后呈下降态势；2016 年对实体经济发放的人民币贷款增加 12.44 万亿元，同比多增 1.17 万亿元，其中四季度非金融企业新增贷款增加 9700 亿元，同比、环比分别大幅度增长 54% 和 64.4%。三季度以来央行开始实施“锁短放长”，着力维持流动性稳中偏紧态势，持续推动温和去杠杆。

在推动营改增等减税降费措施的同时，中国政府采取了较为积极的财政政策，对保障民生支出和稳增长起到了积极作用。2016 年全年一般公共预算支出 18.78 万亿元，比上年增长 6.4%。其中，2016 年教育、医疗、社会保障等民生项目支出持续高于平均水平；城乡社区支出增长 17.1%，农林水和住房保障支出增幅亦不低于 10%；2016 年债务付息支出 4991 亿元，同比增长 40.6%，主要系地方政府大规模债务置换所致。同时，在财政收入增速放缓，赤字规模受限的情况下，财政支出增速有所下滑，PPP、专项金融债、产业引导基金等准财政工具成为拉动基建增长的主力。截至 2016 年 11 月末，按照要求审核纳入全国 PPP 综合信息平台项目库的项目 10828 个，总投资额 12.96 万亿元。2016 年，全国各地共发行地方政府债券 6 万亿元，远高于 2015 年的 3.8 万亿元，新增债券资金为地方“稳增长”提供了有力支持。

东方金诚认为，2017 年中国政府将采取稳中求进的政策基调，实施积极有效的财政政策和稳健中性的货币政策，防范金融风险抑制资产泡沫，持续温和推进“三去一降一补”等供给侧改革。东方金诚预计我国宏观经济增长内生性动力将继续修复，增速延续企稳态势，全年经济增速将保持在 6.5% 左右。

行业及区域经济环境

近年来，星辉娱乐收入和利润主要来源于游戏及玩具及衍生品业务，分别属于游戏行业及玩具制造业。

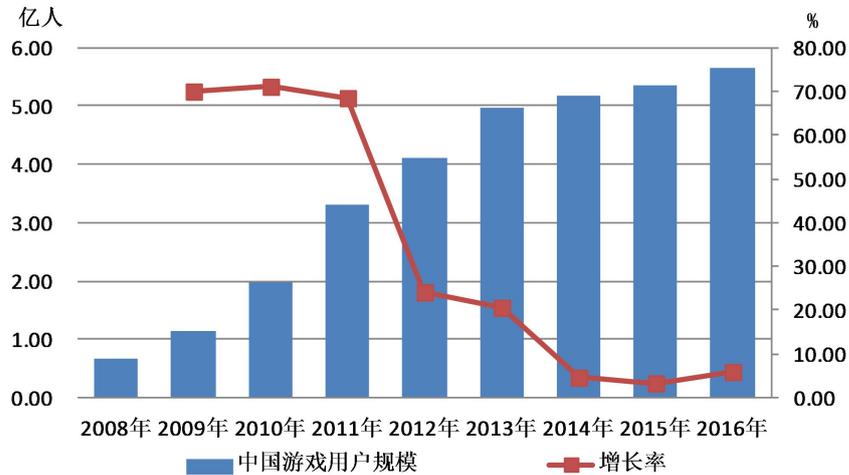
游戏行业

2016 年，我国游戏市场用户规模及销售收入继续增长，移动游戏为行业增长的主要动力

中国游戏行业是我国娱乐产业的重要组成部分。近年来我国游戏用户规模持续上升。一方面，随着人民生活水平的快速提升，人们对娱乐的需求越来越重视；另

一方面，我国光纤网络和移动 4G 网络的全面普及为网络游戏的发展提供了良好的硬件设施。近年来，我国游戏用户规模增速放缓，2016 年我国游戏用户规模 5.66 亿人，同比增长 5.9%，其中移动游戏用户规模 5.28 亿人，同比增长 15.9%。

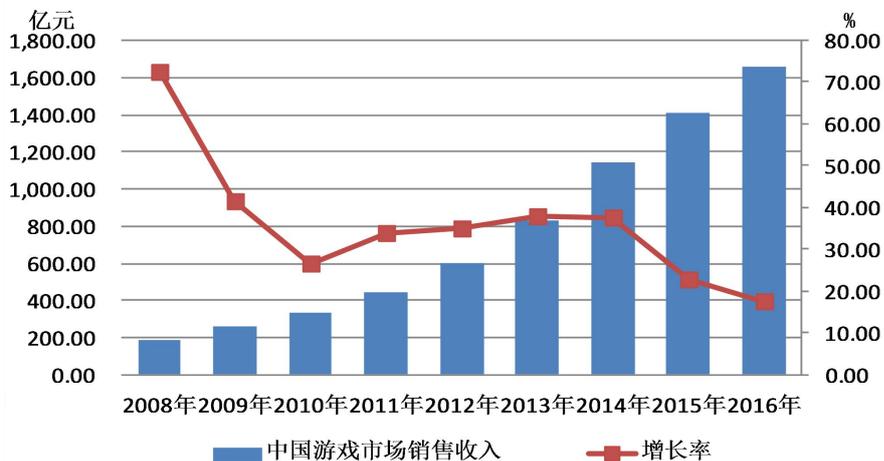
图 1：2008 年~2016 年中国游戏用户规模情况



资料来源：中国音数协游戏工委《2016 年中国游戏产业报告》，东方金诚整理

中国游戏收入主要由移动游戏、客户端游戏、网页游戏及其他构成，占比分别为 49.5%、35.2%、11.3%及 4.0%。网络游戏主要包括移动游戏、客户端游戏及网页游戏。2016 年，移动游戏多个细分市场发力，移动游戏用户潜力较大。

图 2：2008 年~2016 年中国游戏市场销售收入情况



资料来源：中国音数协游戏工委《2016 年中国游戏产业报告》，东方金诚整理

近年来，中国游戏市场销售收入逐年增长，增速有所下降。2016 年，国内游戏市场销售收入 1655.7 亿元，同比增长 17.7%，增速同比下降 5.2 个百分点，其中客户端游戏市场销售收入 582.5 亿元，同比下降 4.8%，网页游戏销售收入 187.1 亿元，同比下降 14.8%，移动游戏销售收入 819.2 亿元，同比增长 59.2%。

我国网络游戏市场竞争激烈，新增用户减少，同时面临的政府监管日益严格

由于中国的网络游戏市场相对较新，并在不断演变中，竞争非常激烈。游戏企业除了需面对众多现有游戏公司的竞争外，未来行业的新进入者也可能提供游戏效果更佳、价格更具吸引力、故事发展更为完整、游戏体验更为丰富或有其他方面改善的游戏。

日趋激烈的竞争使企业面临较大的经营压力。产品同质化，吸引用户付费的方法高度相似，导致用户付费越来越难。此外新增用户减少，有效用户转化难度加大，销售成本逐年增加，收入向巨头聚集，产品死亡率提升，其中移动游戏市场腾讯、网易两家公司移动收入占比接近 70%，其他企业没有一家超过 5%。

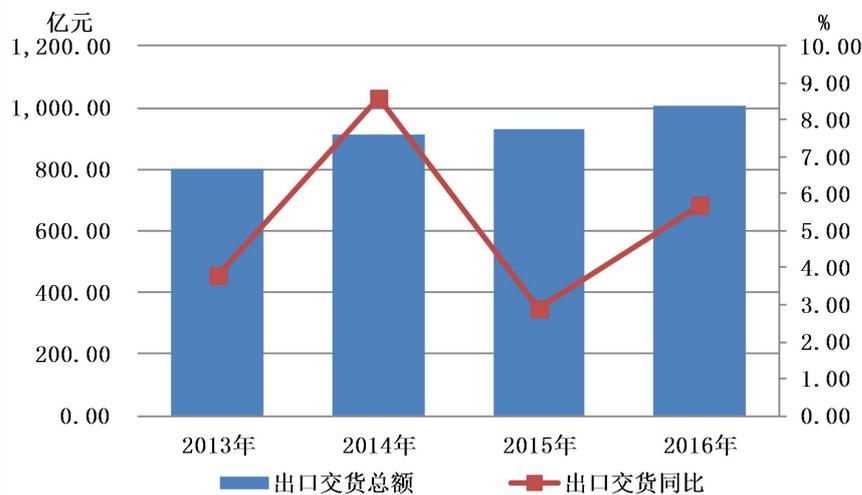
同时，游戏行业在快速发展的同时也带来了一定的社会问题，部分学生沉迷游戏而影响学习成绩，游戏行业被质疑影响缺乏自制能力的未成年人的身心健康。因此，政府不断加强对游戏行业的监管和立法，对游戏运营的资质、游戏的内容、游戏时间、游戏经营场所等多方面进行了更严格的限制，从而给游戏行业的外部经营环境带来一定的不确定性。

玩具制造业

2016 年，我国玩具出口交货总额继续增长，玩具行业主营业务收入及利润总额保持增长

中国玩具产量占全球玩具产量的 75%，玩具产业是出口导向型产业，出口外销占比较大。近年来，国内玩具出口交货额持续增长，增速有所波动。2016 年，中国玩具行业出口交货总额为 1004.7 亿元，同比增长 5.7%，增速上升 2.8 个百分点。

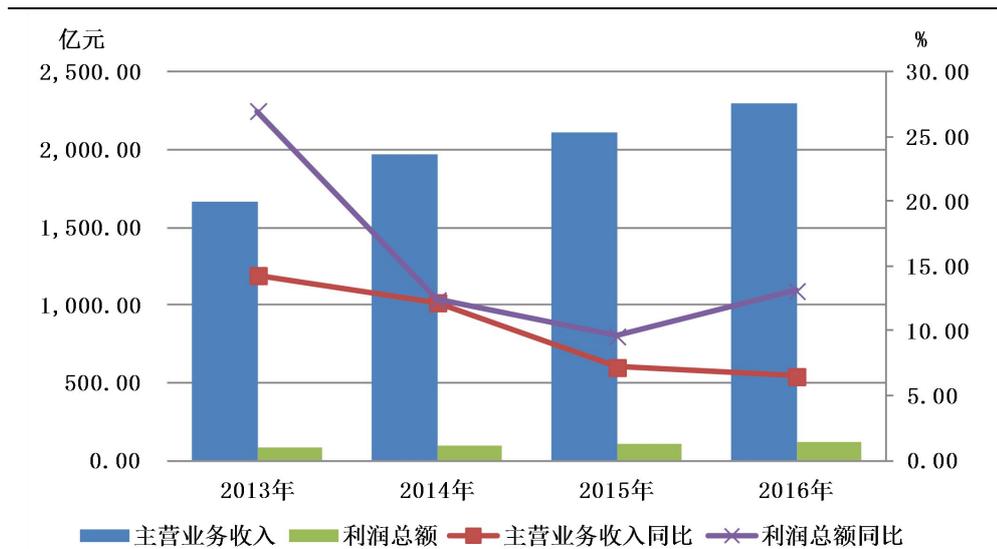
图 3：2013 年~2016 年国内玩具出口交货情况



资料来源：工信部，东方金诚整理

2013 年~2016 年，我国玩具行业产销率分别为 97.2%、96.6%、98.2%及 98.2%，维持较高产销率。我国玩具行业主营业务收入逐年增长，增速逐年下降，利润总额持续增长，增速有所波动。2016 年，我国玩具制造业主营业务收入为 2106.8 亿元，同比增长 6.5%，下降 0.7 个百分点；利润总额为 121.9 亿元，同比增长 13.1%，下降 3.5 个百分点。

图 4：2013 年~2016 年国内玩具行业营业收入及利润总额情况



资料来源：工信部，东方金诚整理

玩具行业市场需求量主要取决于儿童人数和儿童人均消费额两个因素。随着我国经济水平的提高，人均可支配收入正在逐步提高，此外，新生代“80后”父母大多受过高等教育，较为重视孩子的早期教育和娱乐问题，对于玩具的消费意愿较高，以及我国二孩政策的全面放开，均将为玩具的消费增长提供动力。

我国玩具行业已发展形成了较为完整的产业链，但与国际领先企业相比仍有较大的差距

在全球玩具行业的产业价值链中，美泰、孩之宝、乐高、万代等玩具品牌生产企业处于价值链高端。我国玩具行业产业集群效应明显，具有显著的区域分布特征，主要集中在广东、山东、江苏、浙江等沿海地区。广东是我国最大的玩具生产和出口基地，而汕头是广东玩具生产企业最为集中、科技创新能力和产品科技含量最高的地区之一，产业集群效应明显。虽然我国玩具行业以广东地区为核心，已经发展形成了完整的产业链，但由于起步较晚，产业链上游和中游的国内领先企业，无论是技术水平，还是市场竞争能力方面，均与上述国际领先企业还有较大的差距。

业务运营

跟踪期内，伴随着游戏业务快速增长及新增体育业务板块，公司营业收入增幅较大，但毛利率有所下降

星辉娱乐业务收入及利润主要来自游戏业务、玩具及衍生品业务及体育业务。2016年，公司控股皇家西班牙人俱乐部新增加体育业务板块以及趣丸网络，营业收入同比增长43.08%至23.93亿元。其中，游戏业务11.30亿元，同比增长122.87%，对营业收入增长贡献较大。从收入构成来看，2016年公司玩具及衍生品、游戏及体育业务收入占比分别为29.98%、47.21%和20.09%。其他业务为原材料收入及租金收入。

表 1：2014 年~2016 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
游戏业务	3.54	14.07	5.07	30.31	11.30	47.21
广告业务	0.93	3.71	0.46	2.78	-	-
游戏业务	2.61	10.36	4.60	27.53	11.30	47.21
玩具及衍生品业务	7.13	28.34	7.55	45.14	7.01	29.28
车模	5.96	23.68	5.84	35.50	5.18	21.66
婴童用品	0.97	3.86	1.42	8.60	1.51	6.29
其他玩具	0.20	0.80	0.29	1.78	0.32	1.33
原材料业务	14.37	57.08	-	-	-	-
聚苯乙烯	14.37	57.08	-	-	-	-
影视业务	-	-	3.91	23.39	-	-
影视摄制	-	-	0.92	5.49	-	-
影视发行	-	-	3.00	17.90	-	-
体育业务	-	-	-	-	4.81	20.09
电视转播权	-	-	-	-	2.98	12.45
赞助及广告	-	-	-	-	0.56	2.34
票务、会员	-	-	-	-	0.59	2.44
球员转会	-	-	-	-	0.49	2.07
足球衍生品	-	-	-	-	0.19	0.79
其他业务	0.13	0.51	0.19	1.16	0.82	3.42
合计	25.18	100.00	16.73	100.00	23.93	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司毛利润为 8.06 亿元，同比增加 11.62%；毛利率 33.67%，同比下降 9.49 个百分点，其中公司游戏业务毛利率 32.67%，同比下降 22.21 个百分点，主要是公司收购趣丸网络低毛利率业务所致。2016 年 3 月 31 日，公司收购趣丸网络 32.87% 股份并取得实际控制权所致。趣丸网络为平台型游戏公司，致力于沉淀客户基础，业务流水及营业收入规模较大，但毛利率较低。

表 2：2014 年~2016 年公司主要业务毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
游戏业务	2.05	58.01	2.78	54.88	3.69	32.67
广告业务	0.55	59.25	0.17	36.45	-	-
游戏业务	1.50	57.56	2.61	56.75	3.69	32.67
玩具及衍生品业务	2.52	35.33	2.69	35.62	2.49	35.58
车模	2.14	35.83	2.10	35.98	1.86	35.88
婴童用品	0.33	33.59	0.50	34.90	0.53	35.27
其他玩具	0.06	28.97	0.09	31.81	0.10	32.23
原材料业务	0.33	2.26	-	-	-	-
聚苯乙烯	0.33	2.26	-	-	-	-
影视业务	-	-	1.72	43.79	-	-
影视摄制	-	-	0.19	20.48	-	-
影视发行	-	-	1.53	50.93	-	-
体育业务	-	-	-	-	1.74	36.19
电视转播权	-	-	-	-	0.83	27.83
赞助及广告	-	-	-	-	0.19	33.48
票务、会员	-	-	-	-	0.18	30.81
球员转会	-	-	-	-	0.39	79.51
足球衍生品	-	-	-	-	0.15	79.41
其他业务	0.08	60.45	0.03	17.22	0.13	16.16
合计	4.98	19.78	7.22	43.16	8.05	33.67

资料来源：公司提供，东方金诚整理

游戏业务

游戏业务是公司增长最快的业务，主要专注于网页网络游戏、移动网络游戏的研发和运营。其中，公司子公司广东星辉天拓互动娱乐有限公司主要负责页游产品的运营，同时兼顾部分手游产品，深圳市畅娱天下科技有限公司主要负责手游产品的运营以及广告业务。同时，公司还通过子公司珠海星辉投资管理有限公司（以下简称“珠海星辉”）对一些页游、手游的研发平台进行投资，以及时发现业内优秀开发团队和有潜力的产品，拓展公司的业务空间。

公司页游产品的主要合作运营商为腾讯，跟踪期内，页游收入及产品数量有所下降

2016 年，公司页游产品收入 1.26 亿元，同比下降 46.38%。截至 2016 年末，公司页游产品共计 17 款，较 2015 年末减少 19 款，其中 2 款为腾讯独家代理，3 款已下线，2 款正处于研发阶段。

表 3：截至2016年末公司主要页游产品情况³

单位：万元、%、元/人

游戏名称	前期制作 成本金	投入市 场时间	分成 比例	2016 年公司 收益分成金额	次日留 存率	付费 率	付费 ARPU 值
龙骑士传	449.00	2014-1-3	23	3511.77	12.40	8.74	380.50
倚天	119.43	2012-5-4	40	3226.50	14.06	9.16	492.75
枪林弹雨	-	2013-12-27	40	3010.69	15.92	0.98	95.14
书剑恩仇录	679.42	2015-4-10	39	1187.77	21.14	12.30	291.00
水浒风云	215.48	2013-9-12	51	761.62	15.56	8.66	258.90
战争黎明	-	2015-4-18	55	489.27	16.13	2.82	192.34
四大名捕斗将军		2016-5-11	52	350.63	16.50	5.37	220.50
独步天龙	-	2014-10-14	65	138.63	18.92	11.66	210.13
枪炮与魔法	295.67	2015-7-28	18	134.33	-	-	-
英雄战歌	400.11	2014-6-25	21	133.80	-	-	-
其他游戏	2555.2	-	-	277.19	-	-	-
合计	2759.38	-	-	13222.20	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司页游产品次日留存率大部分保持在 17%左右，位于行业平均水平 20%之下，主要是公司页游游戏老产品较多，导致留存率较低；付费率和付费 ARPU 值因产品战略差异和处于生命周期的阶段不同⁴而具有一定参差。2016 年，公司页游总流水为 3.9 亿元，较 2015 年下降 37.20%，主要页游产品实现收益分成金额为 1.32 亿元，较 2015 年下降 74.24%。2016 年，公司投资的主要页游游戏研发平台实现收益为 3428.05 万元。

表 4：截至2016年末公司主要投资页游游戏研发平台情况

单位：万元、%

投资团队名称	主要 业务	投资 金额	持股 比例	2016 年 公司收益
上海悠玩网络科技有限公司	游戏	1000.00	100	1714.99
广州火炉网络科技有限公司	游戏	10.00	100	0.00
SHINY FIRST LIMITED	游戏+广告	616.45	100	80.61
广州伊云网络科技有限公司	游戏	5.10	100	0.00
广州趣点网络科技有限公司	游戏	300.00	50	0.00
广州市云图动漫设计有限公司	动漫	-	25	0.00
上海元届信息科技有限公司	游戏	500.00	51	1600.00
TEAMTOP ONLINE ADVERTISING CO., LIMITED	广告+游戏	78.19	100	0.00
广州天拓软件技术有限公司	广告	50.00	100	0.00
霍尔果斯市星拓网络科技有限公司	游戏	4.00	100	32.45
合计	-	2563.74	-	3428.05

资料来源：公司提供，东方金诚整理

³代理的没有前期制作成本。

⁴页游具有一定生命周期，通常与月流水峰值呈正相关性。页游产品的平均生命周期为 1-2 年，半年至一年时间内到达月流水峰值

公司的主要合作运营商为腾讯，页游运营方面较为成熟，产品回款比较及时。2017年公司研发完成并计划投入市场的页游共有2款，分别为《思美人》及《龙骑士传2》。2017年公司新研发并计划投入市场的页游产品见下表。

表 5：2017年公司新研发并计划投入市场的页游产品情况

单位：万元

项目	前期投入金额	预计月流水额峰值
思美人	600.00	700.00
龙骑士传 2	300.00	1000.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司手游业务合作运营商主要为苹果、安卓等大型运营平台，2016年，公司手游业务发展迅速，收入占比大幅增加

公司在巩固深化页游竞争优势的同时，积极切入手游市场。2016年，手游业务收10.04亿元，占游戏业务收入的比例由2015年的53.58%增至2016年的88.85%。截至2016年末，公司手游产品共计961款，其中378款已下线，19款正在研发准备上线。2016年总流水15.47亿元，同比增长364.56%，主要手游产品收益达3.75亿元。产品质量方面，公司手游产品次日留存率、付费率和付费ARPU值多高于行业平均水平，详见下表。

表 6：截至2016年末公司主要手游产品情况

单位：%、万元、元/人

游戏名称	投入市场时间	渠道商	参与模式	分成比例	2016年公司收益分成金额	次日留存率	付费率	付费ARPU值
刀锋无双	2015-9-10	腾讯+多渠道	代理	61.53	9964.85	34.89	4.89	148.37
烈火荣耀（龙城霸业）	2016-5-1	多渠道	代理	71.76	8657.12	33.73	15.79	115.80
屠神归来	2016-8-16	多渠道	代理	71.10	2315.83	26.56	14.35	112.44
代号西游（大圣之怒）	2016-12-9	多渠道	代理	58.67	1706.33	35.76	6.22	97.03
天天爱仙侠	2015-3-31	腾讯+多渠道	代理	52.37	979.02	23.03	4.35	994.00
一刀流	2014-5-1	多渠道	代理	47.05	692.53	29.60	1.89	313.01
酒剑仙	2015-2-4	腾讯+多渠道	代理	45.00	632.41	23.52	4.70	806.20
三国名将	2013-8-1	腾讯+多渠道	代理	52.01	628.35	20.40	11.40	595.00
盗墓笔记	2014-12-1	腾讯+多渠道	代理	55.35	616.69	15.50	2.90	242.57
烈火一刀	May-15	多渠道+海外	研发	40.00	1450.04	17.23	10.00	38.04
灵域戮仙	Nov-15	多渠道	代理	42.00	7251.46	19.6	21.00	21.12
其他游戏	-	-	-	-	2581.81	-	-	-
合计	-	-	-	-	37476.41	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

回款方式方面，公司手游的收入由运营商后台统计后按比例逐月返还，账期约

为 2 个月。公司的主要合作运营商为苹果、安卓等大型运营平台，不存在拖欠款情况。2017 年公司新研发并计划投入市场的手游产品详见下表。

表 7：2017 年公司新研发并计划投入市场的手游情况

单位：%，万元

项目	预计分成比例	前期投入金额	预计月流水额峰值
四大名捕手游(逍遥诀)	57	2100.00	3300
霸王之业(三国群英传)	30	1330.00	7600
挂机与冒险	60	760.00	800
雪鹰领主	30	126.47	2000
永恒仙域	30	259.92	4000
莽荒纪	30	9.00	4000
合计	—	4585.39	21700

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司游戏业务实现收入 11.30 亿元，同比增长 122.87%，毛利润 3.69 亿元，同比增长 32.73%；毛利率 32.67%，同比下降 22.21 个百分点，主要是公司合并趣丸网络所致。国内游戏业务收入 10.90 亿元，国外游戏业务 0.40 亿元。

玩具及衍生品业务

公司为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较高的市场地位

公司玩具与衍生品业务主要专注于动态车模、静态车模、收藏型车模和婴童产品的生产、研发及销售。作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，公司继续保持在国内外车模产品市场较高的市场地位，并具有较强的品牌优势和技术实力。截至 2016 年末，公司已经获得宝马、奔驰、奥迪、兰博基尼等 20 多个世界知名汽车品牌的 221 款车模生产的品牌授权，是国内车模企业中获得授权数量最多的企业之一。

公司注重产品创新和研发能力的提升，基于技术研发所积累的多项专利技术，以及先进的计算机辅助设计技术和电子数码技术等工业技术，公司创新开发出普及型的动态车模。同时，为了提升自主研发能力，缩短研发周期，公司组建了车模研发综合实验室，将用于汽车工业的 SLA 激光快速成型机应用于车模研发设计，使得车模的研发周期从 1 年以上缩短为 4 个月以内。

公司与世界多个国家的知名产品代理商和优质渠道保持稳固的合作关系，跟踪期内，公司国外业务有所下降

经过多年的积累，公司与世界上多个国家的知名玩具代理商及渠道商建立了长期稳定的合作关系，如 TESCO、ARGOS、LANDMARK、SAMS、MONDO、JAMARA、DETSKY MIR、GIOCHI PREZIOSI、COTO、JUMBO、玩具反斗城等等；同时公司也成为多家汽车厂商的战略合作伙伴，在保持品牌授权的基础上，宝马、奔驰、法拉利、奥迪、路虎等多家厂商通过产品回购方式深化合作。截至 2016 年末，公司的产品已销往世界 120 多个国家和地区。

国内市场方面，2016 年公司实现收入 2.35 亿元，同比增长 2.17%，其中电商渠道 2830.40 万元。在渠道拓展方面，公司持续加强核心渠道拓展的同时电商业务较快增长。

在国外市场方面，受欧洲市场需求相对疲软以及人民币汇率相对较高影响，公司国外市场有所下降，2016 年公司实现国外收入 4.66 亿元，同比下降 11.24%。

表 8：2014年~2016年公司国内、国外市场渠道销售额情况

单位：亿元

区域	2014 年	2015 年	2016 年	
国内销售	静态车模	0.07	0.05	0.10
	动态车模	1.74	1.61	1.57
	婴童用品	0.31	0.63	0.66
	其他玩具	0.02	0.01	0.02
	小计	2.13	2.30	2.35
国外销售	静态车模	0.10	0.12	0.16
	动态车模	4.05	4.06	3.35
	婴童用品	0.66	0.79	0.85
	其他玩具	0.18	0.28	0.29
	小计	5.00	5.25	4.66
合计	7.13	7.55	7.01	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司玩具及衍生品部分产品产量、销量及产品价格有所下降，产销率维持较高水平

由于公司采取以销定产的生产模式，2016 年，静态车模产量及销量增幅较大，销量 175.34 万具，同比增长 30.88%，产销率 95.04%，同比下降 17.28 个百分点，动态车模产量及销量均有所下降，销量 815.03 万具，同比下降 18.24%，产销率 109.14%，同比上升 5.48 个百分点。婴童用品产量及销量保持增长，销量 75.42 万具，同比增长 28.77%，产销率 101.91%。其他玩具产量及销量有所下降，销量 60.30 万具，同比下降 12.15%，产销率 107.10%。

表 9：2014年~2016年公司各类产品产销情况

单位：万具、%

产品情况		2014年	2015年	2016年
静态车模	产量	134.23	119.28	184.50
	销量	128.44	133.97	175.34
	产销率	95.69	112.32	95.04
动态车模	产量	1091.00	961.66	746.78
	销量	1043.28	996.87	815.03
	产销率	95.63	103.66	109.14
婴童用品	产量	17.59	59.64	74.01
	销量	17.76	58.57	75.42
	产销率	100.97	98.21	101.91
其他玩具	产量	88.62	69.91	56.30
	销量	91.7	68.64	60.30
	产销率	103.48	98.18	107.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

销售价格方面，2015年以来，公司产品销售价格出现一定波动，其中静态车模及其他玩具产品价格保持增长，动态车模及婴童用品产品价格有所下降。

表 10：2014年~2016年及公司国内、国外市场渠道销售均价情况

单位：元/具

区域		2014年	2015年	2016年
国内销售	静态车模	24.12	23.43	25.61
	动态车模	54.77	53.91	51.86
	婴童用品	513.35	139.98	114.07
	其他玩具	20.06	26.29	26.13
国外销售	静态车模	10.31	9.71	11.79
	动态车模	55.79	58.21	65.45
	婴童用品	558.28	592.93	472.58
	其他玩具	22.99	43.57	57.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司玩具及衍生品业务营业收入有所下降，受部分产品价格下降影响毛利率有所下降

2016年度，公司玩具及衍生品业务为7.01亿元，同比下降7.19%；实现毛利润2.49亿元，同比下降7.29%；毛利率为35.58%，同比下降0.04个百分点，主要是受欧洲市场需求相对疲软以及人民币汇率相对较高影响，国外销售额有所下降所致，其中车模玩具实现营业收入达到5.18亿元，同比减少11.18%，婴童用品实现营业收入1.51亿元，同比增长5.90%。公司在巩固核心产品婴童车模的同时，持续加快儿童自行车业务、儿童旅行箱等新业务的拓展，来自儿童自行车、儿童旅行箱等新业务的收入达0.32亿元，较去年同期增长8.58%。

体育业务

2016年，公司新增体育业务，成为公司收入和利润的重要补充

体育业务方面，公司通过新设立的全资子公司皇家西班牙人俱乐部（香港）有限公司以 1700.08 万欧元的对价收购西甲联赛皇家西班牙人足球俱乐部（以下简称“皇家西班牙人”）53.60% 的股份，2016 年 1 月 20 日已完成股权的交割工作。2016 年，购买日至期末公司体育业务实现营业收入 4.81 亿元，其中电视转播权收入 2.98 亿元，赞助及广告收入 0.56 亿元，票务收入 0.59 亿元，球员转让收入 0.49 亿元，足球衍生品收入 0.19 亿元；体育业务毛利润 1.74 亿元，毛利率 36.19%。

从 2016~2017 赛季开始，西班牙职业足球联盟对电视转播收入的分配办法进行改革：根据新的方法，联盟将西甲联赛电视转播权整体收入的 50% 将平均分给 20 家球队，另外 50% 则根据过去 5 个赛季的成绩以及俱乐部会员、季票销售量进行区别分配；随着西班牙足球联赛的不断发展与市场的扩大，西甲整体电视转播总收入将呈大幅增长趋势。皇家西班牙人通过增加资金的投入购买球员的方式，持续提高球队竞技成绩，从而来提升球队整体价值，进而实现更高的盈利水平。

企业管理

截至 2016 年末，星辉娱乐股本为 124419.84 万股，其中陈雁升持股 32.77%，陈冬琼持股 12.90%，两人合计持有 45.67% 的股份。公司实际控制人为陈雁升和陈冬琼夫妇。

财务分析

公司提供了 2014 年~2016 年合并财务报告。其中 2014 年~2016 年财务报表均经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2016 年末，纳入星辉娱乐合并范围的子公司 32 家。公司合并报表新增 13 家子公司，分别为广州星辉娱乐有限公司、珠海星辉智盈投资管理有限公司、珠海星辉汇盈投资管理有限公司、广州星辉趣游信息科技有限公司、上海顽趣信息科技有限公司、REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA, S. A. D.、广州趣丸网络科技有限公司、广州沙巴克网络科技有限公司、广州副本网络科技有限公司、广州欢城文化传媒有限公司、霍尔果斯蓝鲸网络科技有限公司、霍尔果斯幻城人力资源服务有限公司及霍尔果斯欢城文化传媒有限公司。

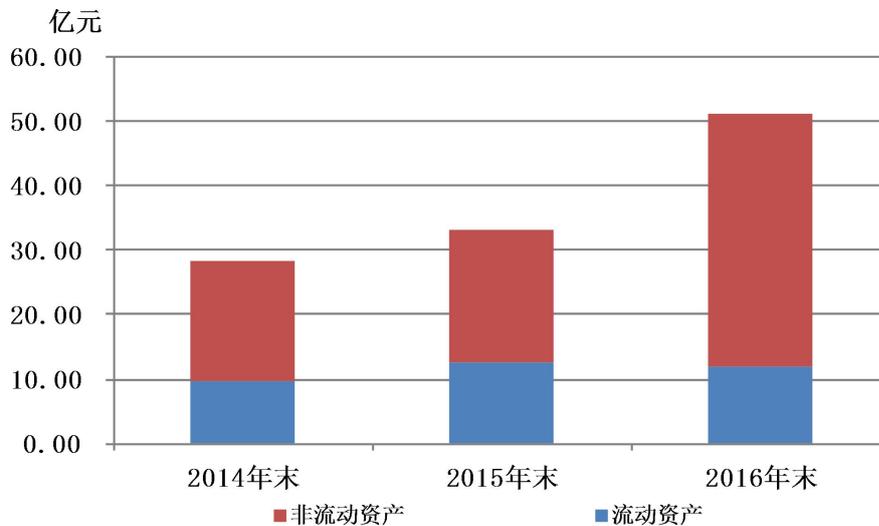
资产构成与资产质量

公司资产规模增幅较大，仍以非流动资产为主，商誉、固定资产及无形资产增幅较大

2016 年末，公司资产总额 51.22 亿元，较 2015 年末增长 55.15%，主要是公司合并范围扩大导致商誉、固定资产及无形资产增幅较大所致，其中非流动资产占比

76.50%。

图 5：2014 年~2016 年末公司资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2016 年末，公司流动资产 12.03 亿元，较 2015 年末减少 5.22%，主要由货币资金、应收账款、预付款项及存货构成，占比分别为 36.62%、32.22%、12.19%及 10.45%。

同期，公司货币资金 4.41 亿元，较 2015 年末下降 37.81%，主要是公司购置资产及投资增加所致，其中受限货币资金 0.24 亿元。应收账款 3.88 亿元，较 2015 年末增长 97.32%，计提坏账比例 5.61%，主要是公司玩具板块信用期调整，及合并范围变化所致。预付款项 1.47 亿元，较 2015 年末增长 181.54%，一年内的预付款项占比 90.10%。存货 1.26 亿元，较 2015 年末下降 24.97%，主要由原材料、库存商品及在产品构成。

2. 非流动资产

2016 年末，公司非流动资产为 39.18 亿元，较 2015 年末增长 92.89%，主要由商誉、固定资产、无形资产及长期股权投资构成，占比分别为 35.29%、25.44%、16.56%及 11.34%。

2016 年末，公司商誉 13.83 亿元，较 2015 年末增长 85.59%，主要是合并广州星辉趣游信息科技有限公司、REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA S. A. D. 及广州趣丸网络科技有限公司所致。固定资产 9.97 亿元，较 2015 年末增长 116.84%，主要是公司合并西班牙人俱乐部所致。无形资产 6.49 亿元，较 2015 年末增长 751.85%，主要是公司合并西班牙人俱乐部所致。长期股权投资 4.44 亿元，较 2015 年末下降 2.31%。

同期，公司受限资产 2.07 亿元，其中受限的货币资金 0.24 亿元，为品牌汽车厂授权保证金、保函保证金、远期售汇合约保证金、被冻结政府补助款项；受限固定资产 1.12 亿元，为公司借款提供的抵押担保；受限的无形资产 0.52 亿元，为公

司借款提供的抵押担保；受限的投资性房地产 0.19 亿元，为公司借款提供的抵押担保。

资本结构

因未分配利润及少数股东权益增加，公司所有者权益规模继续增长

2016 年末，公司所有者权益为 24.08 亿元，较 2015 年末增长 15.07%，主要由实收资本及未分配利润构成，占比分别为 51.68%及 41.83%。

2016 年末，公司实收资本 12.44 亿元，与 2015 年末持平；资本公积 0.69 亿元，较 2015 年末增长 77.43%，主要是公司按权益法核算长期股权投资被投资单位其他权益变动额公司按持股比例应享有的部分增加所致；盈余公积 2063.24 万元，较 2015 年末增长 885.91%，公司按母公司净利润的 10%计提法定盈余公积；未分配利润 10.07 亿元，较 2015 年末增长 25.08%；其他综合收益 1470.60 万元，较 2015 年末增长 292.95%，主要是公司外币报表折算差额损失减少所致；少数股东权益 5171.94 万元，较 2015 年末-194.00 万元增幅较明显。

公司扩大经营规模及合并范围扩大，公司债务增加较多，资产负债率上升较快

2016 年末，公司负债总额为 27.14 亿元，较 2015 年末增长了 124.52%。其中，流动负债占比 48.16%，非流动负债占比 51.84%。

1. 流动负债

2016 年末，公司流动负债为 13.07 亿元，较 2015 年末增长了 199.92%，主要是公司扩大合并范围所致，主要由短期借款、应付账款及应交税费构成，占比分别为 40.01%、30.64%及 15.52%。

2016 年末，公司短期借款 5.23 亿元，较 2015 年末增长 350.95%，主要是公司扩大经营规模增加流动资金借款所致，其中抵押借款 0.73 亿元、保证借款 2.00 亿元及质押、保证借款 2.50 亿元。应付账款 4.00 亿元，较 2015 年末增长 515.17%，主要是公司合并范围扩大及俱乐部购买球员所致，其中一年以内的应付账款 3.73 亿元，占比 93.12%。应交税费 2.03 亿元，较 2015 年末增长 192.24%，其中增值税 0.28 亿元、企业所得税 0.12 亿元、个人所得税 1.59 亿元，城市维护建设税 0.2 亿元。

2. 非流动负债

2016 年末，公司非流动负债 14.07 亿元，较 2015 年末增长 82.01%，主要是公司扩大合并范围所致，主要由长期借款及应付债券构成，占比分别为 44.43%及 53.03%。

2016 年末，公司长期借款 6.25 亿元，较 2015 年末增长 14450.30%，主要是公司为扩大经营规模增加资金借款所致，其中质押借款 6.21 亿元，抵押借款 0.04 亿元，长期借款利率 1.20%~3.85%。应付债券 7.46 亿元，为公司 2015 年发行的公司债券“15 星辉债”。

3. 债务负担

2016 年末，公司全部债务为 18.96 亿元，较 2015 年末增长 118.93%，增加较多；公司长期有息债务占全部债务比重由 2015 年末的 86.55% 下降为 72.31%，短期有息债务占全部债务比重相应上升至 27.69%。

2016 年末，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 52.99%、36.29% 及 44.06%，其中资产负债率上升 16.37 个百分点，上升较快。较 2015 年末上述指标均有所上升，主要是公司扩大经营规模增加短期借款及长期借款及合并范围扩大所致。

表 11：公司债务结构情况

单位：亿元、%

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
短期有息债务	4.98	1.17	5.25
长期有息债务	0.05	7.50	13.71
全部债务	5.02	8.66	18.96
长期债务资本化比率	0.23	26.38	36.29
全部债务资本化比率	20.62	29.28	44.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

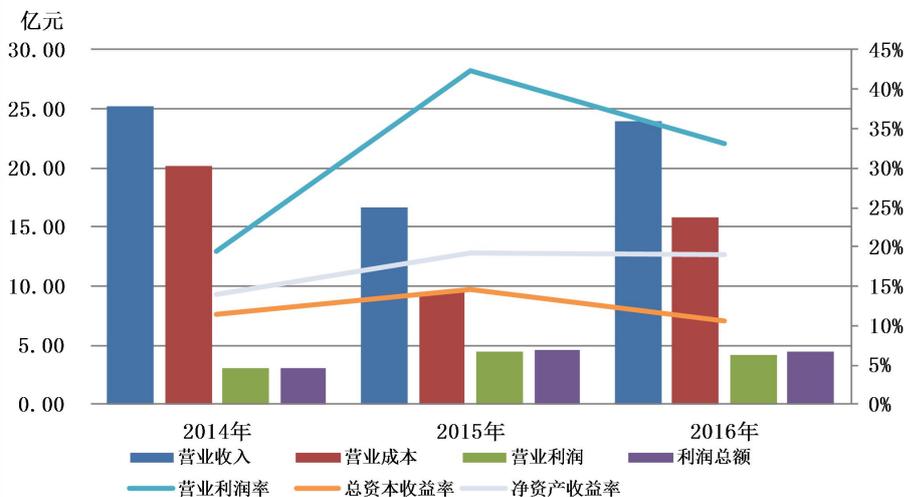
截至 2016 年末，公司无对外担保。

盈利能力

虽然公司营业收入继续增长，但由于营业利润率下降，盈利能力有所削弱

2016 年，公司营业收入为 23.93 亿元，较 2015 年增长 43.08%，主要为公司扩大经营规模及合并范围变化所致，营业利润率为 33.13%，较 2015 年下降了 9.26 个百分点。

图 6：2014 年~2016 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用为 5.81 亿元，同比上升 57.66%，占营业收入的比重为 24.26%，其中销售费用、管理费用及财务费用占比分别为 10.74%、10.08%及 3.44%，公司期间费用控制能力一般。资产减值损失 1.15 亿元，其中长期股权投资减值损失 0.98 亿元，可供出售金融资产减值损失 0.16 亿元。投资收益 3.26 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益 2.74 亿元，权益法合算的长期股权投资收益 0.52 亿元。投资收益对利润贡献较大。公司营业利润 4.22 亿元，同比下降 4.94%；营业外收入 0.34 亿元；利润总额 4.53 亿元，同比下降 2.47%；净利润 4.56 亿元，同比增长 13.30%。

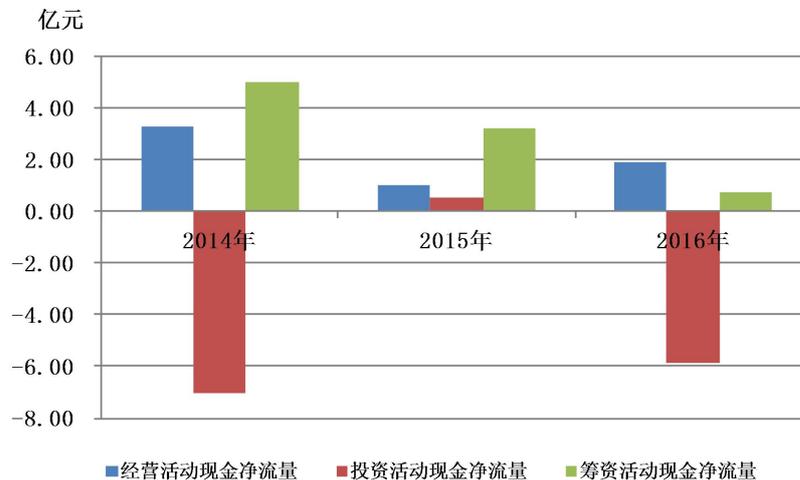
2016 年，公司净资产收益率为 18.92%，总资本收益率为 12.99%，分别较 2015 年下降了 0.30 个百分点和 2.12 个百分点。综合来看，由于收购趣丸网络低毛利率业务，导致公司综合毛利率、营业利润率有所下降，公司整体盈利能力有所削弱。

现金流

公司经营活动现金流状况有所好转，购置资产及并购导致投资活动现金流由净流入转变为较大规模净流出

2016 年，公司经营性净现金流为 1.93 亿元，同比增长 93.95%，主要是公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；投资活动净现金流为-5.90 亿元，投资活动现金流由净流入转变为较大规模净流出，主要是购置资产及并购支付股权收购款增加所致；筹资性净现金流为 0.72 亿元，同比下降 77.58%，主要是公司合并日前对并购标的公司的往来款增加所致。

图 7：2014 年~2016 年公司现金流情况



数据来源：公司提供资料，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期间，因盈利能力有所削弱、债务有所增加，公司偿债能力指标表现弱化

从短期偿债能力指标来看，2016 年公司流动比率、速动比率和经营性现金流

动负债比分别为 92.08%、82.45%和 14.76%，均出现较大幅下降，主要是受公司合并范围扩大及增加流动资金借款等因素影响。

表 12：2014 年~2016 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
流动比率	110.99	291.37	92.08
速动比率	90.28	252.91	82.45
经营现金流动负债比	38.23	22.83	14.76
EBITDA 利息倍数	15.11	13.12	6.66
全部债务/EBITDA	1.16	1.47	2.75

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 6.89 亿元，EBITDA 利息倍数为 6.66 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 2.75 倍。

综合来看，因盈利能力有所削弱、债务有所增加，公司偿债能力指标表现弱化。

过往债务履约情况

根据公司提供由中国人民银行征信中心出具的《企业基本信用信息报告》，截至 2017 年 2 月 6 日，公司未出现债务违约情况。

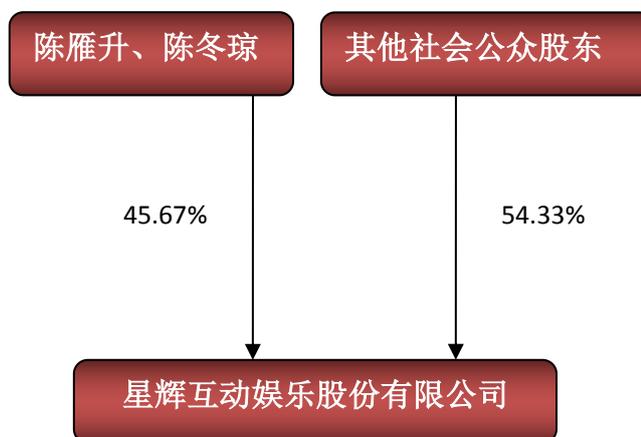
抗风险能力及结论

跟踪期内，作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，公司在国内外车模产品市场继续保持较高的市场地位；2016 年，伴随着公司游戏业务继续保持快速增长，营业收入增幅较大；公司新增体育业务，成为公司收入和利润的重要补充。

同时，东方金诚也关注到，公司玩具业务板块营业收入有所下降；跟踪期内，公司营业利润率下降，盈利能力有所削弱；公司经营规模扩大及合并范围扩大，公司债务增加较多，资产负债率上升较快，偿债能力指标表现弱化。

综合考虑，东方金诚维持星辉娱乐的 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 星辉债”AA 的债项信用等级。

附件一：截至 2016 年末公司股权结构图



附件二：截至 2016 年末公司全资和控股子公司情况

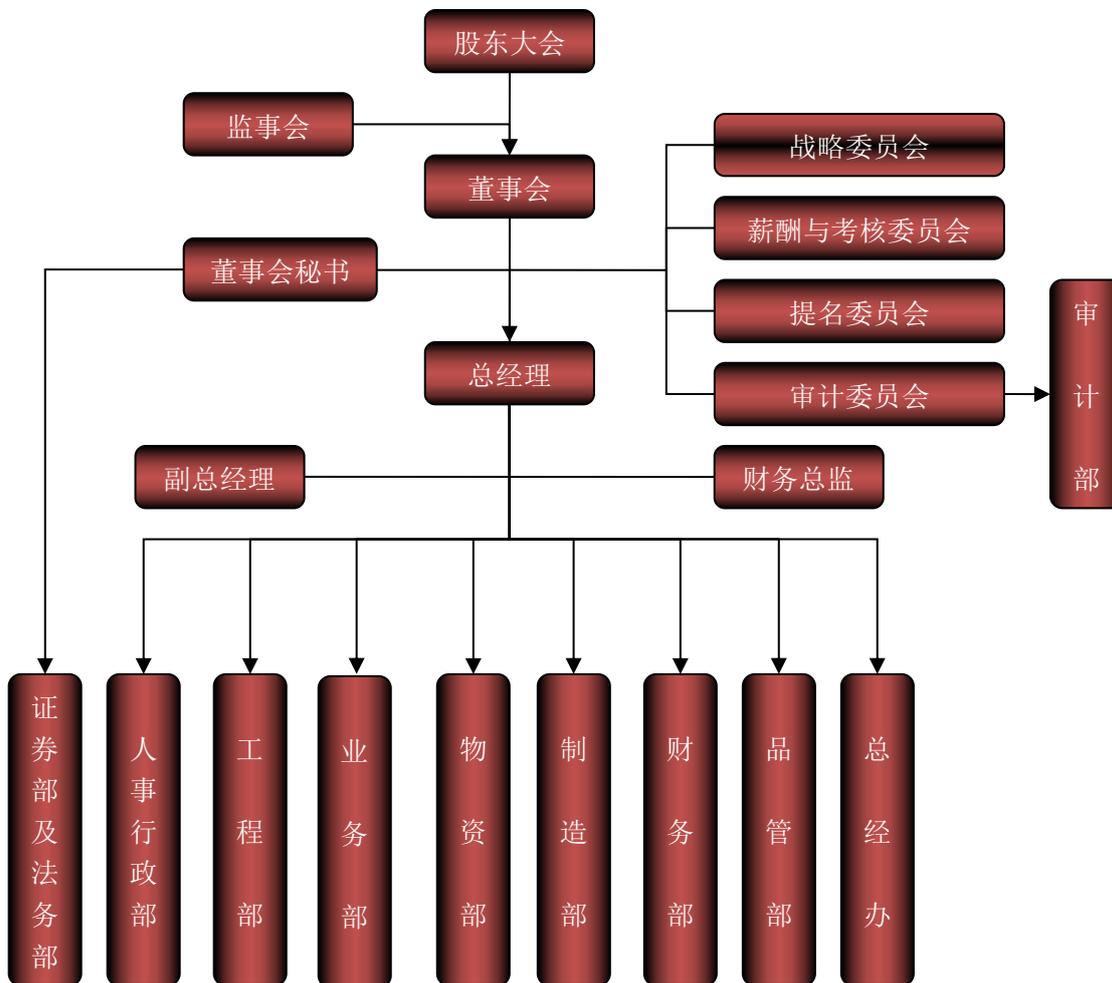
单位：%

企业名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
雷星（香港）实业有限公司	贸易、零售	100.00		同一控制下企业合并
福建星辉婴童用品有限公司	制造业	100.00		设立
深圳市星辉车模有限公司	贸易零售	100.00		设立
新疆星辉创业投资有限公司	投资管理	100.00		设立
广州星辉娱乐有限公司	软件和信息技术服务业	100.00		设立
深圳市畅娱天下科技有限公司	软件和信息技术服务业	100.00		非同一控制下企业合并
霍尔果斯毅讯电子科技有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	设立
广东星辉天拓互动娱乐有限公司	软件和信息技术服务业	100.00		非同一控制下企业合并
TEAMTOP ONLINE ADVERTISING CO., LIMITED	软件和信息技术服务业		100.00	设立
上海悠玩网络科技有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	设立
广州火炉网络科技有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	设立
广州天拓软件技术有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	设立
广州伊云网络科技有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	设立
SHINY FIRST LIMITED	贸易		100.00	非同一控制下企业合并
上海掌民信息科技有限公司 (原上海元届信息科技有限公司)	软件和信息技术服务业		51.00	非同一控制下企业合并
元界网络科技有限公司	软件和信息技术服务业		51.00	非同一控制下企业合并
上海猫狼网络科技有限公司	软件和信息技术服务业		70.00	设立
霍尔果斯市星拓网络科技有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	设立
珠海星辉投资管理有限公司	投资管理	100.00		设立
珠海星辉智盈投资管理有限公司	投资管理		100.00	设立
珠海星辉汇盈投资管理有限公司	投资管理		100.00	设立
广州星辉趣游信息科技有限公司	软件和信息技术服务业		79.00	非同一控制下企业合并
上海顽趣信息科技有限公司	软件和信息技术服务业		100.00	非同一控制下企业合并
皇家西班牙人俱乐部(香港)有限公司	足球俱乐部管理	100.00		设立
REIAL CLUB REPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA,	足球俱乐部管理		99.25	非同一控制下企业合并

S. A. D.

广州趣丸网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	非同一控制下企业合并
广州沙巴克网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	非同一控制下企业合并
广州副本网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	非同一控制下企业合并
霍尔果斯蓝鲸网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	非同一控制下企业合并
霍尔果斯幻城人力资源服务有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	设立
霍尔果斯欢城文化传媒有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	设立
广州欢城文化传媒有限公司	软件和信息技术服务业	32.92	设立

附件三：截至 2016 年末公司组织结构图



附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末
货币资金	22895.05	70869.23	44072.91
应收票据	21.85	48.62	-
应收账款	14091.68	19648.29	38770.42
预付款项	14019.66	5211.57	14672.63
应收利息	-	334.81	-
其它应收款	26503.60	11677.21	8664.74
存货	17812.92	16761.85	12576.65
其他流动资产	126.02	2426.77	1590.89
流动资产合计	95470.78	126978.35	120348.25
非流动资产：			
可供出售金融资产	-	6206.50	11032.24
长期股权投资	39643.27	45465.86	44416.63
投资性房地产	2317.21	2241.36	2480.55
固定资产	45253.61	45974.84	99691.89
在建工程	4564.62	2494.00	1766.66
无形资产	8861.43	7617.62	64890.67
开发支出	2415.44	4071.59	5282.21
商誉	81172.00	74513.84	138287.20
长期待摊费用	2166.61	3485.90	4327.70
递延所得税资产	332.26	365.79	6458.06
其他非流动资产	2071.61	10694.65	13187.16
非流动资产合计	188798.06	203131.97	391820.96
资产总计	284268.84	330110.31	512169.20

附件五：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末
流动负债：			
短期借款	43937.50	11596.73	52296.02
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	91.22	-	153.67
应付票据	5700.00	-	-
应付账款	5635.30	6509.32	40043.40
预收款项	3793.20	1512.91	3788.30
应付职工薪酬	2223.17	1891.44	4561.71
应交税费	3399.07	6942.76	20289.60
应付利息	-	393.75	4161.76
应付股利	565.00	-	-
其他应付款	20504.20	14516.49	3492.10
一年内到期的非流动负债	49.97	53.89	57.82
其他流动负债	121.00	162.24	1859.64
流动负债合计	86019.62	43579.52	130704.03
非流动负债：			
长期借款	455.32	429.60	62508.79
应付债券	-	74538.12	74620.46
长期应付款	3507.94	1503.40	2612.78
递延收益	877.23	832.56	863.61
预计负债	-	-	98.65
递延所得税负债	64.13	-	-
非流动负债合计	4904.63	77303.69	140704.29
负债合计	90924.25	120883.21	271408.31
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	56554.47	124419.84	124419.84
资本公积	74039.39	3905.76	6929.98
盈余公积	6091.53	209.27	2063.24
未分配利润	53932.64	80511.98	100705.29
其他综合收益	-230.98	374.25	1470.60
归属母公司所有者权益合计	190387.05	209421.10	235588.95
少数股东权益	2957.54	-194.00	5171.94
所有者权益合计	193344.59	209227.10	240760.89
负债与股东权益合计	284268.84	330110.31	512169.20

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2014年	2015年	2016年
一、营业总收入	251768.44	167266.07	239327.26
其中：营业收入	251768.44	167266.07	239327.26
减：营业成本	201977.32	95081.33	158753.04
营业税金及附加	1139.72	1271.00	1275.01
销售费用	11940.46	19431.26	25709.81
管理费用	11535.69	13389.57	24127.89
财务费用	3279.02	4009.76	8229.76
资产减值损失	501.55	4766.97	11488.51
加：公允价值变动收益	-570.32	91.22	-153.67
投资收益	9151.95	14996.55	32621.07
二、营业利润	29976.31	44403.94	42210.64
加：营业外收入	1086.47	2230.03	3392.64
减：营业外支出	197.64	163.25	278.33
其中：非流动资产处置损失	51.26	4.12	147.21
三、利润总额	30865.15	46470.72	45324.95
减：所得税	3773.57	6264.83	-230.15
四、净利润	27091.57	40205.89	45555.10
归属于母公司所有者的净利润	25707.96	35193.36	45802.77
少数股东损益	1383.62	5012.53	-247.67

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2014年	2015年	2016年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	265590.93	152795.33	259290.55
收到税费返还	2742.89	2397.25	3028.73
收到的其他与经营活动有关的现金	2726.94	59307.49	2865.74
经营活动现金流入小计	271060.76	214500.06	265185.02
购买商品、接受劳务支付的现金	196580.96	122745.84	129056.28
支付给职工以及为职工支付的现金	19838.91	19342.76	59015.10
支付的各项税费	9007.59	12002.64	17145.41
支付的其他与经营活动有关的现金	12751.87	50461.07	40674.68
经营活动现金流出小计	238179.33	204552.30	245891.47
经营活动产生的现金流量净额	32881.43	9947.76	19293.55
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	12327.00	3748.72	13700.36
取得投资收益所收到的现金	303.26	265.40	715.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	115.00	727.33	2946.56
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	8844.73	84807.39	-
收到的其他与投资活动有关的现金	331.28	686.29	5599.38
投资活动现金流入小计	21921.27	90235.13	22962.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	11440.88	9529.68	36862.18
投资所支付的现金	51228.14	29857.20	31718.80
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	22053.94	43002.24	13331.69
支付的其他与投资有关的现金	7238.54	2445.17	0.00
投资活动现金流出小计	91961.49	84834.30	81912.66
投资活动产生的现金流量净额	-70040.22	5400.83	-58950.54
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	25385.07	-	151.07
取得借款所收到的现金	117278.02	106505.23	121446.86
发行债券收到的现金	-	74531.25	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	137.39	1200.34	903.56

筹资活动现金流入小计	142800.48	182236.82	122501.49
偿还债务所支付的现金	86495.30	133409.30	49826.22
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	5312.45	10423.89	13952.42
支付其他与筹资活动有关的现金	897.02	6305.24	51527.28
筹资活动现金流出小计	92704.77	150138.43	115305.93
筹资活动产生的现金流量净额	50095.71	32098.39	7195.56
四、汇率变动对现金的影响额	254.98	352.45	3962.99
五、现金和现金等价物净增加额	13191.89	47799.43	-28498.44

附件八：公司主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年
盈利能力			
营业利润率(%)	19.32	42.40	33.13
总资产收益率(%)	12.31	15.11	12.99
净资产收益率(%)	14.01	19.22	18.92
偿债能力			
资产负债率(%)	31.99	36.62	52.99
长期债务资本化比率(%)	0.23	26.38	36.29
全部债务资本化比率(%)	20.62	29.28	44.06
流动比率(%)	110.99	291.37	92.08
速动比率(%)	90.28	252.91	82.45
经营现金流流动负债比(%)	38.23	22.83	14.76
EBITDA 利息倍数(倍)	15.11	13.12	6.66
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	1.47	2.75
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.74	0.18	-0.21
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-12.93	3.41	-3.83
经营效率			
销售债权周转次数(次)	-	9.89	8.19
存货周转次数(次)	-	5.50	10.82
总资产周转次数(次)	-	0.54	0.57
现金收入比(%)	105.49	91.35	108.34
增长指标			
资产总额年平均增长率(%)	-	16.13	34.23
净资产年平均增长率(%)	-	8.21	11.59
营业收入年平均增长率(%)	-	-33.56	-2.50
利润总额年平均增长率(%)	-	50.56	21.18
本次债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.58	0.79	0.92
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.61	2.86	3.54
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.44	0.13	0.26
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.50	0.20	-0.53

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期债务}+\text{短期债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数}=\text{EBITDA}/(\text{资本化利息}+\text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据：增长率= $(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ (2) n年数据：增长率= $[(\text{本期}/\text{前n年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本期发债额度}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券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。