

跟踪评级公告

联合[2018]1053 号

凯撒（中国）文化股份有限公司：

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

凯撒（中国）文化股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

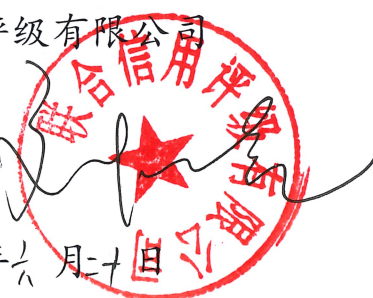
凯撒（中国）文化股份有限公司公开发行的“17 凯文 01”公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

凯撒（中国）文化股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 凯文 01	3 亿元	3 年 (2+1)	AAA	AAA	2017 年 4 月 21 日

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 6 月 20 日

主要财务数据：

发行人——凯撒文化

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	42.09	45.42	46.01
所有者权益（亿元）	34.60	36.50	37.08
长期债务（亿元）	1.00	3.13	3.10
全部债务（亿元）	2.12	5.18	4.93
营业收入（亿元）	5.20	7.04	1.45
净利润（亿元）	1.37	2.49	0.58
EBITDA（亿元）	2.17	3.61	--
经营性净现金流（亿元）	3.51	1.99	0.47
营业利润率（%）	68.44	65.75	55.88
净资产收益率（%）	3.85	7.01	--
资产负债率（%）	17.79	19.62	19.42
全部债务资本化比（%）	5.76	12.43	11.74
流动比率（倍）	1.43	1.76	1.76
EBITDA 全部债务比（倍）	1.03	0.70	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	30.97	15.91	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.72	1.20	--

担保方——高新投

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

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化；3、2016 年的期初数据来自假设公司已对酷牛互动及天上友嘉股权收购而编制的备考 2015 年财务报表；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，凯撒（中国）文化股份有限公司（以下简称“公司”或“凯撒文化”）作为以 IP 版权运营和移动游戏为主的泛娱乐公司，移动游戏分成收入增长，公司净利润增长，被收购公司业绩均达预期；公司 IP 库储备较为丰富，IP 运营能力仍较强，公司整体盈利能力较强，债务负担较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到移动游戏市场竞争加剧、公司版权运营业务毛利率下降、在研游戏项目和动漫影视作品投资资金需求仍较大，在研游戏上线运营效果仍存在一定不确定性、2017 年现金收入比下降，公司应收账款大幅增长，公司应收账款的坏账损失和库存服装跌价损失侵蚀公司利润等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

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

综上，联合评级维持对公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持对“17 凯文 01”债项“AAA”的信用评级。

优势

1. 公司 2017 年上线游戏较多，游戏产品运营情况较好，公司收入和利润规模大幅增长，游戏研发可为游戏业务持续性提供一定支

撑。

2. 公司围绕 IP 资源一体化的泛娱乐经营模式有助于降低公司经营风险，提高盈利能力。公司仍具有较强的 IP 运营能力，IP 储备较为丰富。

3. 公司盈利能力较强，债务负担较轻。

4. 高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足，其所提供的担保对于“17 凯文 01”的信用水平有仍具有显著的提升作用。

关注

1. 网络游戏人口红利期基本结束，市场竞争加剧，大量中小型游戏开发商面临被进一步淘汰的风险，未来行业集中度将逐步提升。公司面临较大的市场风险。

2. 公司版权运营业务销售价格涨幅不及采购价格涨幅，公司版权运营业务毛利率下降，利润空间压缩。

3. 2017 年，公司下半年上线的新游戏尚未到达结算时点，现金收入比下降，公司应收账款大幅增长，收入实现质量有待提高。公司应收账款的坏账损失和库存服装跌价损失对公司利润造成一定影响。

4. 公司在研游戏仍需较大资金投入，公司存在一定的外部融资需求，游戏上线运营效果仍存在一定不确定性。

5. 公司持续收购游戏公司，被收购公司业绩承诺期已结束，公司仍面临承诺期过后经营波动风险和管理团队融合风险。

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

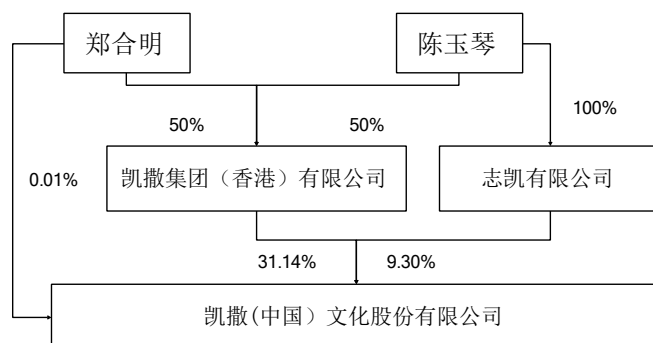

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

2015 年以来公司进行业务转型，由服装制造业务逐渐转型为文化娱乐业，业务转型以兼并收购为实现路径。2015 年 3 月，公司以发行股份及支付现金的方式收购游戏开发公司深圳市酷牛互动科技有限公司（以下简称“酷牛互动”）100%股权，其中发行股份 4,424.78 万股，注册资本增至 43,423.78 万元。2015 年 6 月，公司以自有资金 54,000 万元收购具有 IP 资源的杭州幻文科技有限公司（以下简称“杭州幻文”）100%股权。2016 年 5 月，公司以发行股份及支付现金的方式收购游戏开发公司四川天上友嘉网络科技有限公司（以下简称“天上友嘉”）100%股权，其中发行股份 4,556.25 万股购买天上友嘉 100%股权，发行 3,629.46 万股募集配套资金，发行后注册资本增至 50,859.03 万元。公司拟以优质 IP 资源为核心，通过旗下游戏开发公司实现 IP 资源的商业化，实现公司业务快速转型。2017 年，公司以股本 50,859.03 万股为基准向全体股东按每 10 股转增 6 股，转增后，公司总股本变为 81,374.44 万股。截至 2018 年 3 月底，公司股本为 81,374.44 万股，注册资本为 8.14 亿元，控股股东为凯撒集团（香港）有限公司和志凯有限公司，持股比例分别为 31.14%（其中股权质押比例为 67.36%）和 9.30%（其中股权质押比例为 33.60%），实际控制人为郑合明、陈玉琴夫妇，具体情况如下图所示。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年以来，公司营业范围未发生变化，公司组织结构有所调整，截至 2018 年 3 月底，公司下设人事行政部、法务部、商务部、游戏事业部、动漫事业部、技术开发部、财务部、证券部、品牌运营部（服装）和审计部 10 个部门，合并报表范围包括 23 家子公司，公司员工总数 630 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 45.42 亿元，负债合计 8.91 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）36.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益 36.52 亿元。2017 年，公司实现营业收入 7.04 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.47 亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额46.01亿元，负债合计8.93亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）37.08亿元，其中归属于母公司所有者权益37.09亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入1.45亿元，净利润（含少数股东损益）0.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.58亿元；经营活动产生的现金流量净额为0.47亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62亿元。

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

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2017]612号”文核准，公司可公开发行面值总额不超过5亿元（含5亿元）的公司债券。公司采取分期发行方式，“凯撒(中国)文化股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”已于2017年7月10日发行，发行规模为3.00亿元，期限为3年，附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，并于2017年8月2日上市，债券代码：112540.SZ，债券简称：17凯文01。“17凯文01”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

“17凯文01”实际募集资金净额29,730万元，截至2017年12月31日，偿还公司债务10,000万元，支付股权投资4,200万元，补充流动资金9,469.30万元，支付其他费用0.08万元，累计利息收入67.53万元，尚未使用的募集资金余额6,128.14万元存放于募集资金专户。截至本报告出具日，“17凯文01”尚未到达第一个付息日。

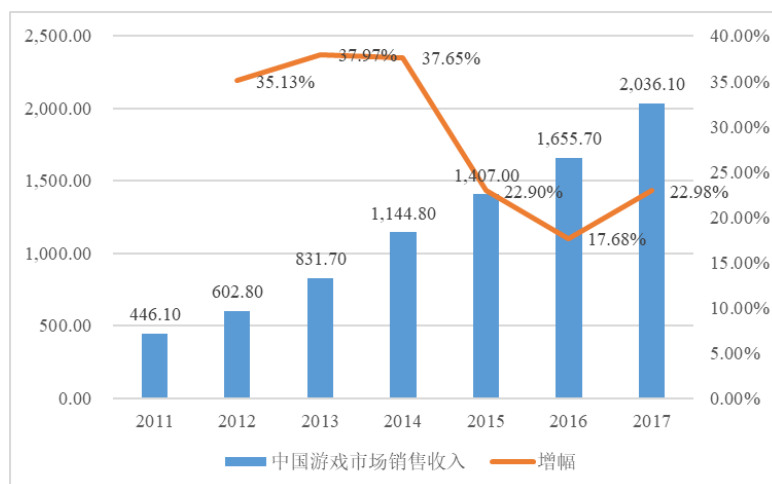
三、行业分析

公司通过持续收购布局互联网泛娱乐业务，收入构成包括网络游戏和IP版权运营，以网络游戏为主，以下主要分析网络游戏行业。

1. 行业概况

2017年游戏市场销售收入为2,036.10亿元，同比增长22.98%，增速高于2016年5.30个百分点，主要系当期客户端游戏大作上市导致市场回温所致，增速与2015基本持平。

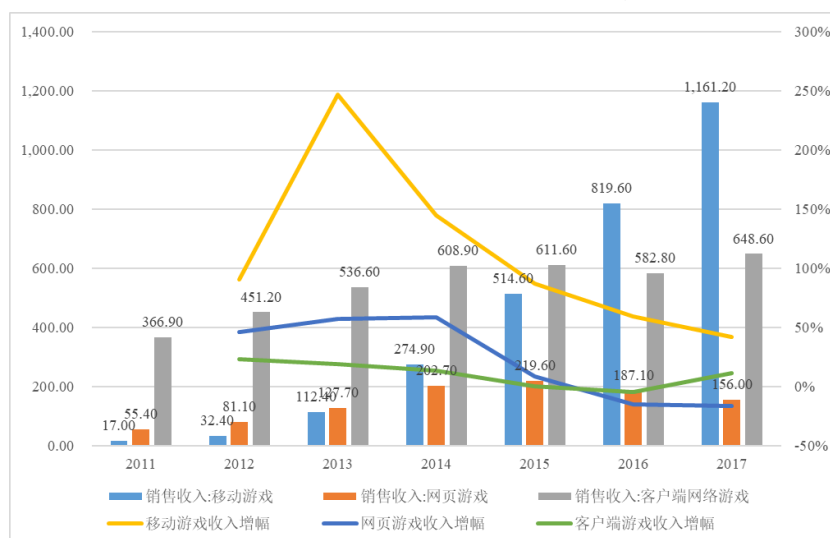
图2 2011~2017年网络游戏市场收入规模（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从游戏市场构成上看，2017 年，移动游戏、客户端游戏和网页游戏分别占当年我国游戏市场收入的 57.00%、31.90%和 7.60%，是我国游戏市场主要构成部分。2011~2017 年，移动游戏市场呈持续增长态势；2017 年移动游戏市场收入为 1,161.20 亿元，增速为 41.68%，增速较 2016 年下降 17.59 个百分点。客户端游戏 2017 年客户端游戏销售收入 648.60 亿元，同比增长 11.29%，主要系 2016 年以来一系列电竞属性高的重度游戏大作上线所致，如守望先锋（2016 年 5 月上线）、CS: GO（国服于 2017 年 4 月上线）和绝地求生（中国区于 2017 年 11 月发布）等游戏上线推动了客户端游戏市场的增长。客户端游戏市场已经发展成为较为专业的游戏细分市场，在中轻度及普通玩家持续向移动平台渗透转移后，客户端游戏市场留存用户的电竞化程度较高。网页游戏保持着增长态势，从 2016 年开始，移动游戏对网页游戏的替代作用逐渐显现，网页游戏销售收入开始下降，2017 年网页游戏销售收入为 156.00 亿元，同比下降 16.62%。

图 3 2011~2017 年游戏行业主要细分市场变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，中国版协游戏工委，联合评级整理

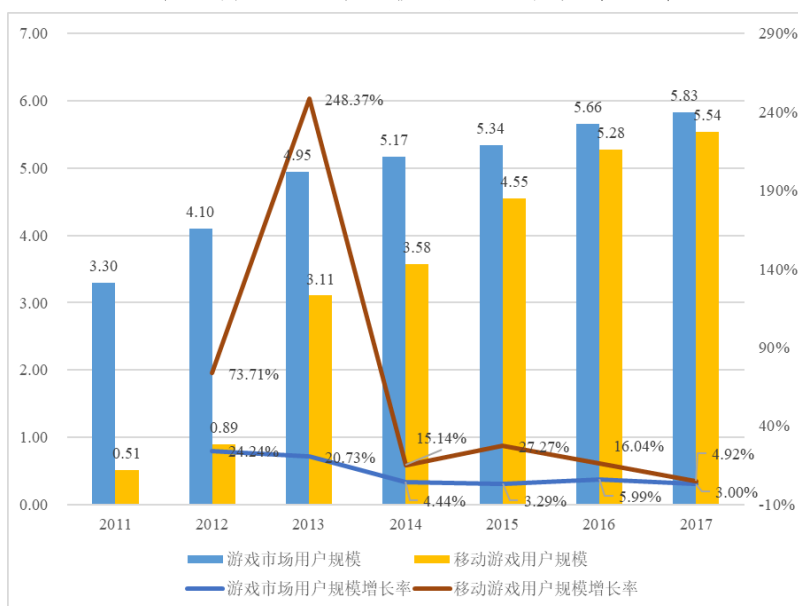
总体看，2017 年移动游戏市场增长但增速继续下降，客户端游戏有所回温；网页游戏市场规模下降。

2. 互联网游戏用户

根据中国互联网络信息中心统计，截至 2017 年底，我国网民数量为 7.72 亿元，较年初增长 5.61%。其中手机网民 7.53 亿人，占总体网民的 97.54%，占比较年初上升了 2.44 个百分点。手机网民对整体网民的覆盖程度已经达到了非常高的水平，手机网民增长带来的移动游戏流量红利期基本完成。

从移动游戏用户和游戏用户总量来看 2017 年游戏用户总量和移动游戏用户数量分别为 5.83 亿人和 5.54 亿人，增长率分别为 3.00%和 4.92%，手游用户对游戏用户的渗透率为 95.03%，移动游戏用户和游戏用户总量基本重叠，游戏用户的移动渗透基本完成。

图 4 2011~2017 年游戏市场整体用户规模及移动游戏用户情况（单位：亿人、%）



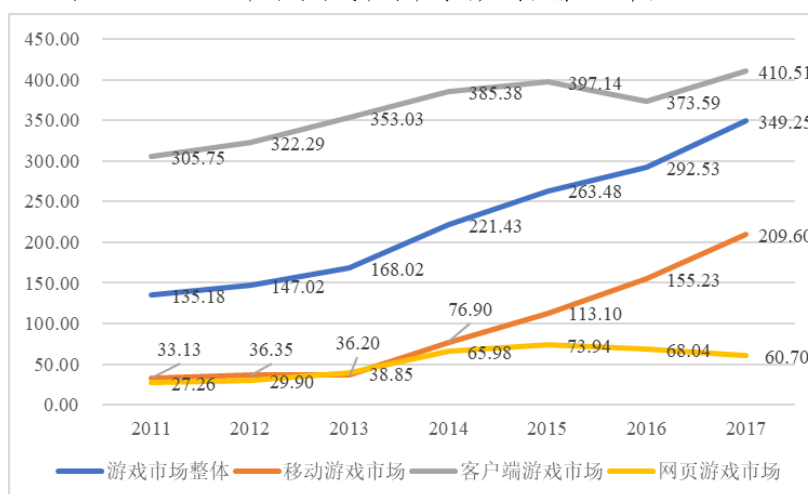
资料来源：Wind 资讯、中国版协游戏工委、中国互联网络信息中心统计，联合评级整理

总体看，移动游戏用户数量大幅增长是近年来推动游戏市场增长的主要因素之一，手机网民、移动游戏用户渗透率已经达到了一个很高的水平，传统游戏领域向移动游戏领域转化的红利期基本结束，流量红利将尽，未来手游用户规模大幅增长的潜力较小。

3. 用户付费倾向

2017 年游戏市场平均用户创收为 349.25 元/人，仍保持持续上升的态势。其中由于中轻度游戏用户向更为便捷的移动游戏领域迁移，网页游戏市场平均用户创收从 2016 年开始呈现下降态势，2017 年为 60.70 元/人。移动游戏平均用户创收 2017 年为 209.60 元/人，持续上升。客户端游戏发展较为成熟，由于更好的游戏体验及偏向重度的属性，平均用户创收水平较高，2017 年客户端游戏平均用户创收上升至 410.51 元/人。在用户数量红利期结束之后，客户端游戏和移动游戏的付费倾向上升可能成为推动游戏市场发展的主要因素之一。

图 5 2011~2017 年国内游戏市场平均用户创收情况（单位：元/人）



资料来源：中国版协游戏工委，联合评级计算整理

注：平均用户创收情况=游戏市场收入/年末游戏用户数量

总体看，推动国内移动游戏高速发展的流量红利期已基本完成，高速增长期过后，国内移动游戏市场将进入沉淀期，玩家对游戏品质的要求将逐步提高。未来移动游戏精品化、游戏付费水平的提高将可能成为推动我国移动游戏市场发展的因素之一。

4. 行业竞争格局

网络游戏行业参与者较多。截至 2016 年底，中国上市游戏企业 158 家，其中 A 股上市游戏企业占 81.61%，港股上市游戏企业占 10.80%，美股上市游戏企业占 7.59%。A 股上市游戏企业占比持续增加，与国内资本市场认可游戏资产价值等因素有关。中国新三板方面，挂牌游戏企业数量为 115 家，主营研发占 17.42%，主营运营占 28.70%，研发与运营均深度涉足的占 47.78%，其他占比 6.10%。除了直接参与游戏运营与研发的企业外，一些专攻游戏产业链上下游的企业也得挂牌新三板，如游戏媒体、游戏营销推广、游戏支付、游戏教育等。

网络游戏行业头部集中。从 2015~2016 年收入前十名游戏公司收入情况看，腾讯游戏和网易游戏二者收入合计占到收入前十名游戏公司合计收入的 75%以上，为第一梯队，其余公司为第二梯队。腾讯游戏具有庞大的用户量，并且利用资本优势，以收购或者合作进一步丰富自己的产品和技术储备；网易游戏深度开发研究梦幻西游、倩女幽魂和大话西游等 IP 价值，并且推动与国外大厂的合作以代理引进优秀游戏产品等。第一梯队内，在体量上腾讯游戏具有压倒性优势。

从细分行业看，移动游戏领域，根据艾瑞咨询数据，腾讯游戏和网易游戏占了市场份额的 55%，但移动游戏短频快的更新换代节奏、成熟的产业分工给了很多中小企业生存空间；网页游戏目前发展到了稳定阶段，较高的推广成本提高了行业准入门槛，市场集中于大中型企业；客户端游戏市场由于发展时间较长，行业成熟度高等特点，导致行业集中度最高，头部企业（TOP5）占据了约 75%的市场份额。

表 1 2015~2016 年收入前十名游戏公司游戏收入及占比情况（单位：亿元、%）

游戏公司	2015 年		游戏公司	2016 年	
	收入	占比		收入	占比
腾讯游戏	565.9	56.72	腾讯游戏	708.4	57.27
网易游戏	182.9	18.33	网易游戏	296.1	23.94
三七互娱	42.1	4.22	三七互娱	45.9	3.71
搜狐畅游	39.5	3.96	完美世界	42.3	3.42
完美世界	37.8	3.79	游族网络	26	2.10
奇虎 360	31.7	3.18	搜狐畅游	25.8	2.09
盛大游戏	29.5	2.96	金山网络	25.7	2.08
百度游戏	24.9	2.50	恺英网络	25.4	2.05
恺英网络	23.3	2.34	巨人网络	21.7	1.75
巨人网络	20.1	2.01	昆仑万维	19.7	1.59

资料来源：艾瑞咨询

总体看，网络游戏行业参与者较多，但行业收入集中于头部，整体行业集中度较高。

5. 行业政策

2015 年 2 月，国家互联网信息办公室发布《互联网用户账号名称管理规定》，规定就账号的名称、头像和简介等内容，对互联网企业、用户的服务和使用行为进行了规范，涉及在博客、微博客、即时通信工具、论坛、贴吧、跟帖评论等互联网信息服务中注册使用的所有账号。账号管

理按照“后台实名、前台自愿”的原则，充分尊重用户选择个性化名称的权利，重点解决前台名称乱象问题。

2016年4月，国家体育总局发布《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，开展电子竞技游戏游艺赛事活动，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动。同年9月，教育部增设电子竞技专业，教育部增设“电子竞技运动与管理”，归属于体育类。电子竞技的社会影响力逐步扩大。

2016年6月，国家广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》，新上线的移动游戏将先审批，后上线；已经批准出版的移动游戏升级作品及新资料片视为新作品，上线时需重新审批。2016年11月，国家广电总局颁布《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”》的政策，将在2016~2020年期间，建立健全扶持游戏精品出版工作机制，累计推出150款左右精品游戏，扩大精品游戏消费，落实鼓励和扶持措施，支持优秀游戏企业做大做强。

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

6. 行业关注

移动游戏产品呈现重度化趋势

国内移动游戏玩家渗透率已达较高水平。玩家对于游戏产品的玩法和品质要求逐渐提高，市场整体产品类型趋于重度化，中重度手游一般生命周期较长，对于发行商的长期和精细运营能力要求较高。

网页游戏与手机游戏生命周期较短，研发风险较高

我国网页游戏与手机游戏生命周期较短，游戏公司需要持续投入大量资金进行新游戏的研发，若开发完成的游戏不被游戏玩家所接受，则游戏公司会面临较大的损失。

移动游戏面临产能过剩与存量竞争的双重压力

近年来资本大潮涌入，带动国内移动游戏的迅速崛起同时也催生大量泡沫。一方面，众多小团队成立，同质化加剧，市场出现产能过剩、供过于求的局面。另一方面，随着新用户增速下降，2017年移动游戏流量红利基本结束，收入向巨头聚集，产品死亡率提升，市场进入存量竞争阶段，用户对游戏品质和内容的要求不断提高，中小公司盈利日益艰难，收入向头部集中，在中国移动游戏市场销售收入中，腾讯、网易两家公司移动游戏收入占比接近七成，其他企业没有一家占比超过5%。

移动游戏监管趋严，市场将进一步集中

2016年6月2日，国家新闻出版广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》（以下简称《通知》），对移动游戏进行前置审批，实行初期会影响游戏上线进度，延长游戏的变现周期，短期内对移动游戏行业有一定影响。

7. 行业发展

移动游戏经历高速增长阶段过后，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏精品化以及付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。

移动游戏经历高速增长阶段过后，市场将逐步进入成熟期，玩家对游戏品质要求将提高，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。我们认为随着近两年用户付费习惯的逐渐养成，精品游戏的不断推出，玩家付费的意愿将增强，未来用户付费的增长将是推动我国游戏市场发展的最重要因素之一。

行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高

近年来，中国网络游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的网络游戏公司。中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将受到较大限制。目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场，专项研发、外包等领域，以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多，网络游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。但中小企业可通过对小众题材的研发，如影游联动、二次元和粉丝向作品，发挥游戏市场长尾效应。

推动国内游戏市场发展的流量红利期基本完成，国内游戏市场集中于头部，海外拓展将是游戏企业未来发展的方向之一。

近十年来中国网络游戏企业在国内市场积累的宝贵的研发和运营经验，企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强，已具备了全球化竞争的实质。同时国内游戏市场竞争日趋激烈，拓展网络游戏出口业务可以使中国网络游戏公司减少区域性经营风险，增强品牌知名度与影响力，分享广阔的海外市场收益。2016 年我国企业自主研发网络游戏海外市场实际销售收入 73.2 亿美元，其中自主研发移动游戏海外市场实际销售收入 46.5 亿美元，同比增长 76.3%，较国内移动游戏行业增速高。预计未来中国网络游戏出口规模将进一步扩大，出口国家将更加多元化，海外市场业务模式将更加丰富。

网络游戏产品向“平台化”发展

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

PC 客户端游戏电竞化

PC 客户端游戏操作复杂性远高于移动游戏，在社交娱乐游戏大幅向移动端转移的同时，PC 客户端游戏将加强其操作性和配合性，加强电子竞技特征。

技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力

4G 技术的普及是推动移动游戏大幅增长的主要因素之一。未来 5G 技术可提供更高速的数据传输能力，人工智能技术为游戏内容提供了新的可能，二者的商用可能为游戏市场发展带来更多可能。

总体看，中国网络游戏市场游戏将不断精品化，用户付费规模的上升将成为推动游戏行业发展的主要因素之一；游戏行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高；海外拓展或将是游戏企业未来发展的方向之一；PC 客户端游戏倾向于电竞化、网络游戏产品向“平台化”发展；技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力。

四、管理分析

2017 年，公司组织架构做了一定调整，截至 2018 年 3 月底，公司下设人事部、法务部、商务部、游戏事业部、动漫事业部、技术开发部、财务部、品牌运营部（服装）、证券部和审计部共 10 个部门。2017 年以来，公司人事发生正常调整；其中，林洪应因个人原因辞去监事会主席职务，辞职后会继续在公司工作，继续担任业务拓展部负责人，并补选吴美虹女士为非职工代表监事候选人。整体看，公司管理团队、公司结构和管理制度稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司于 2015 年开始，通过股权收购的方式逐步增加游戏业务和版权运营业务，2016 年 3 月起停止服装生产，公司对服装业务采取品牌授权经营方式，收取一定品牌费，通过被授权经营单位消化公司服装产品库存。2017 年，公司营业收入 7.04 亿元，同比增长 35.38%，主要系游戏分成收入增长所致；营业利润为 2.01 亿元，同比增长 78.10%；净利润为 2.49 亿元，同比增长 81.92%，增幅高于营业收入系投资收益增加和营业外收入等增加所致；其中归属于母公司所有者的净利润为 2.55 亿元，同比增长 67.42%。

从收入构成看，2017 年，公司游戏分成收入、技术服务收入、版权运营收入和成品服装收入分别占 57.95%、13.81%、14.27%和 11.11%，公司游戏板块的收入包含在游戏分成和技术服务中。游戏分成为公司因游戏上线运营而获得的分成收入（包括公司作为游戏联合运营商获得的分成、IP 版权取得的分成收入、以及公司作为游戏研发商获得的游戏分成），技术服务为公司进行游戏研发而取得的研发收入。2017 年，公司游戏分成收入 4.08 亿元，同比增长 118.00%，主要系公司陆续推出新产品所致；技术服务收入为 0.97 亿元，同比增长 22.36%，系游戏研发业务规模增长所致；版权运营收入 1.00 亿元，同比增长 5.85%，变动较小；成品服装收入 0.78 亿元，同比下降 36.08%，服装去库存持续推进。

从毛利率水平看，2017 年，公司游戏分成毛利率为 71.27%，同比下降 18.88 个百分点；公司游戏业务原先以游戏研发和版权分成为收入主，在游戏上线运营阶段取得相应的游戏分成收入，体现在“游戏分成”的毛利率水平较高；2017 年，伴随《三国志 2017》等游戏产品的上线，公司游戏产业链向下游延伸，逐渐参与游戏联合运营工作，营业成本包含了支付给版权方的游戏分成成本，导致公司游戏分成毛利率水平相应下降。2017 年，公司技术服务毛利率 97.71%，同比上升 1.79 个百分点，略有上升；版权运营毛利率 69.62%，同比下降 18.51 个百分点，主要系版权购入成本增加所致。成品服装销售毛利率 4.51%，同比大幅下降，主要系清理库存，低价销售所致。综上影响，2017 年，公司综合毛利率为 66.57%，较 2016 年下降 2.58 个百分点。

表 2 2016~2017 年公司营业收入情况和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
成品服装	12,237.98	23.54	20.51	7,823.05	11.11	4.51
皮草贸易	1,953.76	3.76	7.41	--	--	--
游戏分成	18,708.84	35.98	90.15	40,786.17	57.95	71.27
数字阅读	12.32	0.02	-663.87	36.18	0.05	50.97
技术服务	7,941.76	15.27	95.92	9,717.87	13.81	97.71
版权运营	9,491.68	18.26	88.13	10,047.00	14.27	69.62
其他	1,646.72	3.17	32.14	1,976.90	2.81	47.13
合计	51,993.06	100.00	69.15	70,387.17	100.00	66.57

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司营业收入 1.45 亿元，同比增长 10.83%，主要系游戏分成收入增加所致。毛利率为 56.63%，较 2017 全年水平（66.57%）进一步下降，系公司作为游戏联合运营的游戏分成业务占比上升，公司毛利率进一步下降所致。

总体看，公司通过收购游戏开发与 IP 运营公司实现业务转型，由服装制造企业转型为泛娱乐经营公司。随着公司转型的逐步深入与收购公司业务快速提高，公司收入和利润均有所增长；公司毛利率水平有所下降。

2. IP 版权运营

公司 IP 运营与主要 IP 采购由全资子公司杭州幻文进行经营，动漫 IP 资源由公司总部进行采购。业绩承诺期后，杭州幻文作为公司的主要 IP 资源库与 IP 资源渠道方。2017 年，公司版权运营收入 1.00 亿元¹，同比增长 5.85%，变动较小；毛利率 69.73%，同比下降 18.69 个百分点，主要系版权购入成本增加所致。

公司 IP 运营业务仍由其子公司杭州幻文经营。从 IP 采购情况看，2017 年公司 IP 采购数量下降至 28 个，系将经营重点转向游戏、影视的合作开发运营业务所致。IP 采购金额为 1.20 亿元，同比下降 44.95%，2015~2017 年，公司 IP 采购均价分别为 70.02 万元/个、426.34 万元/个和 427.49 万元/个，采购成本大幅增长，一方面是版权运营行业成本普遍上涨所致，另一方面，与公司 IP 采购的热门程度和质量提高有关。从 IP 运营情况看，2017 年，公司 IP 授权金收入为 1.00 亿元，同比增长 5.85%；IP 分成收入为 0.33 亿元（进入游戏分成收入），同比增长 4.83 倍。公司大力发展游戏和影视的合作运营业务，IP 版权授权收入以及分成收入大幅增长。公司 IP 版权运营业务的采购和销售成交价格，取决于供需双方的谈判，采购价格涨幅高于销售价格，公司单纯版权交易业务的利润空间有所压缩。目前，公司通过减少授权金的金额，适当扩大后端流水分成，分解公司的经营风险公司。从 2017 年四季度开始通过拓展参与影视投资的形式拓展版权运营的新业务，见下文动漫影视业务分析。

表 3 2016~2017 年公司 IP 版权采购及运营情况（单位：个、万元）

项目	2016 年	2017 年
IP 采购数量	51	28
IP 采购金额	21,743.24	11,969.59
其中：自用 IP 采购金额	16,276.74	6,299.80
IP 授权数量	38	11
取得 IP 授权金收入	9,491.68	10,047.00
取得 IP 分成收入	565.21	3,293.91
数字阅读收入	12.32	36.18

资料来源：公司提供

公司 IP 储备较为丰富，截至 2018 年 3 月底，公司 IP 库中全版权 IP 总数为 29 个，以原始 IP 形态的网络文学和动漫为主，公司主要在手 IP 具体如下表所示，其中 2018 年计划重点运作 IP 项目为 16 个。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司重要在手 IP

序号	版权名称	授权类型	IP 介绍
1	《神州奇侠》	网页、手游	作者温瑞安当代武侠小说名家，与金庸、梁羽生、古龙并称武侠小说四大家。其作品四大名捕系列、神州奇侠系列、七大寇系列、七帮八会九联盟系列、方邪真系列、白衣方振眉系列、说英雄谁是英雄系列、神相李布衣系列，多部被改编为影视，受到广大观众的喜爱。
2	《四大名捕》	游戏等改编权	
3	四大名捕战天王包含《纵横》、《风流》两部	游戏	
4	系列作品包含《温柔一刀》、	游戏	

¹ “IP 分成收入”计入“游戏分成收入”中

	《一怒拔剑》、《惊艳一枪》等 8 部作品		
5	《天火大道》	游戏	作者唐家三少是阅文集团白金作家，网络文学代表人物之一。该作品起点网点击量为 280.51 万总点击。
6	《尘缘》	影视、游戏等	作者烟雨江南是纵横中文网签约作者，中国作家协会会员，号称网络经典创造者。该作品点击过亿，在 17k 小说网有 917.9 万粉丝值，在 2009 年举办的“网络文学十年盘点”荣获十佳优秀作品。
7	《飘渺之旅》	影视、游戏等	该作品被称为网络玄幻中修真类作品的奠基之作，和《诛仙》、《小兵传奇》一起被誉为“网络三大奇书”。
8	《五行天》	影视、游戏等	作者方想是中国网络作家富豪榜当红上榜作家。该作品在起点网点击量为 381.08 万总点击。
9	《中华英雄》	游戏等改编权	作家马荣成香港著名漫画家。该作品。1982 年问世曾创造出十八万的惊人销量，并开创写实型漫画之风。
10	《造化之门》	游戏等改编权	作者鹅是老五老起点中文网签约作家，获得起点大神之光称号。该作品在起点网点击量为 1,345.23 万总点击。
11	《王道剑》	游戏等改编权	作者上官鼎是上世纪 60 年代台湾红极一时的新派武侠小说作家，现为中华文化总会会长。该作品是上官鼎重出江湖的新派武林小说，得到京东网买家好评度 96%，得到卓越网好评度 99.3%。
12	《一剑飞仙》	影视、游戏等	作者流浪的蛤蟆阅文集团大神作家，网络文学知名作家。该作品在起点网的点击量为 438.04 万总点击，获得起点网 2016 年 1 月月票榜第四名。
13	腾讯动漫系列	影视、游戏等	《从前有座灵剑山》、《超游世界》、《东郭小节》、《银之守墓人》、《山河社稷图》、《幻界王》、《妖精种植手册》、《我的天劫女友》、《我的逆天神器》、《降灵记》。
14	《锦绣未央》	游戏	电视剧，目前人气指数第一，电视剧锦绣未央的游戏改编权，原网文小说名为《庶女有毒》，作者秦简。
15	《新葫芦兄弟》	游戏	经典国漫，上海美术电影制片厂拥有原《葫芦兄弟》版权。
16	《焚天倾城决》	影视、游戏	作者流浪的蛤蟆阅文集团大神作家，网络文学知名作家。
17	《真相》	游戏、动漫	年轮映画网剧已立项项目，计划 19 年上映，影游联动项目
18	《源世界之天衍》	游戏、影视	起点中文网白金作家，中国作协会员、最具号召力的网络作家之一，也是最为成功的网络职业作家之一。自 2004 年创作《嬉皮笑脸》以来，跳舞已完成了《恶魔法则》等七部作品，作品网络总点击量超过一亿，作品简繁体出版，多部作品完成网络游戏跨平台改编。
19	龙符	游戏等改编权	作者梦入神机，职业写手，原起点中文网白金作家，现纵横中文网领军作家。2006 年开始网文创作，十年创作九部经典，在其作品首发网站的总点击高达 3.6 亿。
20	玄界之门	游戏等改编权	作者忘语，阅文集团白金作家，《凡人修仙传》一书在业内创造传奇，成为“凡人流”作品开山鼻祖，起点第一部百盟书，起点推荐票总榜第一名（凡人修仙传）、起点收藏总榜第一名（玄界之门）。曾获 2015 中国原创文学风云榜年度人气作家，2016 中国原创文学风云榜男频小说第一名。
21	幽游白书	游戏	《幽游白书》是日本漫画家富坚义博于 1990~1994 年连载于《周刊少年 Jump》的漫画作品，在连载期间与《七龙珠》《灌篮高手》一同并列 1990 年代中《周刊少年 Jump》的三大代表漫画。

资料来源：公司提供。

总体看，公司有良好的 IP 挖掘能力与 IP 运营能力，IP 储备较为丰富，重要在手 IP 质量较高，2017 年公司将经营重点转向游戏、影视的合作开发运营业务，IP 采购规模下降，授权金和分成收入大幅增长，版权采购价格上涨，公司 IP 运营业务毛利率下降。

3. 游戏研发

公司游戏研发由子公司酷牛互动和天上友嘉进行，酷牛互动擅长卡牌与 MMORPG（大型多人在线角色扮演）手游研发，天上友嘉擅长 3D 卡牌和 SLG（策略游戏）手游的研发。

2017 年，公司新增研发游戏 11 个，较 2016 年增加 1 个；完成游戏研发 6 个，与 2016 年持平，截至 2017 年底，公司在研游戏为 13 个。2018 年一季度，公司新增研发游戏 4 个，截至 2018

年3月底，公司在研游戏17个。

表5 2016~2018年3月公司游戏研发情况（单位：个）

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
新增研发游戏	10	11	4
本年（季）度完成研发游戏	6	6	0
期末在研游戏	8	13	17

资料来源：公司提供。

截至2018年3月底，公司在研游戏17款，均为移动游戏，以重度游戏为主。公司在研游戏以MMORPG、MMO和SLG类型游戏为主，公司在研游戏呈中重度化态势，中重度游戏具有较好的付费率、生命周期较长、ARPU值较高的特点，有利于公司未来游戏收入持续提高。公司在研中，14款计划于2018年发布上线，可为公司游戏业务收入和利润提供一定支撑，但游戏运营效果仍存在一定不确定性。截至2018年3月底，公司在研游戏预计未来尚需投入1.05亿元，公司面临一定开发资金压力。

表6 截至2018年3月底公司在研游戏（单位：万元）

项目	游戏终端	游戏类型	计划上线时间	研发阶段	预计未来投入金额
游戏1	手机	卡牌RPG	2018年	产品测试调优	120
游戏2	手机	卡牌	2018年	产品测试调优	400
游戏3	手机	MMO	2018年	游戏研发	400
游戏4	手机	MMO	2018年	游戏研发	1,000
游戏5	手机	MMO	2018年	游戏研发	300
游戏6	手机	MMO	2018年	游戏研发	2,200
游戏7	手机	TPS	2018年	游戏研发	--
游戏8	手机	MMORPG	2019年	游戏研发	--
游戏9	手机	MMORPG	2019年	DEMO评审	800
游戏10	手机	回合RPG	2018年	DEMO评审	2,500
游戏11	手机	2DMMORPG	2018年	DEMO评审	280
游戏12	手机	Fps	2018年	DEMO评审	500
游戏13	手机	H5	2018年	游戏研发	300
游戏14	手机	SLG	2019年	DEMO评审	570.9
游戏15	手机	SLG	2018年	DEMO评审	581.4
游戏16	手机	SLG	2018年	DEMO评审	406.6
游戏17	手机	卡牌	2018年	游戏研发	133
合计	--	--	--	--	10,491.90

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，公司游戏研发稳定推进，在研游戏较多，其中预计2018年上线游戏数量较多，对公司收入和现金流起到一定支撑作用。公司游戏研发仍存在较大的资金需求，公司存在一定融资需求，且游戏运营效果仍存在一定不确定性。

4. 游戏运营

2017年，公司收入前五位游戏分别《三国志2017》、《圣斗士星矢：重生》、《热血大唐》、《轩辕剑3手游版》和《众神征战》，与2016年前五位无重合，这与网络游戏特别是移动游戏生命周

期较短相关。2017 年前五名游戏收入共占 58.58%，集中度变动不大，其中《三国志 2017》单款游戏收入占到了 40.32%，于 2017 年 8 月底上线，首月流水超 1 亿，最高达到 App Store 畅销榜第五，其运营仍具有持续性。

表 7 2016~2017 年公司前五位游戏收入情况（单位：万元、%）

主要游戏	2016 年		主要游戏	2017 年	
	收入	占比		收入	占比
少年四大名捕	3,336.83	12.52	三国志 2017	20,364.33	40.32
圣斗士星矢：重生	3,073.89	11.53	圣斗士星矢：重生	4,058.19	8.04
新仙剑奇侠传 3D	2,660.89	9.98	热血大唐	1,980.77	3.92
紫青双剑	2,540.57	9.53	轩辕剑 3 手游版	1,636.70	3.24
古惑仔	2,221.06	8.33	众神征战	1,543.04	3.06
合计	13,833.24	51.89	合计	29,583.03	58.58

资料来源：公司提供、联合评级整理。

注：占比为占游戏板块收入的比重

从游戏运营情况看，游戏产品生命周期较短。2017 年，对公司收入贡献较大的游戏《三国志 2017》、《圣斗士星矢：重生》、《热血大唐》和《轩辕剑 3 手游版》，其中 3 款为 2017 年新上线游戏。以下主要分析对公司收入贡献较大的 4 款游戏。截至 2017 年底，以上四款游戏玩家总数分别达到了 548.55 万人、639.19 万人、196.37 万人和 223.65 万人，其中《圣斗士星矢：重生》2017 年玩家总人数有所增长。从月均活跃率看，以上那四款游戏 2017 年月均活跃率分别为 47.22%、4.14%、34.57%和 24.46%，其中《圣斗士星矢：重生》为 2016 年 4 月上线游戏，2017 年玩家总数上升但活跃率下降。从付费率情况看，以上四款游戏 2017 年月均付费率分别为 14.74%、11.04%、6.56%和 8.37%，《三国志 2017》付费率水平较高，《圣斗士星矢：重生》付费率水平有所提高。从付费水平看，以上四款游戏 2017 年月均 ARPPU 分别为 559.33 元、794.36 元、277.42 元和 543.47 元，付费水平较高，《圣斗士星矢：重生》留存忠诚玩家，付费程度提高。以上四款游戏 2017 年分别产生了 3.28 亿元、2.41 亿元、0.48 亿元和 0.94 亿元的充值流水，其中 2016 年上线的《圣斗士星矢：重生》2017 年的充值金额较上年有所下降，但处在较高的水平。《三国志 2017》于 2017 年 8 月上线运营，虽然游戏充值金额较大，但很大比例的充值流水尚未到达下游结算时点。

表 8 2016~2017 年公司主要游戏运营情况（单位：人、%、元、万元）

项目	上线时间	年度	游戏总玩家数量	月均活跃率	月均付费率	月均 ARPPU 值	本期游戏充值金额
轩辕剑 3 手游版	2017 年 2 月	2016 年	--	--	--	--	--
		2017 年	2,236,498	24.46	8.37	543.47	9,360.33
三国志 2017	2017 年 8 月	2016 年	--	--	--	--	--
		2017 年	5,485,524	47.22	14.74	559.33	32,795.51
圣斗士星矢：重生	2016 年 4 月	2016 年	4,824,171	34.42	9.60	560.71	27,924.77
		2017 年	6,391,892	4.14	11.04	794.36	24,081.09
紫青双剑	2016 年 10 月	2016 年	1,182,109	53.82	7.35	729.07	6,070.51
		2017 年	1,386,291	2.04	15.21	267.58	1,111.31
热血大唐	2017 年 3 月	2016 年	--	--	--	--	--
		2017 年	1,963,716	34.57	6.56	277.42	4,784.32

新仙剑奇侠传 3D	2015 年 5 月	2016 年	13,644,705	2.31	7.33	787.90	19,705.47
		2017 年	14,113,594	0.81	7.83	674.68	6,805.14

资料来源：公司提供、联合评级整理。

注：月均活跃率=月均活跃玩家人数/游戏玩家总人数，月均付费率=月均付费玩家人数/月均活跃玩家人数，月均 ARPPU 值为付费用户 ARPU 值。

从发行和渠道集中度看，2017 年酷牛互动和天上友嘉的前五名发行或渠道商销售占比分别为 85.31%和 76.61%，集中度仍较高，这与游戏行业结构有关。

表 9 2017 年酷牛互动和天上友嘉前五位销售情况（单位：万元、%）

酷牛互动		天上友嘉	
客户	占比	客户	占比
深圳市椰子互娱网络科技有限公司	62.05	上海天戏互娱科技股份有限公司	21.47
广州小朋网络科技有限公司	8.69	苹果公司	19.22
北京瓦力网络科技有限公司	5.63	成都卓星科技有限公司	13.77
淮安有米信息科技有限公司	4.68	上海纵游网络科技有限公司； DeNAHONGKONGLIMITED	11.58
火烈鸟网络（广州）股份有限公司	4.25	华为软件技术有限公司	10.58
合计	85.31	合计	76.61

资料来源：公司提供、联合评级整理。

注：占比为占各自销售收入的比重。

总体看，由于手游类游戏生命周期较短，公司前五位游戏收入变化较大，2017 年公司推出游戏经营情况较好，公司游戏业务下游集中度仍较高。

5. 动漫、影视业务

公司纯粹版权交易额业务利润空间压缩，公司在版权交易业务的基础上拓展影视投资业务。公司动漫、影视业务以参与投资为主，部分项目公司参与制作。目前公司参与动漫、影视作品 10 部，其中电视剧 6 部，网络剧 3 部，动画番剧 1 部，如下表所示。其中，《化龙记》为公司与腾讯共同投资，公司承担全部制作工作；其他项目公司为参与投资的形式进行。公司筹备影视作品计划投资总额为 1.68 亿元，尚需投资 1.38 亿元，预计产生收入 2.64 亿元。若相关作品按计划上映并产生预期收入，将对公司利润形成有效补充，但公司筹备的动漫、影视作品尚需投资金额较大，公司存在资金压力。

表 10 公司筹备动漫、影视作品情况（单位：万元）

项目名称	预计上映时间	计划投资总额	已投金额	尚需投资金额	预计产生收入
剧集 1	2018 年	2,640	90	2,550	8,000
剧集 2	2020 年	3,000	--	3,000	3,900
剧集 3	2019 年	1,000	--	1,000	1,300
剧集 4	2020 年	3,000	--	3,000	3,900
剧集 5	2020 年	1,920	1,920	--	2,496
剧集 6	2021 年	1,500	--	1,500	1,950
剧集 7	2121 年	1,500	--	1,500	1,950
剧集 8	2018 年	150	150	--	195
剧集 9	2019 年	1,597.95	800	797.95	2,077.33
剧集 10	2021 年	500	0	500	650
合计	--	16,807.95	2,960.00	13,847.95	26,418.33

资料来源：公司提供、联合评级整理。

6. 服装业处置情况

公司于 2016 年 3 月起停止服装生产，委托相关服装销售机构对库存服装采取品牌授权经营方式进行销售。品牌授权费方面，2016 年 4 月至 2017 年 3 月，800 万；2017 年 4 月至 2018 年 3 月，900 万；2018 年 4 月至 2019 年 3 月，1,000 万。2017 年，公司成品服装收入 0.78 亿元，同比下降 36.08%，服装去库存持续推进，毛利率为 4.51%，同比大幅下降。公司服装库存处置期间较长且处置服装都在 2015 年初之前生产，未来公司服装的销售价格很可能大幅低于生产成本。

总体看，公司服装业库存处置持续推进，因低价处理，利润空间大幅压缩。公司服装库存生产是时期较早，处置销售存在一定亏损风险。

7. 股权收购业绩承诺完成情况

天上友嘉

天上友嘉原股东承诺天上友嘉 2015~2017 年扣除非经常性损益后的归属于母公司年分别不低于 8,550.00 万元、11,460.00 万元和 14,330.00 万元，实际完成金额分别为 10,209.99 万元、11,638.60 万元和 14,376.32 万元，业绩承诺均完成。

酷牛互动

酷牛互动原股东承诺酷牛互动 2014~2017 年扣除非经常性损益后的归属于母公司年分别不低于 6,000.00 万元、7,500.00 万元、9,375.00 万元和 11,575.00 万元，实际完成金额分别为 6,072.40 万元、7,581.81 万元、9,437.76 万元和 11,703.45 万元，业绩承诺均完成。

杭州幻文

杭州幻文原股东承诺杭州幻文 2015~2017 年扣除非经常性损益后的归属于母公司年分别不低于 4,000.00 万元、5,000.00 万元和 6,250.00 万元，实际完成金额分别为 4,967.04 万元、5,209.11 万元和 6,262.10 万元，业绩承诺均完成。

总体看，近年来公司重大的股权收购的业绩承诺完成情况较好，联合评级会持续关注业绩承诺期过后被收购企业的经营状况。

8. 经营关注

移动游戏市场进入稳健增长的换挡期，市场竞争加剧，公司市场竞争压力增大

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

公司 IP 采购价格快速增长，上游成本投入增加，运营风险有所增大

IP 立体化开发的热潮提高了 IP 市场价格，近年来公司 IP 平均采购成本呈快速增长态势，公司 IP 版权运营业务毛利率下降。IP 版权价格的上升，对公司的 IP 质量鉴别能力和成本控制能力提出较高要求，公司运营风险有所加大。

公司游戏研发和动漫影视作品的投入金额较大，公司面临一定融资压力，游戏上线运营效果仍存在一定不确定性。

截至 2018 年 3 月底，公司在研游戏 17 款，尚需投入 1.05 亿元；参与投资的影视作品 10 部，尚需投入 1.38 亿元，公司面临一定融资压力，游戏上线运营效果仍存在一定不确定性。

被收购企业经营情况波动和管理团队融合风险

公司通过收购其他游戏公司进入泛娱乐领域，酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉分别于

2015~2016 年上半年收购进入公司合并范围，酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉均完成了业绩承诺，发展形势良好，但是公司仍面临承诺期过后的经营波动风险和管理团队融合风险。

库存服装跌价风险

公司从 2016 年起，停止服装生产，处在库存清理阶段，公司服装的销售价格很可能大幅低于生产成本，公司服装库存清理存在销售亏损风险和库存跌价风险。

9. 未来发展

公司以IP为核心布局互联网泛娱乐产业，打造互联网泛娱乐产业运营商。公司将通过泛娱乐产业链投资和泛娱乐业务运营水平的持续提升，同时不断引进和培养优秀的泛娱乐人才，快速增强公司在游戏、动漫、影视等泛娱乐业务的竞争优势，特别是增强原创内容制造方面的优势。

IP版权运营方面，2018年公司将继续加强与国内外IP源头公司合作，争取更好的商务条件获取更多全球顶级IP，持续丰富公司优质IP储备，以满足公司未来更多泛娱乐业务的IP需求。

游戏方面，2018年，公司将重点推进《妖精的尾巴》、《幽游白书》、《从前有座灵剑山》、《玄界之门》等多款角色扮演游戏的研发运营，为公司新增利润。同时，《三国志2017》、《圣斗士星矢：重生》等老产品继续精细化稳定运营，《银之守墓人》、《妖精种植手册》、《锦绣未央》等中度游戏也将陆续上线。

总体看，公司未来发展战略符合公司所在行业和公司业务发展的特点。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度合并财务报表经过瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计；2018 年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部 2014 年修订的新版企业会计准则。2017 年度合并财务报表按照《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第 16 号—政府补助（2017 年修订）》编制。

2017 年公司新设立 2 家子公司，处置 2 家子公司，2018 年一季度，公司不再纳入合并范围子公司 1 家，截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内子公司 23 家。合并范围变动不大，财务数据对比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额为45.42亿元，负债合计8.91亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）36.50亿元，其中归属于母公司所有者权益36.52亿元。2017年，公司实现营业收入7.04亿元，净利润（含少数股东损益）2.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.55亿元；经营活动产生的现金流量净额1.99亿元，现金及现金等价物净增加额0.47亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额46.01亿元，负债合计8.93亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）37.08亿元，其中归属于母公司所有者权益37.09亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入1.45亿元，净利润（含少数股东损益）0.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.58亿元；经营活动产生的现金流量净额为0.47亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 45.42 亿元，较年初增长 7.91%，变动不大，其中流动资产和非流动资产分别占 22.29%和 77.71%，仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 10.12 亿元，较年初增长 9.58%，主要系应收账款增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 26.24%）、应收款项（占 39.55%）、预付款项（占 7.46%）、存货（占 12.22%）和其他流动资产（占 12.67%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 2.66 亿元，较年初增长 21.24%，主要系业务增长以及借款所致。公司货币资金主要由银行存款构成（占 99.96%），无受限货币资金。截至 2017 年底，公司应收账款 4.00 亿元，较年初增长 112.21%，主要系游戏业务收入增长，2017 年下半年公司新上线游戏收入占比较大而尚未到达下游游戏渠道商结算周期所致。公司应收账款主要根据信用风险特征组合计提坏账准备（占 98.84%）。从账龄结构看，公司应收账款 1 年内部分占 94.56%，账龄较短。公司应收账款累计计提坏账准备 0.32 亿元，计提比例为 7.45%。从集中度看，前五名应收账款共占 45.42%，集中度较高。公司应收账款账龄较短，但规模较大且较为集中，因计提坏账准备带来的坏账损失对公司利润有一定影响。截至 2017 年底，公司预付款项为 0.75 亿元，较年初增长 40.06%，主要系业务增长预付游戏分成款增加所致。从账龄看，1 年内部分占 87.46%。从集中度看，前五名共占 57.57%，集中度较高。公司预付款项规模不大，账龄较短，但集中度较高。公司存货主要为原有服装业务的服装等，截至 2017 年底，公司库存中服装库存商品占 95.80%，影视作品占 2.15%，截至 2017 年底，公司存货为 1.24 亿元，较年初下降 48.62%，主要系公司清理服装业务库存所致。截至 2017 年底，公司存货累计计提跌价准备 0.52 亿元，主要针对服装库存商品计提；截至 2017 年底，公司影视作品账面余额为 582.40 万元，计提跌价准备 315.99 万元，计提比例较高；应关注库存服装的跌价风险。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 1.28 亿元，较年初下降 39.92%。主要系年末未赎回的理财产品规模减小所致。公司其他流动资产中，理财产品占 89.67%，其余为增值税留抵税额等。出于资金成本考虑，公司购买理财产品，主要为保本浮动收益型，以短期为主，大致分布在 3 个月~7 个月之间，年化收益率分布在 3~4%之间。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 35.29 亿元，较年初增长 7.44%，主要为可供出售金融资产增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.47%）、投资性房地产（占 7.60%）、无形资产（占 7.66%）和商誉（占 63.33%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 4.75 亿元，较年初增长 37.43%，主要系公司布局泛娱乐产业服务所投资的公司增长所致。公司可供出售金融资产均按照成本计量，截至 2017 年底主要为天津市滨联小额贷款有限责任公司（0.30 亿元，持股比例 10.00%）、深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙）（1.40 亿元，出资比例为 61.16%）、北京天锋网络科技有限公司（0.30 亿元，持股比例 9.90%）、上海乐树网络科技有限公司（0.34 亿元，持股比例 15.84%）等。公司可供出售权益工具未计提减值准备。公司投资性房地产为房屋建筑物，按照成本计量，截至 2017 年底公司投资性房地产 2.68 亿元，较年初下降 9.74%，主要系计提折旧所致。截至 2017 年底，公司无形资产 2.70 亿元，较年初增长 1.75%，主要为著作权增长所致，主要由著作权（占 96.83%）构成，公司无形资产已累计摊销 39.73%。截至 2017 年底，公司商誉较年初无变化，为 22.35 亿元；截至 2017 年底，公司商誉由酷牛互动（6.65 亿元）、幻文科技（4.67 亿元）和天上友嘉（11.03 亿元）构成，深圳鹏信资产评估土地房地产估价有限公司出具了鹏信资评报字[2018]第 047 号、鹏信资评报字[2018]第 048 号和鹏信资评报字[2018]第 049 号收购股权形成的商誉的减值测试项目资产评估报告，经测试，以上商誉未发生减值。公司溢价收购规模较大，形成大规模商誉，被收购企业业绩承诺均已完成，业绩承诺期过后若被收购企业经营出现异常，公司仍将面临商誉减值风险。

截至 2017 年底，公司受限资产 0.50 亿元，为用于借款抵押的投资性房地产 0.39 亿元和用于质押的可供出售金融资产 0.11 亿元。公司资产受限规模小。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 46.01 亿元，较年初微增 1.31%，变动较小，其中流动资产和非流动资产分别占 22.22%和 77.78%，资产结构较年初变动小。

总体看，公司资产规模有所增长，其中应收账款规模较大，形成一定资金占用；存货中服装库存存在跌价风险；资产中商誉占比大，应持续关注被收购企业运营情况，若经营出现异常，公司将面临商誉减值风险。公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计 8.91 亿元，较年初增长 19.03%，公司负债增长主要系发行公司债券所致。截至 2017 年底，公司负债中流动负债占 64.47%，非流动负债占 35.53%，流动负债占比下降。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债 5.74 亿元，较年初下降 10.82%，主要系其他应付款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 35.69%）、应付账款（占 20.49%）、应付职工薪酬（占 5.04%）和其他应付款（占 33.83%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 2.05 亿元，较年初增长 83.69%，公司短期融资规模增长。公司短期借款主要为抵押借款（占 9.76%）和信用借款（占 90.24%）。截至 2017 年底，公司应付账款为 1.18 亿元，较年初增长 25.79%，系业务规模增长所致。截至 2017 年底，公司应付职工薪酬为 0.29 亿元，较年初增长 63.86%，主要系游戏等业务规模增长所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 1.94 亿元，较年初减少 51.72%，系支付股权转让金所致。公司其他应付款主要由股权转让金（占 94.63%）构成。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债为 3.17 亿元，较年初增长 203.08%，主要系公司发行公司债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 4.84%）和应付债券（占 94.08%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 0.15 亿元，较年初下降 84.68%，公司因本期发行债券筹资，长期借款融资规模下降。截至 2017 年底，公司应付债券 2.98 亿元，系本期公司发行“17 凯文 01”所致，发行金额为 3.00 亿元，利率为 6.00%，债券期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

截至 2017 年底，公司全部债务 5.18 亿元，较年初增长 144.88%，主要系公司发行公司债所致，其中短期债务和长期债务分别占 39.56%和 60.44%。从债务指标看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率上升，2017 年底分别为 19.62%、12.43%和 7.90%。公司债务水平低，债务负担轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 8.93 亿元，较年初微增 0.26%，变动小，其中流动负债和非流动负债分别占 64.89%和 35.11%，负债结构变动小。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 4.93 亿元，较年初下降 4.79%，系短期借款偿付所致；截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 19.42%、11.74%和 7.73%，较年初均略有下降。

总体看，2017 年公司发行公司债券，公司债务规模增长，债务指标升高，但债务水平仍低，债务负担较轻；公司债务期限分布集中，具有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 36.50 亿元，较年初增长 5.50%，系利润积累和股本增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 100.04%，少数股东权益为负主要系部分子公司所有者权益为负所致²。归属于母公司所有者权益中，股本占 22.28%、资本公积占 58.71%，未分配利润占 17.37%。截至 2017 年底，公司股本 8.14 亿元，较年初增长 60.00%，资本公积 21.44 亿元，较年初下降 12.46%，主要系资本公积转增股本所致。截至 2017 年底，公司未分配利润 6.34 亿元，较年初增长 52.90%，主要系利润积累所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 37.08 亿元，较年初增长 1.56%，变动不大，其中归属于母公司所有者权益占 100.03%，所有者权益结构变动小。

总体看，公司所有者权益主要由股本和资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 7.04 亿元，同比增长 35.38%，主要系游戏业务的增长推动所致。2017 年公司营业成本 2.35 亿元，同比增长 46.66%，增幅高于营业收入。2017 年，公司营业利润 2.01 亿元，同比增长 78.10%，净利润 2.49 亿元³，同比增长 81.92%，增幅高于营业收入系投资收益增加和营业外收入等增加所致；其中归属于母公司所有者净利润 2.55 亿元，同比增长 67.42%。

从期间费用看，公司 2017 年费用总额 2.41 亿元，同比增长 37.63%，系游戏业务规模增长所致，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占 25.93%、65.08%和 8.99%。2017 年公司销售费用和管理费用分别为 0.62 亿元和 1.57 亿元，分别同比增长 52.45%和 20.85%，主要系游戏业务增长且公司更多的承担了游戏联合发行商的角色所致，公司销售费用和研发投入增长。2017 年，公司财务费用 0.22 亿元，同比增长 399.29%，系融资规模增长所致。2017 年，公司费用收入比为 34.18%，上升 0.56 个百分点，变化不大，公司期间费用控制能力一般。

2017 年，公司资产减值损失 0.48 亿元，较上年下降 25.42%，主要来自应收账款坏账准备计提和库存服装的跌价损失，合计占营业利润的 24.10%，仍侵蚀公司利润。2017 年，公司投资收益 0.13 亿元，占营业利润的 6.48%；营业外收入 0.15 亿元，占利润总额 7.19%，对公司利润有所补充。

从盈利能力指标来看，公司 2017 年营业利润率为 65.75%、同比下降 2.69 个百分点，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.94%、5.41%和 7.01%，分别同比上升 3.05 个百分点、2.51 个百分点和 3.16 个百分点。公司盈利能力有所提升。

2018 年 1~3 月，公司营业收入 1.45 亿元，同比增长 10.83%；营业利润 0.61 亿元，同比增长 53.79%，主要系公司当期增加投资收益 0.38 亿元所致；净利润 0.58 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.58 亿元。

总体看，公司 2017 年游戏业务增长，带动公司收入和利润规模增长，公司盈利能力提升，资产减值损失对公司利润造成一定影响。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 5.69 亿元，同比下降 12.35%，主要系《三国志 2017》等游戏于 2017 年下半年上线运营，尚未到达结算时点所致；现金流出 3.70 亿元，同比

² 其中深圳凯撒文化创业投资企业（有限合伙）系非公司制企业，少数股东权益作为负债列示；香港幻文科技有限公司、重庆幻文文化传媒有限公司和成都浩游网络科技有限公司，以上三家子公司 2017 年底所有者权为负，分别为-122.01 万元、-77.74 万元和 139.38 万元。

³ 2017 年公司所得税费用为负，系递延所得税费用影响所致。

增长 23.89%，业务规模扩大，现金流出增长。2017 年，公司经营活动现金流量金额为 1.99 亿元，同比减少 43.18%。2017 年，公司现金收入比 76.95%，同比大幅下降 39.02 个百分点，下降幅度较大，主要系公司于 2017 年下半年上线的新游戏尚未到达结算时点所致。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入 1.51 亿元，同比增长 33.86%，主要系收回理财产品投资收到现金增长所致。投资活动现金流出 5.66 亿元，同比大幅下降 44.19%，主要系 2016 年公司因收购支付的现金较多，基数较大所致。2017 年公司投资活动现金流量净额为-4.15 亿元，仍为净流出，但净流出金额有所减少。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入 5.23 亿元，同比减少 36.70%，主要系 2016 年公司收购天上友嘉发行股票并募集配套资金而吸收投资收到现金规模较大，基数较大所致。2017 年，公司筹资活动现金流出 2.60 亿元，同比增长 110.07%，主要系当期支付到期债务金额较大所致。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 2.63 亿元，同比下降 62.52%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.47 亿元，投资活动现金流量净额为-0.82 亿元，筹资活动现金流量净额为-0.27 亿元。

总体看，公司 2017 年游戏业务增长，但现金收入比大幅下降，经营活动现金流量净额下降；投资活动仍表现为现金净流出；公司经营活动现金流不能够覆盖投资活动现金流出，公司存在外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017 年，公司流动比率分别为 1.43 倍和 1.76 倍，速动比率分别为 1.06 倍和 1.55 倍，2017 年均有所上升，系业务增长以及应付股权收购款支付所致。经营现金流动负债比率分别为 54.47%和 34.71%，公司经营现金对流动负债的保障程度有所下降，现金短期债务比分别为 1.96 倍和 1.30 倍，2017 年有所下降，主要系公司 2017 年大幅增长的 game 业务部分产品尚未回款所致。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，公司 2016~2017 年 EBITDA 分别为 2.17 亿元和 3.61 亿元，2017 年同比增长 65.99%，主要系业务增长所致。2017 年公司 EBITDA 中，折旧、摊销、计入财务费用利息支出和利润总额分别占 3.48%、30.94%、6.29%和 59.30%，本期无形资产摊销规模较大。2016~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 30.97 倍和 15.91 倍；EBITDA 全部债务比分别为 1.03 倍和 0.70 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力和对利息保障能力较强，整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保情况。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁。

截至 2018 年 3 月底，公司所获得的银行授信额度总额为 4.53 亿元，尚未使用额度 1.82 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 18 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司通过收购酷牛互动、杭州幻文和天上友嘉三家互联网公司，逐渐形成以 IP 为核心，以游戏为主要业务的互联网娱乐生态，2017 年主营业务收入的大幅增长；公司 2017 年业务回款能力下降，但现金类资产较为充裕，短期支付能力仍较强；EBITDA 对全部债务的保障能力和对利息的保障能力较强，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）2.38 亿元，约为“17 凯文 01”债券本金（3.00 亿元）的 0.79 倍，公司现金类资产对公司债券的覆盖程度一般；净资产 37.08 亿元，约为“17 凯文 01”债券本金（3.00 亿元）12.36 倍，公司净资产对“17 凯文 01”的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 3.61 亿元，约为“17 凯文 01”债券本金（3.00 亿元）的 1.20 倍，公司 EBITDA 对“17 凯文 01”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动现金流入 5.69 亿元，约为“17 凯文 01”债券本金（3.00 亿元）的 1.90 倍，经营活动现金流量净额为 1.99 亿元，约为“17 凯文 01”债券本金（3.00 亿元）的 0.66 倍，公司经营活动现金对本次债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司 2017 年上线游戏产品较多，业务规模增长，在研游戏持续上线推出贡献收入，以及公司在经营模式、游戏研发能力、IP 运营能力、IP 资源储备及盈利能力方面具有优势，联合评级认为，公司对“17 凯文 01”的偿还能力很强。

八、担保方实力

高新投为“17 凯文 01”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保人信用分析

（1）高新投概况

高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2017 年末股本增至 72.77 亿元；深圳投控持有公司 41.80% 股权，为公司控股股东，深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有高新投 68.11% 的股权，为高新投实际控制人。

高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至 2017 年末，高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 7 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务的经营管理工作。

截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，其中货币资金 30.14 亿元，发放贷款及垫款净额 90.73 亿元；负债总额 22.73 亿元，其中专项应付款 9.60 亿元，担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 3.55 亿元；所有者权益 111.96 亿元；担保责任余额 1,011.05 亿元。2017 年，高新投实现营业总收入 15.05 亿元，其中担保业务收入 7.28 亿元；净利润 8.35 亿元。

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

刘苏华。

（2）高新投公司治理与内部控制

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

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

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

高新投监事会由 3 人组成，2 名为股东监事，另 1 名为职工监事。高新投监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

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

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、战略和企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、董事会办公室等 9 个职能部门。截至 2017 年末，高新投通过其子公司深圳市高新投担保有限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处，并通过 7 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款及典当业务。

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

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

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

（3）高新投经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企

业提供融资担保服务。高新投通过 7 家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

担保业务发展情况

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

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模整体呈较快增长趋势；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模下降较为明显。截至 2017 年末，高新投担保责任余额为 1,011.05 亿元，较上年末减少 15.82%。

表 11 2015~2017 年高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期担保发生额	554.21	997.39	506.13
期末担保责任余额	658.78	1201.05	1011.05
其中：融资性担保	257.26	784.35	625.01
间接融资担保	52.42	57.26	59.49
直接融资担保	204.84	727.09	565.52
非融资性担保	370.91	385.44	352.90
再担保	30.61	31.27	33.15

资料来源：高新投提供。

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家银行建立合作关系，获得授信额度 700 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升，2017 年科技型企业新增担保额占比达 70%。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2017 年末，高新投间接融资担保责任余额 59.49 亿元，较上年末增长 3.89%，占担保责任余额的比重为 5.88%。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，其中公募基金担保金额占保本基金担保总金额的比重达到 80%。目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为 2~3 年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间

就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行人以上市公司为主，发行金额多集中在 2.00~3.50 亿元，期限多为 3+2 或 2+1 年，发行主体的信用评级为 A+到 AA+，反担保措施多为上市公司实际控制人或法人个人保证和抵质押。

自 2015 年起，高新投重点开展债券担保和保本基金担保等直接融资担保业务，其中保本基金担保业务发展较快，2017 年 2 月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消，受此影响，公司调整金融产品担保业务结构，不再新增保本基金担保业务，存续的保本基金到期后退出，业务重心重新向债券担保业务逐步转移。截至 2017 年末，高新投直接融资担保责任余额 565.52 亿元，较上年末减少 22.22%，占期末总担保责任余额的 55.93%。其中，保本基金担保责任余额 394.77 亿元，较上年末减少 43.00%；债券担保责任余额 170.75 亿元，较上年末增长 348.00%，大幅增长。

目前公司的债券担保业务主要由本部金融产品事业部负责，根据 2017 年 10 月 1 日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券担保业务纳入融资担保范围，从事债券担保业务需要获得融资担保牌照，而目前高新投本部未有担保牌照。根据 2018 年 3 月 6 日深圳市人民政府金融发展办公室下发的深府金函[2018]154 号《关于高新投集团有限公司金融产品增信业务整改期事宜的复函》要求，高新投需要在 2018 年 9 月 30 日前完成整改工作，以达到《融资担保公司监督管理条例》规定的要求，逾期仍不符合规定条件的，不得开展债券担保增信业务；高新投相关整改工作的进程需持续关注。

（3）非融资性担保业务

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

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至 2017 年末，高新投非融资担保责任余额 352.90 亿元，较上年末减少 8.44%，占总担保责任余额的 34.90%；其中工程保证担保责任余额 335.02 亿元，诉讼保全担保责任余额 17.88 亿元。

总体看，高新投担保业务发展较快，其担保品种集中度较高，主要以直接融资担保和工程保证担保为主。

创投业务

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

近年来，高新投创投坚持“投保联动”和独立拓展项目渠道的双轮驱动策略，参与了三家新三板挂牌公司的定增业务，协助六家已投资企业挂牌新三板。2017 年，高新投共计完成决策投资项

目 23 个，投资金额 1.06 亿元。

总体看，高新投对创投业务较为重视，高新投内担保业务资源丰富有助于创投业务资源拓展，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等，公司同时为上述业务的关联方提供委托贷款业务，风险有所加大，截至 2017 年末，债券担保业务与债券担保客户的关联方委托贷款合计金额 57.00 亿元，占期末净资产的 42.32%，占比较高，一旦担保客户及其关联方同时发生信用风险，高新投将面临一定的代偿风险。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内；近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2017 年末委托贷款净额 82.34 亿元，其中包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元。截至 2017 年末，高新投委托贷款余额 82.94 亿元，委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2017 年末，高新投小额贷款余额 6.84 亿元，较上年末增长 53.36%；不良贷款率 0.13%。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2017 年，高新投典当发放金额 24.65 亿元，实现典当业务收入 0.42 亿元。

总体看，高新投其他业务板块经营情况良好，对高新投内部资源共享及收入增加起到积极作用；值得注意的是，近年来高新投委托贷款发展较快，业务规模明显增长，考虑公司同时为部分债券担保客户的关联方提供委托贷款服务，风险有所加大，高新投将调整该业务模式，探索新的业务模式，在新规要求下的 III 类资产委托贷款规模将有所下降，业务结构需调整，相关风险有待观察。

（4）高新投风险管理分析

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

业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成，采取项目经理准备金制度，针对不同的级别的项目经理每年提取一定的准备金，直到达到该级别项目经理的累计准备提取上线；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告，承担代偿金额 80%的风险责任，B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20%的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。创业投资业务较为特殊，实行项目小组制：

项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。

创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投公司董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投公司董事会讨论，并由深圳投资控股公司做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20% 以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审委员会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总经理办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策委员会主任由高新投总经理兼任，集团副总经理均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策委员会主任对所有项目具有一票否决权。保证担保业务方面，决策通过担保客户企业资质而定，担保客户企业为施工总承包一级或特级的常规工程，项目金额 5,000 万元以上需由决策委员会进行表决；对于非最高资质的担保客户，项目金额 3,000 万元以上需上决策会进行表决，上述两类保证担保项目如超过董事会授权金额，则需通过董事会进行表决。

项目后期监管、代偿及追偿处置

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

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

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

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投所担保项目中约有 40% 的担保项目有抵质押等反担保情况，抵质押率一般在 40% 左右。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

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

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

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

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿及违约风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

担保业务组合风险分析

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至 2017 年末，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 59.49 亿元、352.90 亿元和 565.52 亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

客户集中度

截至 2017 年末，高新投前十大担保客户均来自于直接融资担保业务中的保本基金，担保责任余额合计 237.45 亿元，与高新投净资产的比率为 212.08%；单一最大担保客户担保责任余额为 33.96 亿元，与净资产的比率为 30.33%；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 41.99%。截至 2017 年末，高新投债券担保前十大客户担保责任余额占该类业务期末担保责任余额的 43.51%，存在一定的客户集中度，单一最大担保客户担保责任余额为 10.00 亿元，与净资产的比率为 8.93%。

表 12 截至 2017 年末高新投债券担保前十大客户情况（单位：亿元，%）

序号	客户名称	担保责任余额	占期末债券担保责任余额的比重
1	中国宝安集团股份有限公司	10.00	5.86
2	长园集团股份有限公司	10.00	5.86

3	北京光线传媒股份有限公司	10.00	5.86
4	大族控股集团有限公司	10.00	5.86
5	汉柏科技有限公司	6.00	3.51
6	欣旺达电子股份有限公司	6.00	3.51
7	深圳市欧菲投资控股有限公司	6.00	3.51
8	广州市香雪制药股份有限公司	6.00	3.51
9	江西正邦科技股份有限公司	5.30	3.10
10	湖北华昌达智能装备股份有限公司	5.00	2.93
合计		74.30	43.51

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

截至 2017 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 28.76 亿元和 5.00 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 8.15%和 8.41%，占比较低，有效分散了代偿风险。

此外，近年来，高新投针对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，存在一定的客户集中风险。截至 2017 年末，高新投在开展此类业务模式下的项目金额约为净资产规模的 50%。

整体来看，高新投在主营业务的经营上，金融产品的担保增信业务发展较快，所涉及的风险敞口有所加大，客户集中风险高；在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力明显上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

行业及区域集中度

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

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构，重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。高新投在保企业中科技型企业的占比较高，截至 2017 年末，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略。截至 2017 年末，高新投融资担保业务责任余额为 625.01 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 67.41%。总体看，高新投融资担保业务前五大行业占比整体有所下降，但行业集中度仍较高。

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 7 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 2.22 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

担保代偿情况及代偿风险

近年来，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，高新投 2015 年和 2016 年担保代偿规模呈现上升趋势，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，在 2015 年和 2016 年出现大规模代偿后，高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的

供货类保函业务，以控制代偿风险，因此 2017 年高新投代偿规模明显下降。2015~2017 年，高新投当期代偿金额分别为 0.91 亿元、0.86 亿元和 0.04 亿元，当期担保代偿率分别为 0.24%、0.26% 和 0.01%，代偿项目主要来自间接融资担保业务。截至 2017 年末，高新投累计代偿金额为 2.72 亿元，累计担保代偿率为 0.08%。整体看，高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予公司 2.00% 的风险补偿。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。截至 2017 年末，高新投累计回收代偿金额 1.09 亿元，累计代偿回收率为 39.93%。

代偿风险方面，其中，高新投对华昌达智能装备集团股份有限公司（下称“华昌达”）的债券担保和相关委托贷款规模分别为 5.00 亿元和 4.00 亿元；对汉柏科技有限公司（下称“汉柏科技”）的债券担保和相关委托贷款规模分别为 6.00 亿元和 2.60 亿元；高新投针对上述企业的相关债券均提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，采取的反担保措施主要为个人保证和股票质押。目前，华昌达和汉柏科技相关委托贷款出现信用风险，所涉及的债券（17 华昌 01、17 汉柏 S1、17 汉柏 S2）目前尚能按时付息，高新投正与各类相关机构积极协调化解相关风险。

整体看，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模呈现上升趋势，2017 年代偿有所下降。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，与债券担保在客户选择上有重合，相关的风险敞口大，客户集中风险高，高新投的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了无保留意见的审计报告。截至 2017 年末，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。截至 2017 年末，高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年末增长 70.69%，其中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势。截至 2017 年末，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年末增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备余额 3.01 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 15.63%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，均为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年，高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。截至 2017 年末，高新投资产负债率为 16.88%，实际的债务负担较轻。

总体看，随着新股东的引入及增资扩股方案的实施，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，资产负债率较低，整体财务杠杆水平不高。

资产质量

近年来，高新投资产规模有所波动，但整体呈快速增长趋势。2016 年以来随着高新投委托贷

款业务规模的扩大，货币资金规模有所下滑，资产规模略有减少；2017 年随着增资扩股资金到位，高新投资资产规模增长明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年末，高新投资资产总额 134.70 亿元，较上年末增长 70.53%，主要是发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资资产主要由货币资金（占比 33.37%和 67.36%）以及发放贷款和垫款构成。

近年来，高新投投资资产总体规模不大。截至 2017 年末，高新投投资资产余额 7.86 亿元，占资产总额的 5.83%；其中，可供出售金融资产余额为 7.54 亿元，均为权益投资；其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长，2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显，其中委托贷款规模增幅较大。截至 2017 年末，高新投发放贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年末增长 58.83%，占资产总额的 67.36%；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元；其余主要为发放的小额贷款，已计提减值准备 0.54 亿元，计提比例为 0.68%，计提充分，截至 2017 年末高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年末，高新投委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。截至 2017 年末，公司货币资金 30.14 亿元，较上年末增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2017 年末，高新投其他类资产余额 5.97 亿元，占资产总额的 4.43%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产余额分别为 2.15 亿元、1.63 亿元和 1.15 亿元。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；自有资金委托贷款规模较大，面临一定的信用风险和市场风险。此外，高新投委托贷款占资产总额的比重高，近年来信用风险事件频发，需对其存续委托贷款业务项目保持持续关注。

盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2017 年实现营业总收入 15.05 亿元，同比增长 36.75%，高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入。近年来，随着担保业务规模的扩大，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2017 年，高新投实现担保业务收入 7.28 亿元，占营业总收入的 48.38%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 45.71%和 36.02%。高新投担保费率水平近年来基本保持稳定，目前针对保本基金的担保费率为 0.20%左右，针对债券的担保费率约为 0.50%~2.00%，间接融资担保的担保费率约为 2.00%~2.50%，非融资担保的担保费率约为 1.12%~1.56%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2017 年高新投实现资金管理业务收入 5.32 亿元，占营业总收入的 35.32%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 77.33%。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势。2017 年，高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2017 年，高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.77%，考虑年底增资 40 亿元及年终分红 3.14 亿元因素影响后的加权平均收益率 12.24%，平均

资产收益率 9.61%，平均净资产收益率较上年上升 1.30 个百分点，平均净资产收益率较上年上升 0.80 个百分点，仍处于较好水平。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，由于注册资本的持续增长，盈利水平有所下降，未来随着高新投委托贷款与担保。

资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额变化所致，2015~2017 年，高新投经营活动现金流量净额分别为-15.39 亿元、-6.16 亿元和-21.72 亿元，2017 年现金流出规模较大；2015~2017 年，高新投投资活动现金流量净额分别为 1.42 亿元、0.57 亿元和-0.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致；2015~2017 年，高新投筹资活动现金流量净额分别为 23.41 亿元、-4.77 亿元和 41.75 亿元，高新投筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资扩股收到的募集资金。总体看，高新投现金对股东资金注入依赖度较高，2017 年以来现金流较宽松。

近年来，高新投担保业务快速增长，担保责任余额整体大幅提升，但随着 2017 年以来，高新投增资扩股，净资产规模有较大增幅，净资产担保倍数有所下降，2017 年末净资产担保倍数为 9.03 倍。2018 年，随着《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台，高新投拟在 2018 年 9 月 30 日前完成对高新投融资担保的增资工作，并将金融产品担保业务下沉到该子公司开展，高新投本部将不再开展担保业务，未来将通过业务调整努力在过渡期内达到监管要求。

总体看，近年来信用风险事件频发，高新投所从事的债券担保业务发展较快，所担保债券存在一定的信用风险，将加大其代偿风险，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，债券担保项目风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

2. 担保效果评价

截至 2017 年底财务数据测算，高新投资产总额 134.70 亿元；净资产达 111.96 亿元，对“17 凯文 01”（3.00 亿元）的保障程度高，其担保对“17 凯文 01”的信用水平有仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

2017 年，凯撒文化作为以 IP 版权运营和移动游戏为主的泛娱乐公司，移动游戏分成收入增长，公司净利润增长，被收购公司业绩均达预期；公司 IP 库储备较为丰富，IP 运营能力仍较强，公司整体盈利能力较强，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到移动游戏市场竞争加剧、公司版权运营业务毛利率下降、在研游戏项目和动漫影视作品投资资金需求仍较大，在研游戏上线运营效果仍存在一定不确定性、2017 年现金收入比下降，公司应收账款大幅增长，公司应收账款的坏账损失和库存服装跌价损失侵蚀公司利润等因素对公司信用水平带来的不利影响。

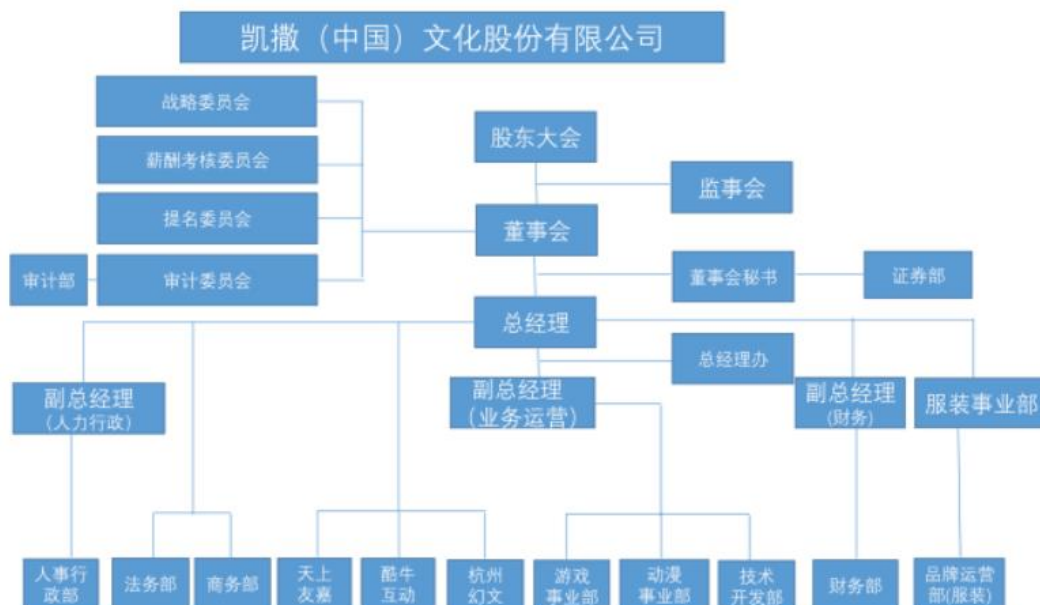
未来，随着公司在研游戏上线运用，IP 版权运营业务稳步发展，以及拟筹备影视/动漫作品陆续推出，公司经营状况有望保持良好。

“17 凯文 01”由高新投提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。高新投为深圳市人民政府出资组建的国有控股公司，现已形成了担保业务、创投业务、小额贷款等全链条的金融服务产业，

近年来股东对高新投支持力度较大，高新投资本较充足。高新投的担保对“17 凯文 01”债券信用水平的提升仍起到了显著的积极作用。

综上，联合评级维持对公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持对“17凯文01”债项“AAA”的信用评级。

附件 1 凯撒（中国）文化股份有限公司组织结构图



附件 2 凯撒（中国）文化股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	42.09	45.42	46.01
所有者权益（亿元）	34.60	36.50	37.08
短期债务（亿元）	1.12	2.05	1.83
长期债务（亿元）	1.00	3.13	3.10
全部债务（亿元）	2.12	5.18	4.93
营业收入（亿元）	5.20	7.04	1.45
净利润（亿元）	1.37	2.49	0.58
EBITDA（亿元）	2.17	3.61	--
经营性净现金流（亿元）	3.51	1.99	0.47
应收账款周转次数（次）	2.43	2.21	--
存货周转次数（次）	0.49	1.00	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.16	--
现金收入比（%）	115.97	76.95	118.78
总资本收益率（%）	3.88	6.94	--
总资产报酬率（%）	2.90	5.41	--
净资产收益率（%）	3.85	7.01	--
营业利润率（%）	68.44	65.75	55.88
费用收入比（%）	33.63	34.18	41.73
资产负债率（%）	17.79	19.62	19.42
全部债务资本化比率（%）	5.76	12.43	11.74
长期债务资本化比率（%）	2.81	7.90	7.73
EBITDA 利息倍数（倍）	30.97	15.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.03	0.70	--
流动比率（倍）	1.43	1.76	1.76
速动比率（倍）	1.06	1.55	1.56
现金短期债务比（倍）	1.96	1.30	1.30
经营现金流动负债比率（%）	54.47	34.71	8.11
EBITDA/待偿本金额合计（倍）	0.72	1.20	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金额合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 深圳市高新投集团有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70
所有者权益（亿元）	65.59	111.96
担保责任余额（亿元）	1,201.05	1,011.05
净资产担保倍数（倍）	18.31	9.03
当期担保代偿率（%）	0.26	0.01
当期代偿回收率（%）	41.55	960.21
营业总收入（亿元）	11.01	15.05
净利润（亿元）	7.09	8.35
平均资产收益率（%）	8.80	7.81
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 深圳市高新投集团有限公司有关计算指标的计算公式

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

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。