

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)2017 年跟踪信用评级报告



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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。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证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 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【2017】跟踪第
【139】号 02

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2022 年
01 月 29 日

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

分析师

姓名：
刘玮 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@pyrating.cn

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

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）2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 25 日	2017 年 01 月 11 日

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”）及其 2017 年 1 月 29 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到资产重组及收购进一步完善公司产业链，公司在研游戏若成功发行且得到市场认可将为游戏业务持续性提供保障，公司营业收入、利润快速提高；同时我们也关注到，公司网页游戏收入规模下降，业务扩张带来管理风险，未来行业政策对公司经营稳定性产生的不利影响，商誉减值以及或将面临一定资金压力等风险因素。

正面：

- 资产重组及收购增强了公司资本实力并进一步完善公司产业链。2016 年和 2017 年公司先后收购了深圳市一花科技有限公司（以下简称“一花科技”）、嘉兴乐玩网络科技有限公司（以下简称“乐玩网络”），丰富了公司游戏产品类别；2017 年公司通过发行股份及支付现金方式收购北京幻想悦游网络科技有限公司（以下简称“幻想悦游”）及北京合润德堂文化传媒股份有限公司（以下简称“合润传媒”），增强了公司资本实力并促进了公司在游戏研发、发行、渠道产业链上下游以游戏为核心拓展广告、影视等业务的大娱乐战略部署。
- 公司在研游戏产品若成功上线并得到市场认可可为游戏业务持续经营提供一定保障。目前公司在研游戏 7 款，均计划于 2017 年上线，若在研游戏产品未来成功发行且得到市场认可，将为公司游戏业务的可持续性发展提供较好的保障

- **公司营业收入、利润快速提高，经营性现金流表现稳健。**随着公司合并范围扩大，2016 年公司实现营业收入 167,486.06 万元，同比增长 78.02%，同期公司营业利润、利润总额和经营活动现金净流入分别增长 53.13%、57.60% 和 57.02%。

关注：

- **公司网页游戏收入大幅下降且主要在研游戏均为手机游戏，未来网页游戏业务收入的持续性尚待观察。**公司目前线上网页游戏上线时间均较长，流水和活跃用户均有所下降，2016 年公司网页游戏实现收入 10,714.53 万元，同比下降 50.37%。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。
- **公司持续扩大业务规模，未来或存在一定经营及管理风险。**公司合并范围不断扩大，若管理能力无法满足业务发展需求，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力。同时幻想悦游存在游戏行业增速放缓、游戏海外发行竞争加剧以及移动精准广告对算法依赖等经营风险；合润传媒存在广告市场竞争加剧、影视剧投资制作项目收视率不确定等风险。
- **公司业务主要为互联网业务，目前监管措施尚不完善，未来需关注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；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；同时“爱思助手”开发与运营依靠苹果公司 iOS 平台却未获得授权，且与苹果 App Store 存在竞争关系，存在被认定为侵权的风险。
- **公司商誉规模很大，Avazu Inc.（以下简称“Avazu”）和上海麦橙网络科技有限公司（以下简称“上海麦橙”）2016 年未达到业绩承诺已造成公司商誉减值，若被收购公司后续经营不力，商誉存进一步减值可能。**跟踪期内公司完成对幻想悦游、合润传媒、一花科技等公司收购，溢价购买导致公司商誉规模进一步扩大，2017 年 3 月末公司商誉规模为 850,714.87 万元，占资产总额的 66.72%，由于 Avazu 和上海麦橙未达到 2016 年业绩承诺，2016 年公司对 Avazu 和上海麦橙合计计提商誉减值准备 1,364.96 万元，若被收购公司未来经营不善会造成公司商誉进一步减值。
- **公司待支付收购款规模较大，或将面临一定资金压力。**公司以总对价 341,651.71 万元购买幻想悦游 93.5417% 的股份，以总对价 74,200.00 万元购买合润传媒 96.36%

的股权，其中公司以现金支付 207,000.87 万元，公司拟通过非公开发行股票方式募集资金，但相关事项尚未完成，本次支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，若未来股份发行不能成功，公司需通过其他途径筹集资金，从而给公司带来一定资金压力。

主要财务指标：

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,274,960.01	739,026.02	730,584.49	74,416.17
归属于母公司所有者权益（万元）	581,292.72	571,018.88	497,354.57	66,210.65
有息债务（万元）	110,130.06	16,092.14	31,780.00	-
资产负债率	53.08%	22.75%	31.99%	10.90%
流动比率	0.49	1.23	1.44	6.16
营业收入（万元）	63,963.32	167,486.06	94,084.76	47,554.12
营业利润（万元）	28,228.87	56,186.99	36,692.87	25,552.89
利润总额（万元）	28,031.25	56,884.08	36,093.56	25,553.07
综合毛利率	61.92%	59.28%	68.69%	82.32%
总资产回报率	-	8.03%	10.33%	29.82%
EBITDA（万元）	-	60,769.01	42,237.27	26,046.03
EBITDA 利息保障倍数	-	28.93	7.73	-
经营活动现金流净额（万元）	11,935.77	50,216.17	31,981.55	13,024.76

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

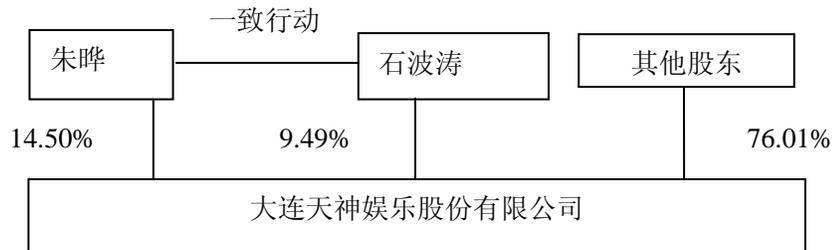
一、本期债券募集资金情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]2573号文核准，公司发行面值不超过18亿元的公司债券，其中公司于2017年1月19日面向合格投资者公开发行公司债券17天神01，募集资金10亿元，票面年利率为7.79%。本期债券募集资金用途为调整公司债务结构和补充流动资金。

二、发行主体概况

2016年12月，公司收到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王玉辉等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可（2016）3080号），核准公司以341,651.71万元购买北京幻想悦游网络科技有限公司（以下简称“幻想悦游”）93.5417%的股份，其中股份对价170,525.87万元，以总对价74,200.00万元购买北京合润德堂文化传媒股份有限公司（以下简称“合润传媒”）96.36%的股权，其中股份对价38,324.96万元，本次收购公司共计发行股份2,956.97万股，新增股份于2017年4月18日上市，截至2017年4月30日，公司总股本为32,165.62万股，朱晔、石波涛共同持有公司23.99%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，截至2017年4月末公司股权结构图如下所示。

图1 截至2017年4月末公司股东及持股比例情况



资料来源：公司提供

公司营业收入主要来自于网络游戏、移动互联网广告和互联网分发平台等业务，随着公司完成对合润传媒的收购，公司新增影视业务。2016年以来，公司新纳入合并范围一级子公司5家，分别为新设立的晗明投资、掌正科技和通过收购合并的幻想悦游、合润传媒和乐玩科技，截至2017年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共计11家。

表1 截至2017年3月31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有限公司	乾坤翰海	1,000.00	80.00%	20.00%	投资管理、投资咨询、项目投资、资产管理
上海晗明投资中心（有限合伙）	晗明投资	10.00	80.00%	20.00%	实业投资、商品信息咨询
上海掌正网络科技有限公司	掌正科技	200.00	100.00%	-	网络技术
北京幻想悦游网络科技有限公司	幻想悦游	120.00	93.54%	-	游戏发行及互联网广告
北京合润德堂文化传媒有限责任公司	合润传媒	6,000.00	96.36%	-	影视文化作品整合
嘉兴乐玩网络科技有限公司	乐玩网络	1,000.00	42.00%	-	计算机软、硬件开发

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为73.90亿元，归属于母公司所有者权益为57.10亿元，资产负债率为22.75%；2016年度，公司实现营业收入16.75亿元，利润总额5.69亿元，经营活动现金净流入5.02亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为127.50亿元，归属于母公司所有者权益为58.13亿元，资产负债率为53.08%；2017年1-3月，公司实现营业收入6.40亿元，利润总额2.80亿元，经营活动现金净流入1.19亿元。

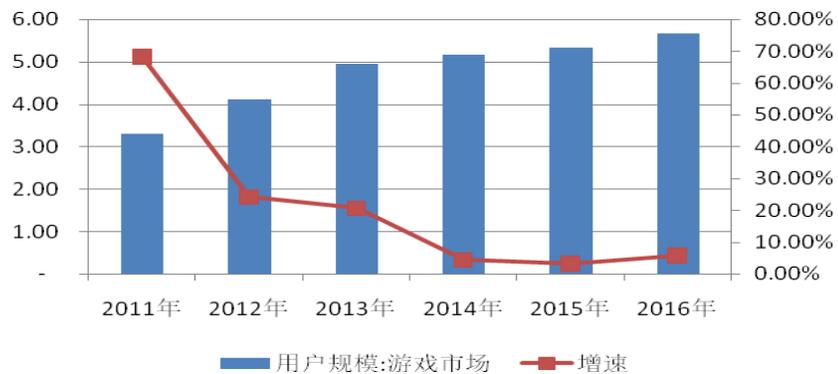
三、运营环境

我国游戏产业市场销售收入持续增长，移动游戏仍保持较快发展，但给网页游戏带来的冲击更加明显，整体来看，游戏行业进入高速成长后的消化期

为规范网络出版服务秩序，加强网络出版内容监管，促进网络出版服务健康有序发展，2016年2月，国家新闻出版广电总局、工业和信息化部联合发布《网络出版服务管理规定》，强调游戏是网络出版物，明确管理职责，同时强化事中事后监管要求，推进游戏行业规范有序运行。同时，管理部门、行业协会通过多项措施提升移动游戏审批效率，例如中国音像与数字出版协会下发《移动游戏内容规范（2016年版）》，为各级管理部门和移动游戏企业及相关从业人员提供具体、可操作的移动游戏内容标准细则，为解决移动游戏数量大、周期短、审批压力大的问题，开发并运营“移动游戏快捷申报系统”等，受益于此，移动

游戏审批效率大幅提升，其中2016年四季度审批通过国产游戏2,535款，而2015年四季度仅审批通过128款。

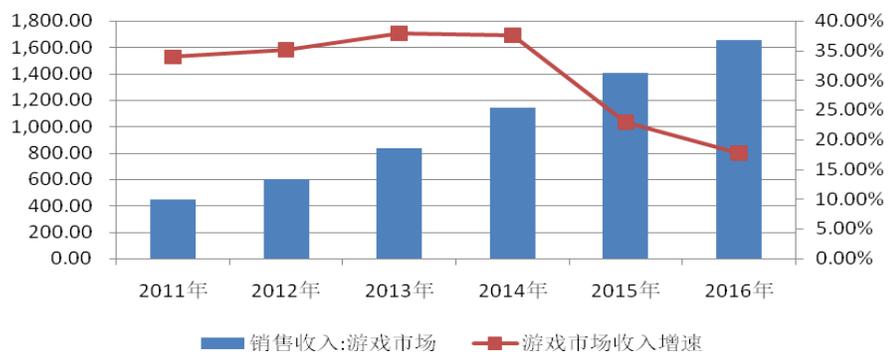
图2 近年来中国网络游戏用户规模及增速（单位：亿人）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

网络游戏行业经历数年高速发展后，市场逐渐趋于饱和，截至2016年末，游戏用户规模为5.66亿人，同比小幅增长5.99%，2016年，中国游戏市场实际销售收入达到1,665.70亿元，同比增长17.68%，增速较2015年下降5.22个百分点。

图3 近年来中国游戏市场销售收入及增速（单位：亿元）

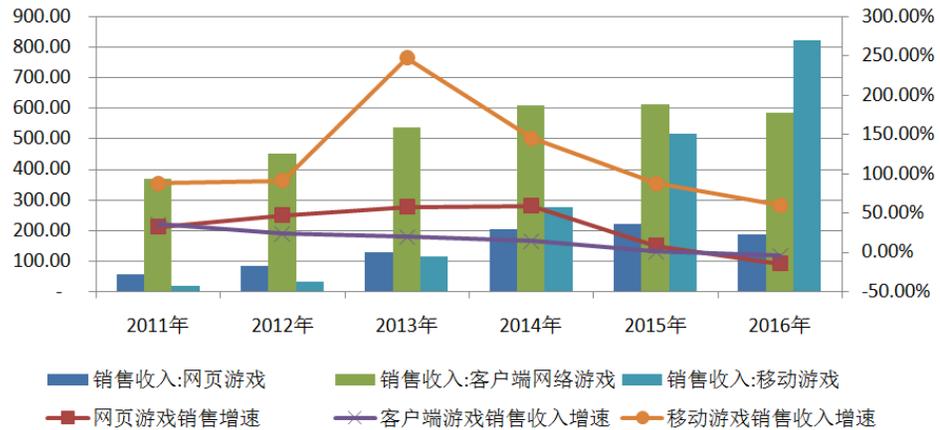


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

分类型来看，游戏收入主要来自移动游戏、客户端游戏和网页游戏，三者分别占2016年游戏总收入的49.20%、34.99%和11.23%。随着移动设备普及度不断提高，移动手游因其便捷性受到广大用户欢迎，2016年移动游戏继续保持高速增长，实现销售收入819.60亿元，同比增长59.27%，但经历前几年高速发展后，增速大幅放缓，与2013-2015年相比分别下降187.64个百分点、85.30个百分点和27.93个百分点。移动游戏快速发展给网页游戏和客户端网络游戏带来一定冲击，2016年我国网页游戏实现销售

187.10亿元，同比下降14.80%，为近年首次出现负增长。

图4 近年来中国各类型游戏销售收入及增速（单位：亿元）

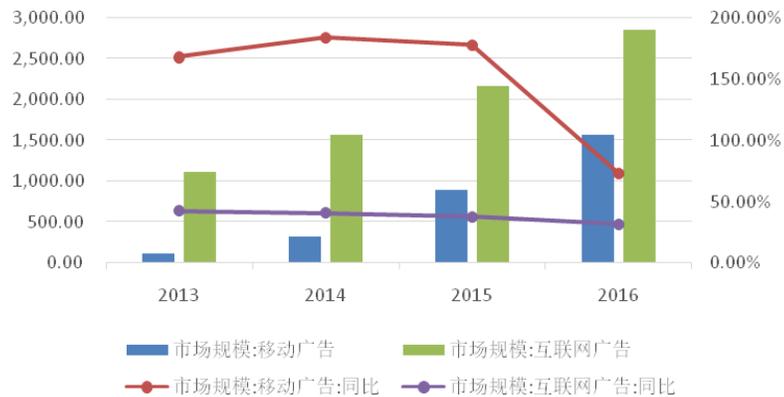


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

网络广告尤其移动广告保持快速发展，《互联网广告管理暂行办法》的出台，进一步严格广告管理，市场秩序渐趋规范

随着我国互联网的快速发展，依托于不断进步的互联网技术，我国网络广告行业依然保持快速发展，2016年我国网络广告市场规模达到2,902.7亿元，同比增长32.9%，增速与2016年相比下降3.1个百分点，但仍保持高速发展。受益于移动互联网的高速发展和移动设备使用方便等优势，为移动广告的发展提供了巨大空间，根据Wind资讯，2016年移动广告市场规模达到1,565.50亿元，同比增长73.70%，发展势头仍旧强劲，移动广告整体市场增速远高于网络广告市场增速。

图5 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：Wind 资讯，鹏元整理

继2015年4月颁布新《广告法》后，工商总局于2016年7月发布出台《互联网广告管理

暂行办法》，规定了互联网广告应当具有可识别性，显著标明“广告”，使消费者能够辨明其为广告；互联网广告的广告主需对广告内容的真实性负责以及互联网广告程序化购买经营模式中各方参与主体的义务与责任等内容，强化了互联网广告的监察和管理措施，持续从严的政策治理将促进互联网广告市场秩序日趋规范。

四、经营与竞争

公司于2015年先后完成两次重大资产重组，并于2016年收购一花科技，得益于合并范围的扩大，2016年公司实现营业收入167,486.06万元，同比增长78.02%。2016年公司综合毛利率为59.28%，同比下降9.41个百分点，主要系互联网广告投放业务行业竞争加剧，该项业务2016年毛利率水平同比下降10.15个百分点所致。2017年公司先后完成对幻想悦游和合润传媒的收购，幻想悦游主要业务为游戏海外发行和运营及移动广告投放，合润传媒主要业务为电视剧、综艺节目等植入推广以及影视剧制作等。

表 2 2015-2017 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率		金额	毛利率	金额	毛利率
游戏收入	18,721.66	92.02%	网页游戏	10,714.53	84.26%	21,589.69	82.57%
			移动游戏	38,770.60	92.50%	13,514.69	94.10%
			技术及咨询服务	2,043.80	0.78%	823.73	9.76%
平台收入	27,337.72	56.51%	平台收入	55,456.90	64.60%	45,239.74	63.51%
移动互联网	15,358.18	37.82%	移动互联网	60,500.23	30.68%	12,916.92	40.83%
影视收入	2,545.75	44.04%	合计	167,486.06	59.28%	94,084.76	68.69%
合计	63,963.32	61.92%					

注：随着业务规模扩大，公司对营业收入分类进行了调整
 资料来源：公司 2015-2016 年年度报告及公司提供，鹏元整理

公司继续通过并购丰富了游戏产品类别，增强了游戏业务实力，但受生命周期、无新产品上线及移动游戏冲击影响，公司网页游戏业绩下滑明显，需关注网页游戏未来收入的持续性 & 政策变动对游戏业务产生的不确定性影响

游戏业务是公司传统业务，2016年9月、2017年3月公司先后完成对一花科技、乐玩网络的收购，目前公司游戏业务主要由天神互动、雷尚科技、妙趣横生、一花科技和乐玩网络5个子公司经营，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，一花科技主要负责以德州扑克为主的休闲棋牌网络游戏的设计、开发和运营，乐玩网络主要负责研发和运营地方特色休闲竞技游戏。

2016年以来公司新上线了自主研发的帝国争霸等游戏产品，并对黎明之光、封神英雄

榜等游戏版本进行了更新，子公司天神娱乐为其他公司成功发行了西游奇遇记，截至2016年末，公司主要线上游戏共计23款，其中天神互动为其他公司发行的游戏共5款，其余为公司自主研发的游戏。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款为网页游戏，其余均为移动端游戏，截至2016年末公司主要线上游戏情况见附录五。

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，手机游戏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网页游戏苍穹变、傲剑、飞升等上线时间均较长，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，且跟踪期内公司无新开发网页游戏上线，多因素叠加导致公司网页游戏收入大幅下降。2016年公司网页游戏实现收入10,714.53万元，同比下降50.37%。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，合并范围扩大推动公司2016年移动游戏业务收入同比增长186.88%。2016年公司网页游戏和移动游戏毛利率分别为84.26%和92.50%，毛利率水平较高且相对稳定。

表 3 2015-2017 年 3 月公司主要游戏产品运营情况

游戏名称	项目	2017年1-3月	2016年	2015年
游戏 1	当期流水合计（万元）	2,451	26,884	28,594
	月均付费用户数（万人）	1.7	3.0	8.1
	当期日均活跃用户数（万人）	3.0	8.9	11.8
	付费玩家月均消费值 ARPPU（元）	484	766	556
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			1.0
游戏 2	当期流水合计（万元）	1,377	7,371	10,487
	月均付费用户数（万人）	1.1	1.9	3.4
	当期日均活跃用户数（万人）	9.6	9.6	22.7
	付费玩家月均消费值 ARPPU（元）	392	346	281
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			2.5
游戏 3	当期流水合计（万元）	1,592	10,074	25,325
	月均付费用户数（万人）	1.0	1.8	5.4
	当期日均活跃用户数（万人）	2.3	3.7	10.0
	付费玩家月均消费值 ARPPU（元）	548	477	418
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			1.2
游戏 4	当期流水合计（万元）	1,354	7,737	8,842
	月均付费用户数（万人）	0.6	1.0	1.5

	当期日均活跃用户数 (万人)	1.9	2.8	4.2
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	762	685	505
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			1.2
游戏 5	当期流水合计 (万元)	5,282	31,065	50,868
	月均付费用户数 (万人)	3.4	5.8	5.7
	当期日均活跃用户数 (万人)	20.6	30.2	30.9
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	499	527	266
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			0.98
游戏 6	当期流水合计 (万元)	10,671	47,996	7,860
	月均付费用户数 (万人)	7.3	8.2	3.6
	当期日均活跃用户数 (万人)	23.8	29.4	11.3
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	583	510	283
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			0.98
游戏 7	当期流水合计 (万元)	475.86	11,265.73	26,021.12
	月均付费用户数 (万人)	1.38	3.27	10.75
	当期日均活跃用户数 (万人)	3.65	9.78	29.83
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	145	266	240
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			1.07
游戏 8	当期流水合计 (万元)	2,874	10,199	2,443
	月均付费用户数 (万人)	2.12	1.48	0.67
	当期日均活跃用户数 (万人)	3.08	4.73	2
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	451	565	485
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			0.99
游戏 9	当期流水合计 (万元)	1,267	4,185	-
	月均付费用户数 (万人)	0.59	1.1	-
	当期日均活跃用户数 (万人)	2.3	3.5	-
	付费玩家月均消费值 ARPPU (元)	704	447	-
	截至 2017 年 3 月末累计充值消费比			0.98

注：ARPPU 指自每个付费游戏用户获得的平均收入

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善，公司游戏业务大部分收入来自于虚拟物品销售，但我国尚未有法律法规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，在研游戏产品若未来成功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约7,060万元，截至2017年3月末，尚需投资2,182万元。公司游戏产品在研发阶段需多次进行设计、修正、测试和评审，时间一般需要10-14个月。值得关注的是，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 4 截至 2017 年 3 月末公司主要处在研发阶段的游戏产品（单位：万元）

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	计划总投资	已投资	盈利模式
项目 1	手游	2016 年 11 月	第一次封闭测试	2017 年 5 月	动漫 IP 的 3D 卡牌游戏	420	117	游戏道具内购模式
项目 2	手游	2016 年 8 月	第一次封闭测试	2017 年 5 月	动漫 IP 挂机版 MMORPG 游戏	340	180	道具收费
项目 3	手游	2016 年 7 月	Demo 制作阶段	2017 年 7 月	3D 军事策略对战游戏	500	276	虚拟道具收费
项目 4	手游	2016 年 10 月	开发中	2017 年 5 月	棋牌类游戏	100	65	游戏道具收费
项目 5	手游	2015 年 8 月	25%	2017 年 10 月	重度 MMORPG 市场	3,000	2,200	虚拟道具收费
项目 6	手游	2015 年 11 月	70%	2017 年 3 季度	轻度 MMORPG 市场	1,700	1,140	道具收费
项目 7	手游	2015 年 6 月	90%	2017 年 2 季度	轻度 MMORPG 市场	1,000	900	道具收费

资料来源：公司提供

受行业竞争加剧影响公司移动互联网广告业务盈利能力有所下降，同时若未来监管政策收紧，或将对公司经营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。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。2016年公司广告业务服务客户超过1,800家，日均广告投放量达到200亿次，与2015年相比增长约100%，2016年公司互联网广告业务实现收入60,500.23万元，同比增长16.47%，占当期公司营业总额的比重为36.12%，但受到互联网广告业务行业竞争加剧影响，2016年公司互联网广告业务毛利率同比下降10.15个百分点。

表 5 2015-2017 年 3 月公司互联网广告业务收入情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
CPA	14,509.88	55,035.58	48,134.31
CPM	849.12	5,465.65	3,809.22
合计	15,358.00	60,500.23	51,943.53

注：表中 2015 年收入为 Avazu2015 年全年业务收入，由于 Avazu 于 2015 年 10 月纳入合并范围，因此与公司合并报表中移动互联网收入不一致。

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，公司在移动互联网广告领域发展迅速，2016年移动端实现收入49,632.53万元，同比增长21.31%，占2016年公司互联网广告业务收入的99.52%，2017年1-3月占比进一步增加至99.99%。

表 6 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司互联网广告业务分媒介收入情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
移动端	15,355.85	60,208.78	49,632.53
PC 端	3.15	292.45	2,311.00
合计	15,358.00	60,500.23	51,943.53

资料来源：公司提供

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，公司能否达到新的要求有待观察。另外，公司互联网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，也对该项业务的稳定性会有所影响。

公司移动应用分发平台业务继续快速发展，但存在被认定为侵权的风险，或将对公司经营产生重大不利影响

2016年公司移动平台业务继续快速发展，“爱思助手”全年新增用户4,000万，日新增用户超过10万，日活跃用户超过200万，日均分发量达到712万，同比增长超过100%，截至2016年末爱思助手总用户已突破1亿人，平台上线的应用总数量超过30万款。

“爱思助手”的主要包括三种盈利模式：**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，对用户中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。2016年“爱思助手”实现收入55,456.90万元，同比增长15.04%，毛利率水平与2015年相当。

表 7 2015-2016 年“爱思助手”收入情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
CPA	11,856.57	12,527.21
CPT	6,596.46	5,261.08
CPS	37,003.87	30,419.12
合计	55,456.90	48,207.41

注：表中 2015 年收入为“爱思助手”全年收入，由于为爱普于 2015 年 2 月纳入公司合并范围，因此与公司合并报表中平台业务收入不符。

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。

跟踪期内公司以发行股份及支付现金完成对幻想悦游、合润传媒的收购，重大资产重组增强了公司资本实力并进一步完善产业链，但需关注业务范围扩大增加的管理难度、被收购公司的经营风险以及无法达到预期业绩对公司的不利影响

2016年11月公司公告了《大连天神娱乐股份有限公司关于重大资产重组事项获得中国证监会并购重组委审核无条件通过暨股票复牌的公告》，并于同年12月收到证监会《关于核准大连天神娱乐股份有限公司向王玉辉等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，公司以341,651.71万元购买幻想悦游93.5417%的股份，其中现金对价171,125.83万元，股份对价170,525.87万元，以总对价74,200.00万元购买合润传媒96.36%的股权，其中现金对价35,875.04万元，股份对价38,324.96万元。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司

出具的《股份登记申请受理确认书》，中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司于2017年3月20日受理公司提交的发行股份登记申请，本次发行新增股份2,956.97万股，新增股份于2017年4月18日上市。现金对价部分，公司拟通过向不超过10个特定投资者非公开发行股份募集资金，募集资金208,800.00万元，非公开发行股份合计不超过约31,936,371股，上述事项已经中国证监会核准，但公司尚未完成募集配套资金事宜，本次支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，若未来股份不能成功，公司需通过其他途径筹集资金，从而给公司带来一定资金压力。

幻想悦游是以海外发行和运营国产游戏及移动精准广告业务为主业的公司，旗下北京初聚科技有限公司（以下简称“初聚科技”）为北美市场游戏、电商及移动互联网客户提供移动互联网广告营销服务，通过完成对幻想悦游的收购可以为公司游戏业务海外发行提供渠道并通过初聚科技的广告技术提高公司游戏产品的推广效率。合润传媒主要业务为以文化内容为载体，以植入、冠名、特约、互动等方式提供品牌传播服务，始于植入广告模式，逐步发展到电视剧植入及授权、国产电影植入及授权、综艺节目冠名及植入等多种推广模式，此外还涉足影视剧投资制作业务。

表 8 幻想悦游、合润传媒近两年一期主要财务指标（单位：万元）

项目	幻想悦游			合润传媒		
	2016年6月	2015年	2014年	2016年6月	2015年	2014年
流动资产	34,820.16	20,040.35	8,751.07	38,636.62	35,892.42	28,020.77
非流动资产	60,779.11	58,863.25	298.54	1,372.60	1,310.94	1,418.69
资产总计	95,599.27	78,903.60	9,049.61	40,009.23	37,203.36	29,439.47
流动负债	9,455.73	4,327.68	2,940.32	22,217.72	19,063.65	14,386.34
非流动负债	285.12	530.14	366.15	-	-	-
负债合计	9,740.86	4,857.81	3,306.47	22,217.72	19,063.65	14,386.34
股东权益合计	85,858.41	74,045.78	5,743.14	17,791.51	18,139.71	15,053.13
项目	2016年1-6月	2015年	2014年	2016年1-6月	2015年	2014年
营业收入	29,996.21	36,213.91	33,037.82	18,893.06	32,200.13	25,279.72
营业利润	11,673.96	7,897.95	5,731.68	2,675.22	3,718.75	3,525.02
利润总额	11,673.96	7,897.00	5,732.04	2,684.78	3,754.39	3,560.66
净利润	11,528.07	7,842.65	5,686.02	2,251.80	3,056.58	2,914.81

资料来源：《大连天神娱乐股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）修订稿》，公开资料

公司重大资产重组交易对手方承诺幻想悦游2016-2018年经审计的扣除非经营性损益后的净利润不低于25,000.00万元、32,500.00万元和40,625.00万元，三年累计不少于98,125万元，若在承诺期间内未能实现业绩承诺，则业绩承诺方应在承诺期内向公司进行补偿；

交易对手方承诺合润传媒2016-2018年经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于5,500.00万元、6,875万元和8,594万元，若在承诺年度实际利润未达到当年承诺净利润的，则业绩承诺方将按照约定向公司进行补偿，若未来行业发展放缓或经营状况改变，可能存在业绩承诺无法实现的风险，业绩补偿额的计算方式如下：

当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺扣非净利润数-截至当期期末累积实现扣非净利润数）÷三年累积承诺扣非净利润总和×本次交易金额-[已补偿股份数额（如有）×发行价格]-已补偿现金金额

公司深入整合游戏研发、发行、渠道产业链上下游以游戏为核心拓展广告、影视等业务，促进了公司大娱乐战略部署，增强了公司的综合实力。但需要关注的是，由于在对被收购公司进行治理结构、财务管理、人力资源管理等方面进行融合过程对公司管理能力和资源整合能力提出更高要求，若公司管理能力无法满足业务发展需求或不能对被收购公司实施有效的整合利用、不能发挥协同效应，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力。同时幻想悦游存在游戏行业增速放缓、游戏海外发行竞争加剧以及移动精准广告对算法依赖的经营风险；合润传媒存在广告市场竞争加剧、影视剧投资制作项目收视率不确定等风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2015年审计报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告及2017年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司新设立一级子公司晗明投资、掌正科技，两家公司纳入合并范围的时间分别为2016年5月和2016年9月；通过收购增加一级子公司3家，幻想悦游、合润传媒和乐玩网络，纳入合并范围的时间分别为2017年2月、2017年3月和2017年3月。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，但商誉占比较大，因Avazu及上海麦橙未达到业绩承诺造成公司商誉减值，若未来被收购公司经营不善或将造成公司商誉进一步减值

随着子公司天神互动完成对一花科技的收购,2016年末公司资产规模同比增长1.16%。截至2016年末,公司资产规模为739,026.02万元,从资产结构来看,公司非流动资产占比为84.52%。2017年公司先后完成对幻想悦游、合润传媒和乐玩网络的收购,2017年3月末公司资产规模进一步增加至1,274,960.13万元,其中非流动资产占比为80.21%。

表 9 2015-2017 年 3 月公司主要资产构成情况 (单位: 万元)

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	134,385.37	10.54%	55,738.92	7.54%	72,354.87	9.90%
应收账款	74,987.42	5.88%	40,815.25	5.52%	41,632.36	5.70%
流动资产合计	252,315.90	19.79%	114,402.50	15.48%	140,133.58	19.18%
可供出售金融资产	113,533.87	8.90%	146,316.33	19.80%	73,912.85	10.12%
长期股权投资	8,112.95	0.64%	6,765.38	0.92%	139,523.11	19.10%
商誉	850,714.87	66.72%	455,277.46	61.61%	366,446.67	50.16%
非流动资产合计	1,022,644.23	80.21%	624,623.52	84.52%	590,450.91	80.82%
资产总计	1,274,960.13	100.00%	739,026.02	100.00%	730,584.49	100.00%

资料来源: 公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表, 鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成。截至2016年末,公司货币资金规模为55,738.92万元,其中其他货币资金规模为6,581.89万元,主要为通过微信、支付宝等平台充值暂放在第三方平台的资金,2017年3月末公司货币资金较2016年末增加141.10%,主要系公司合并范围扩大所致。公司应收账款主要为应收运营商的收入分成,截至2016年末规模为40,815.25万元,与2015年末相比略有下降,其中账龄在一年以内的所占比重为85.95%。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产及商誉。公司可供出售金融资产主要为持有的上市公司浙江世纪华通集团股份有限公司(以下简称“世纪华通”)的股权,以及对上海凯裔投资中心(有限合伙)、北京光大富达投资管理中心(有限合伙)等27家公司的投资,其中世纪华通股权公允价值为87,087.65万元,由于上市公司股价易波动,未来股权价值存在一定的不确定性。2016年末公司长期股权投资规模为6,765.38万元,同比下降95.15%,主要系公司转让原持有北京儒意欣欣影业投资有限公司(以下简称“儒意影业”)49%的股权所致。截至2017年3月末,公司商誉规模为850,714.87万元,占资产总额的66.72%,占比很高,主要系收购为爱普、妙趣横生、雷尚科技和Avazu等公司以及新收购的一花科技、合润德堂、幻想悦游等公司股权所形成,由于未达到业绩承诺,2016年公司对Avazu和上海麦橙合计计提商誉减值准备1,364.96万元。

整体来看,公司溢价购买导致商誉规模较大, Avazu和上海麦橙因行业竞争加剧未达

到业务预期造成公司商誉减值，未来被收购公司经营效果尚待观察，若经营不善会造成公司商誉进一步减值。

盈利能力

随着收购扩大合并范围，公司收入规模和利润水平快速增长，但网页游戏收入大幅下降，且受到公司收入结构调整及移动互联网广告业务竞争加剧影响，2016年公司毛利率水平有所下降

随着公司2015年完成对为爱普、雷尚科技、妙趣横生和Avazu等公司的收购，2016年完成对一花科技收购，2017年完成对幻想悦游、合润传媒、乐玩网络收购，公司业务规模不断扩大，丰富了公司收入来源，2016年公司实现营业收入167,486.06万元，同比增长78.02%，但由于公司主要网页游戏上线时间较长且网页游戏行业整体景气度下降，2016年公司网页游戏收入同比下降50.37%，且公司目前主要在研游戏均为手机游戏，未来需关注网页游戏业务的持续性。2016年公司实现投资收益3,837.90万元，主要系转让儒意影业的收益。

公司平台收入及移动广告业务收入规模扩大，但相对于游戏业务上述业务盈利能力偏弱且移动互联网广告业务行业竞争加剧盈利能力下降，2016年公司综合毛利率为59.28%，同比下降9.41个百分点。公司期间费用主要为研发费用，2016年公司研发投入16,157.31万元，同比增长29.04%，得益于公司营业收入快速增长，2016年公司期间费用率同比下降5.13个百分点。

盈利水平方面，随着公司营业收入快速增长，推动2016年公司实现营业利润56,186.99万元，同比增长53.13%，同期实现利润总额56,884.08万元，同比增长57.60%。

整体来看，公司营业收入及盈利水平快速增长，但受到收入结构调整及移动互联网广告业务盈利能力减弱影响，2016年公司毛利率水平有所下降。

表 10 2015-2017 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	63,963.32	167,486.06	94,084.76
投资收益	5,059.01	3,837.90	4,228.39
营业利润	28,228.87	56,186.99	36,692.87
利润总额	28,031.25	56,884.08	36,093.56
净利润	26,933.99	54,557.81	35,642.30
综合毛利率	61.92%	59.28%	68.69%
期间费用率	25.96%	25.94%	31.07%

总资产回报率	-	8.03%	10.33%
--------	---	-------	--------

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

现金流

业务规模扩大提高了公司现金生成能力，公司经营性现金流表现稳健，但公司尚需支付收购款规模较大，存在一定资金压力

随着净利润增加，2016年公司FFO规模为60,920.59万元，同比增长55.23%，但随着公司应付账款、预收账款等经营性应付项目减少，2016年公司营运资本对公司资金占用加大。整体来看，合并范围增加及业务规模扩大提高了公司现金生成能力，推动公司经营性现金净流入规模有所增加，2016年实现经营活动现金净流入50,216.17万元，同比增长57.02%。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流入主要为公司转让儒意影业收回的投资款，公司投资活动现金流出主要为支付给被收购公司的收购款，随着公司完成对幻想悦游和合润传媒的收购，根据协议约定公司需支付两家公司收购款合计415,851.71万元，其中以发行股份方式支付208,850.83万元，以现金支付207,000.87万元，对幻想悦游的现金支付时间根据约定为公司募集资金到账且资产交割后30个工作日内以及被收购公司2016年审计报告出具后，对合润传媒的现金支付时间根据约定为募集资金到账且标的资产交割后10个工作日及2016年度审计报告出具后，公司目前尚未支付相关款项，面临一定资金压力。

筹资活动方面，公司筹资互动现金流入主要为通过借款收到的现金，2016年规模为31,689.51万元，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金以及处置儒意影业后支付给其他合伙企业投资人投资款138,627.42万元。

表 11 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	54,557.81	35,642.30
非付现费用	4,753.48	3,217.97
非经营损益	1,609.31	385.13
FFO	60,920.59	39,245.40
营运资本变化	-10,704.42	-7,263.86
其中：存货减少（减：增加）	-	-
经营性应收项目的减少（减：增加）	-844.56	-43,894.60
经营性应付项目的增加（减：减少）	-9,859.86	36,630.74
经营活动产生的现金流量净额	50,216.17	31,981.55
投资活动产生的现金流量净额	92,794.84	-246,721.10
筹资活动产生的现金流量净额	-161,331.92	263,830.15

现金及现金等价物净增加额	-16,615.96	49,518.38
--------------	------------	-----------

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速增加，债务偿还压力有所加大

随着公司转让儒意影业股权，公司应付宁波天神娱乐文创股权投资合伙企业（有限合伙）投资人款项减少，截至2016年末，公司负债总额规模为168,130.79万元，同比下降28.05%；同期随着公司自身利润累积，所有者权益规模同比增长14.89%，以上因素推动2016年末公司产权比率同比下降17.58个百分点。随着公司完成对幻想悦游、合润传媒的收购，公司待支付收购款规模快速增加，以及本期债券成功发行推动2017年3月末公司负债规模较2016年末增长302.49%，同期产权比率较2016年末增长83.66个百分点至113.11%，所有者权益对负债的保障程度大幅下降。

表 12 2015-2017 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	676,709.44	168,130.79	233,680.25
其中：流动负债	516,474.73	92,942.95	97,424.76
非流动负债	160,234.71	75,187.84	136,255.50
所有者权益合计	598,250.69	570,895.23	496,904.24
产权比率	113.11%	29.45%	47.03%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，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。随着部分借款到期偿还，2016年末，公司短期借款规模为6,100.00万元，全部为保证借款。应付账款主要为应付版权款，截至2016年末，规模为8,965.63万元，其中账龄在一年以内的占比为92.80%，2017年3月末公司应付账款较2016年末大幅增加主要系合并范围扩大所致。2016年末公司其他应付款主要为应付股权收购款43,472.09万元及限制性股票收购款27,743.40万元，2017年3月末公司其他应付款大幅增加，主要系待支付幻想悦游、合润传媒股权转让对价所致，其中公司计划以发行股份方式支付208,850.83万元，以现金方式支付207,000.87万元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款及递延所得税负债。2016年末公司长期借款规模为9,992.14万元，为以公司持有的世纪华通股份质押取得的质押借款，2017年3月末已偿还。公司应付债券为应付本期债券，2017年3月末余额为98,930.06万元。公司长期应付款主要为应付一花科技等公司的股权收购款，随着公司转让儒意影业股份，2016年末公司长期应付款规模同比下降60.83%。

表 13 2015-2017 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,200.00	1.66%	6,100.00	3.63%	31,780.00	13.60%
应付账款	29,783.79	4.40%	8,965.63	5.33%	9,043.11	3.87%
其他应付款	458,893.09	67.81%	71,535.28	42.55%	47,344.16	20.26%
流动负债合计	516,474.73	76.32%	92,942.95	55.28%	97,424.76	41.69%
长期借款	-	-	9,992.14	5.94%	-	-
应付债券	98,930.06	14.62%				
长期应付款	49,071.60	7.25%	49,071.60	29.19%	125,289.10	53.62%
递延所得税负债	10,792.69	1.59%	15,266.74	9.08%	10,347.08	4.43%
非流动负债合计	160,234.71	23.68%	75,187.84	44.72%	136,255.50	58.31%
负债合计	676,709.44	100.00%	168,130.79	100.00%	233,680.25	100.00%
其中：有息债务	110,130.06	16.28%	16,092.14	9.57%	31,780.00	13.60%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

截至2017年3月末，公司有息债务包括短期借款和本期债券，规模为110,130.06万元，随着本期债券发行，公司有息债务规模较2016年末大幅增长，公司偿债压力有所增加。

随着公司转让儒意影业股权，公司长期应付款规模大幅减少，截至2016年末公司资产负债率同比下降9.24个百分点，但由于公司尚未支付幻想悦游、合润传媒收购款以及本期债券发行，导致2017年3月末公司负债规模快速增加，资产负债率较2016年末增长30.33个百分点至53.08%，同期流动比率下降至0.49，短期偿债能力指标下降明显，面临一定偿债压力。公司业务规模扩大带来盈利水平提升，2016年公司EBITDA为60,769.01万元，同比增加43.88%，同时部分短期借款到期偿还，公司利息规模有所下降，EBITDA对有息债务本息的保障程度均有所提升。但2017年以来公司有息债务规模大幅增加，需关注未来EBITDA对公司有息债务本息的保障情况。

表 14 2015-2017 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	53.08%	22.75%	31.99%
流动比率	0.49	1.23	1.44
EBITDA（万元）	-	60,769.01	42,237.27
EBITDA 利息保障倍数	-	28.93	7.73
有息债务/EBITDA	-	0.26	0.75

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

八、评级结论

跟踪期内公司通过收购一花科技、乐玩网络丰富了游戏产品类型，完成对幻想悦游、合润传媒的收购进一步完善了公司产业链并增强了公司资本实力；公司在研游戏为游戏业务持续性提供保障；随着合并范围扩大，公司营业收入、利润及经营性现金净流入快速增长。同时我们也关注到，公司网页游戏收入规模下降，且目前在研游戏均为手机游戏，未来网页游戏收入持续性尚需观察；公司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善，需关注未来行业政策变动对公司经营稳定性产生的影响；公司商誉规模扩大，Avazu和上海麦橙由于未达到业绩预期对公司商誉造成减值，若未来被收购公司经营不善，将进一步造成商誉减值以及公司尚待支付收购款规模较大，或将存在一定资金压力等风险因素。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	134,385.37	55,738.92	72,354.87	22,836.50
应收票据	592.90	-	-	-
应收账款	74,987.42	40,815.25	41,632.36	8,640.64
预付款项	23,193.39	2,339.14	8,096.88	370.05
应收利息	-	-	5.99	2.93
其他应收款	13,073.46	9,616.25	2,190.85	1,539.30
存货	4,640.06	-	-	-
一年内到期的非流动资产	472.69	170.08	404.85	-
其他流动资产	970.60	5,722.86	15,447.77	21.94
流动资产合计	252,315.90	114,402.50	140,133.58	33,411.35
非流动资产：				
可供出售金融资产	113,533.83	146,316.33	73,912.85	34,873.19
长期股权投资	8,112.95	6,765.38	139,523.11	1,649.95
固定资产	2,946.56	1,179.69	1,149.14	884.97
无形资产	4,040.41	4,125.38	1,522.74	426.01
商誉	850,714.87	455,277.46	366,446.67	-
长期待摊费用	5,733.18	898.43	411.92	145.92
递延所得税资产	3,608.65	3,347.07	1,755.42	844.79
其他非流动资产	33,953.77	6,713.77	5,729.06	2,180.00
非流动资产合计	1,022,644.23	624,623.52	590,450.91	41,004.83
资产总计	1,274,960.13	739,026.02	730,584.49	74,416.17
流动负债：				
短期借款	11,200.00	6,100.00	31,780.00	-
应付账款	29,783.79	8,965.63	9,043.11	877.33
预收款项	10,155.07	1,486.41	2,350.83	119.32
应付职工薪酬	3,423.68	2,623.95	3,481.44	1,610.96
应交税费	231.33	1,875.24	2,358.15	1,695.00
应付利息	2,787.77	31.20	77.39	-
其他应付款	458,893.09	71,535.28	47,344.16	1,118.16
其他流动负债	-	325.25	989.69	-
流动负债合计	516,474.73	92,942.95	97,424.76	5,420.76
非流动负债：				
长期借款	-	9,992.14	-	-

应付债券	98,930.06	-	-	-
长期应付款	49,071.60	49,071.60	125,289.10	-
递延收益	1,440.36	857.36	619.32	-
递延所得税负债	10,792.69	15,266.74	10,347.08	2,693.73
非流动负债合计	160,234.71	75,187.84	136,255.50	2,693.73
负债合计	676,709.44	168,130.79	233,680.25	8,114.49
所有者权益：				
股本	29,208.65	29,208.65	29,208.65	22,292.87
资本公积	355,781.40	355,724.06	363,197.95	-21,396.61
减：库存股	8,444.80	15,479.20	26,867.50	-
其他综合收益	53,595.68	70,701.73	48,381.85	15,772.61
盈余公积	1,640.80	1,640.80	1,640.80	1,640.80
未分配利润	149,510.99	129,222.85	81,792.83	47,900.98
归属于母公司所有者权益小计	581,292.72	571,018.88	497,354.57	66,210.65
少数股东权益	16,957.97	-123.65	-450.33	91.03
所有者权益合计	598,250.69	570,895.23	496,904.24	66,301.68
负债和所有者权益总计	1,274,960.13	739,026.02	730,584.49	74,416.17

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	63,963.32	167,486.06	94,084.76	47,554.12
其中：营业收入	63,963.32	167,486.06	94,084.76	47,554.12
二、营业总成本	40,793.46	115,136.97	61,620.29	26,498.67
其中：营业成本	24,358.13	68,195.39	29,453.46	8,407.53
营业税金及附加	203.73	533.44	397.36	213.57
销售费用	3,350.80	7,614.35	1,481.46	3,916.70
管理费用	10,154.17	34,375.19	22,625.57	13,992.29
财务费用	3,097.66	1,449.39	5,122.09	-157.76
资产减值损失	-371.04	2,969.20	2,540.34	126.35
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）	5,059.01	3,837.90	4,228.39	4,497.44
其中：对联营企业与合营企业的投资收益	-	-1,282.32	3,738.80	-152.59
三、营业利润（损失以“-”号填列）	28,228.87	56,186.99	36,692.87	25,552.89
加：营业外收入	204.64	820.40	51.12	0.20
减：营业外支出	402.26	123.31	650.43	0.03
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	28,031.25	56,884.08	36,093.56	25,553.07
减：所得税费用	1,097.26	2,326.28	451.27	2,148.57
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	26,933.99	54,557.81	35,642.30	23,404.49
归属于母公司所有者的净利润	23,601.95	54,673.41	36,210.31	23,174.25
少数股东损益	3,333.06	-115.61	-568.01	230.24
六、其他综合收益的税后净额	-19,093.24	22,319.88	32,609.24	15,772.61
七、综合收益	7,840.75	76,877.69	68,251.53	39,177.10

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014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	69,539.08	177,839.62	92,881.39	47,766.90
收到的税费返还	-	478.56	6.85	-
收到其他与经营活动有关的现金	7,585.78	4,998.29	1,038.92	176.62
经营活动现金流入小计	77,124.86	183,316.47	93,927.16	47,943.53
购买商品、接受劳务支付的现金	24,721.96	73,114.02	28,524.80	9,732.99
支付给职工以及为职工支付的现金	6,700.56	18,997.48	13,449.39	11,313.58
支付的各项税费	2,865.34	8,734.55	5,539.47	5,591.02
支付其他与经营活动有关的现金	30,901.24	32,254.25	14,431.95	8,281.19
经营活动现金流出小计	65,189.09	133,100.30	61,945.61	34,918.77
经营活动产生的现金流量净额	11,935.77	50,216.17	31,981.55	13,024.76
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	17,800.00	174,374.09	1,600.00	31,800.01
取得投资收益收到的现金	5,009.68	1,526.08	522.61	1,204.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收益	787.39	34.74	-	-
投资活动现金流入小计	23,597.06	175,934.90	2,122.61	33,004.48
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	619.83	1,077.38	1,887.94	650.57
投资支付的现金	74,556.65	43,915.68	150,406.34	34,113.35
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	7,086.81	38,147.00	96,549.43	-
投资活动现金流出小计	82,263.28	83,140.06	248,843.71	34,763.91
投资活动产生的现金流量净额	-58,666.22	92,794.84	-246,721.10	-1,759.43
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	10,600.00	31,689.51	35,980.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	5,500.00	132,000.00	-
发行债券收到的现金	98,833.40	-	-	-
筹资活动现金流入小计	109,433.40	37,189.51	283,722.96	-
偿还债务支付的现金	15,492.14	47,380.00	4,200.00	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	118.42	12,514.01	4,978.40	1,089.60
支付其他与筹资活动有关的现金	-	138,627.42	10,714.42	1,654.54
筹资活动现金流出小计	15,610.56	198,521.43	19,892.81	2,744.14
筹资活动产生的现金流量净额	93,822.84	-161,331.92	263,830.15	-2,744.14

汇率变动对现金的影响	-51.35	1,704.95	427.79	6.88
现金及现金等价物净增加额	47,041.05	-16,615.96	49,518.38	8,528.06
期初现金及现金等价物余额	87,344.32	72,354.87	22,836.50	14,308.44
期末现金及现金等价物余额	134,385.37	55,738.92	72,354.87	22,836.50

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	54,557.81	35,642.30	23,404.49
加：资产减值准备	2,969.20	2,540.34	126.35
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	439.34	435.59	408.30
无形资产摊销	921.41	53.46	50.07
长期待摊费用摊销	423.53	188.58	34.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	18.54	-	-
财务费用	2,100.65	5,083.49	6.88
投资损失	-3,837.90	-4,228.39	-4,497.44
递延所得税资产减少	-1,591.65	-588.13	-492.00
递延所得税负债增加	4,919.67	118.17	440.62
经营性应收项目的减少	-844.56	-43,894.60	-3,832.57
经营性应付项目的增加	-9,859.86	36,630.74	-2,624.54
经营活动产生的现金流量净额	50,216.17	31,981.55	13,024.76
现金的期末余额	55,738.92	72,354.87	22,836.50
减：现金的期初余额	72,354.87	22,836.50	14,308.44
现金及现金等价物净增加额	-16,615.96	49,518.38	8,528.06

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	110,130.06	16,092.14	31,780.00	-
资产负债率	53.08%	22.75%	31.99%	10.90%
流动比率	0.49	1.23	1.44	6.16
综合毛利率	61.92%	59.28%	68.69%	82.32%
EBITDA（万元）	-	60,769.01	42,237.27	26,046.03
EBITDA 利息保障倍数	-	28.93	7.73	-
有息债务/EBITDA	-	0.26	0.75	-
期间费用率	25.96%	25.94%	31.07%	37.33%
总资产回报率	-	8.03%	10.33%	29.82%
非付现费用（万元）	-	4,753.48	3,217.97	619.31
非经营损益（万元）	-	1,609.31	385.13	-4,541.93
FFO（万元）	-	60,920.59	39,245.40	19,481.87
营运资本变化（万元）	-	-10,704.42	-7,263.86	-6,457.11
产权比率	113.11%	29.45%	47.03%	12.24%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日公司主要线上游戏

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
西游奇遇记	手游	2016年7月	境内外	维加互动	天神互动	小多科技
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
封神英雄榜	手游	2015年8月	港澳台	妙趣横生	真好玩	真好玩
一花德州	手游	2013年	全球	一花科技	一花科技	自营联营结合
一花牛牛	手游	2015年	中国	一花科技	一花科技	腾讯等

资料来源：公司提供

附录六 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+应付债券
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录七 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。