

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)2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
 中鹏信评【2019】跟踪
 第【426】号 01
 债券简称：17 天神 01

债券剩余规模：10 亿元
 债券到期日期：2022 年
 01 月 19 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：
 游云星 汪永乐

电话：
 0755-82871205

邮箱：
 youyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
 资信评估股份有限公司
 公司债券评级方法，该
 评级方法已披露于公司
 官方网站。

中证鹏元资信评估股份
 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.cspengyuan.com

大连天神娱乐股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行人公司债券（第一期）2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	BB	A
发行主体长期信用等级	BB	A
评级展望	负面	负面
评级日期	2019 年 6 月 24 日	2018 年 10 月 8 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对大连天神娱乐股份有限公司（以下简称“天神娱乐”或“公司”，股票代码：002354.SZ）及其 2017 年 1 月 19 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 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为 BB，移出信用评级观察名单，发行主体长期信用等级下调为 BB，移出信用评级观察名单，评级展望维持为负面。本次评级下调主要是基于：公司逾期债务规模较大，有息债务大幅增加，短期流动性压力剧增，2018 年公司巨额亏损，未来主营业务盈利能力仍将大幅下降，公司涉及多起诉讼（仲裁）案件，部分子公司股权、银行账户、证券账户被冻结，严重影响公司再融资能力，2018 年公司资产规模大幅减少，资产仍以商誉、长期股权投资及应收款项为主，流动性差，公司无控股股东及实际控制人，管理层及在职员工人数变动较大。

关注：

- 公司逾期债务规模较大，有息债务大幅增加，短期流动性压力剧增。**截至 2019 年 4 月末，公司负有清偿义务的已到期债务金额为 3.79 亿元，逾期债务规模较大。公司以劣后级身份参与设立的并购基金已到期未能顺利退出，需承担 25.52 亿元应付优先级和中间级合伙人份额回购义务，导致有息债务规模大幅增加，截至 2019 年 3 月末，公司有息债务为 40.90 亿元，较 2017 年末大幅增长 105.11%，其中，短期有息债务规模高达 30.93 亿元；公司流动比率降至 0.62，较 2017 年末下降 39.21%。2018 年末公司货币资金余额为 7.89 亿元，其中，存放在境外的款项占比

47.50%，公司本部货币资金余额仅 102.68 万元，公司短期流动性压力剧增。

- **2018 年公司巨额亏损，未来主营业务盈利能力仍将大幅下降。**受监管政策影响，公司已终止运营德州扑克类游戏产品和助贷业务，目前公司线上游戏产品大多已至衰退期，而在研游戏均未如期上线，并已终止多项游戏研发，未来公司主营业务盈利能力仍将大幅下降。2018 年公司资产减值损失高达 63.75 亿元以及对并购基金承担超额损失的营业外支出 15.16 亿元，净利润为-69.78 亿元，产生巨额亏损。
- **公司涉及多起诉讼（仲裁）案件，部分子公司股权、银行账户、证券账户被冻结，严重影响公司再融资能力。**截至 2019 年 5 月末，公司或全资子公司作为被告或被申请人涉及的诉讼（仲裁）事项合计 13 件，涉及争议金额合计达 22.56 亿元（大多已体现在公司有息债务）。公司共有 9 家子公司股权被司法冻结、10 个银行账户处于冻结状态，合计被冻结资金 162.20 万元以及 1 个证券账户被冻结，涉及浙江世纪华通集团股份有限公司（以下简称“世纪华通”，股票代码：002602.SZ）股票 1,441.64 万股。
- **2018 年公司资产规模大幅减少，资产仍以商誉、长期股权投资及应收款项为主，流动性差。**2018 年公司对商誉、应收账款和可供出售金融资产等共计提减值准备 63.75 亿元，导致公司资产规模同比大幅减少 41.34%至 85.70 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司商誉、长期股权投资及应收款项账面价值合计为 56.95 亿元，占总资产的 67.51%。
- **公司无控股股东及实际控制人，管理层及在职员工人数变动较大。**2018 年 4 月以来，公司先后共有 6 名董事（含董事长和 3 名独立董事）发生变更，2 名高级管理人员离任。2018 年 5 月 9 日，公司原实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生因涉嫌违反证券法律法规，收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）的《调查通知书》，被中国证监会立案调查。从 2018 年 10 月 17 日起公司处于无实际控制人和控股股东的状态。截至 2018 年末，公司在职员工人数合计为 1,117 人，同比减少 665 人。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	843,559.78	856,991.83	1,460,843.85	739,026.02
归属于母公司所有者权益合计	200,286.61	201,730.82	918,343.81	568,438.58
有息债务	409,006.64	411,968.30	199,407.69	16,092.14
资产负债率	72.34%	72.65%	34.67%	23.10%
流动比率	0.62	0.63	1.02	1.20
速动比率	0.62	0.63	1.00	1.20
营业收入	40,874.67	259,881.12	310,137.50	167,486.06
营业利润	164.31	-534,479.38	135,465.76	56,186.99
净利润	-539.49	-697,795.85	123,705.18	54,557.81
综合毛利率	62.58%	65.09%	65.38%	59.28%
总资产回报率	-	-57.76%	13.16%	8.03%
EBITDA	-	-659,198.14	150,785.89	60,769.01
EBITDA 利息保障倍数	-	-41.99	12.69	28.93
经营活动现金流净额	9,331.04	27,529.53	89,481.48	50,216.17

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年1月19日面向合格投资者公开发行5年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于调整公司债务结构和补充流动资金。根据公司公告，截至2018年末，本期债券募集资金账户余额为11.18万元，系取得的利息收入，目前该账户已被冻结。

二、发行主体概况

跟踪期内，因公司限制性股票激励计划第三个解锁期解锁条件未能达成，公司回购注销限制性股票470.4万股，占回购前公司总股本的0.5021%，回购完成后公司股本变更为93,214.29万股，注册资本由93,684.69万元减至93,214.29万元。上述限制性股票注销事宜已于2018年12月28日完成。截至2019年5月末，公司注册资本为93,214.29万元，总股本为93,214.29万股，公司无实际控制人和控股股东。公司原实际控制人朱晔先生与石波涛先生签署的《一致行动协议》于2018年10月17日到期终止并未再续签，一致行动关系终止后，按照朱晔先生与石波涛先生的持股比例分别计算，任意一人实际支配的上市公司股份表决权都无法满足对公司实际控制的要求，因此，从2018年10月17日起公司处于无实际控制人和控股股东的状态。

2018年4月以来，公司人员变动较大，先后共有6名董事（含董事长和3名独立董事）发生变更，2名高级管理人员离任。2018年5月9日，公司原实际控制人、董事长兼总经理朱晔先生因涉嫌违反证券法律法规，收到中国证监会的《调查通知书》，被中国证监会立案调查。截至2018年末，公司在职员工人数合计为1,117人，同比减少665人。

近年来，公司通过直接投资或参与并购基金的方式收购了游戏开发、游戏发行、网络棋牌、影视、广告等企业，当前公司主营业务涵盖游戏、移动应用分发平台、互联网广告及影视广告等领域。2018年公司新纳入合并范围的子公司有9家，不再纳入合并范围的子公司有1家，具体如表1所示。其中，上海凯裔投资中心（有限合伙）（以下简称“上海凯裔”）、深圳泰悦投资中心（有限合伙）（以下简称“深圳泰悦”）、宁波梅山保税港区天神乾坤问道股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“乾坤问道”）和深圳浦睿投资中心（有限合伙）（以下简称“深圳浦睿”）4家企业系公司以劣后级身份参与设立的并购基金，因并购基金未能顺利退出，公司根据协议约定承担优先级和中间级份额的回购义务及差额补足义务，并取得上述并购基金的控制权，公司自取得其控制权之日起将其纳入合并范围。截至2018年末，纳入公司合并范围的子公司共76家。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例（%）		注册资本	主营业务	合并方式
	直接	间接			
霍尔果斯幸运日科技有限责任公司	-	55.00	1,000.00	科技推广和应用服务业	新设
北京幸运日科技有限责任公司	-	55.00	300.00	科技推广和应用服务业	新设
上海凯裔投资中心（有限合伙）	14.27	-	105,100.00	金融信息服务等	非同一控制下收购
深圳泰悦投资中心（有限合伙）	17.18	-	126,000.00	项目投资，投资管理	非同一控制下收购
宁波梅山保税港区天神乾坤问道股权投资合伙企业（有限合伙）	15.00	-	34,010.00	股权投资及相关咨询	非同一控制下收购
深圳浦睿投资中心（有限合伙）	16.90	-	47,350.00	投资及创业投资业务	非同一控制下收购
Twin Swan Inc.	-	100.00	-	-	新设
宁波幻想网络科技有限公司	-	100.00	1,000.00	移动互联网业务	新设
METALEX TECHNOLOGY LIMITED	-	100.00	-	-	新设

2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	股权处置比例（%）	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
北京星空智盛科技发展有限公司	52.00	234.69	软件和信息技术服务业	股权转让

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

游戏用户规模及市场规模增速均整体趋缓，2018年以来政策监管趋严，行业迎供给侧改革，游戏厂商两极分化趋势明显

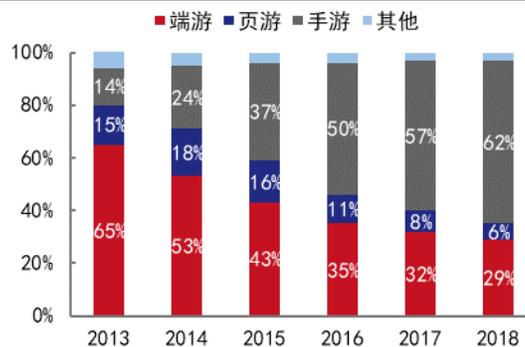
2018年中国游戏市场实际销售收入为2,144.4亿元，同比增长5.3%，增速出现大幅放缓。其中，移动游戏市场发展速度也出现快速下滑，但仍实现较快增长，2018年移动游戏市场实际销售收入为1,339.6亿元，同比增长15.4%。市场份额方面，2018年移动游戏、客户端游戏、网页游戏占比分别为62.5%、28.9%、5.9%，移动游戏占比持续提升，继续挤压端游和网页游戏的空间，其中，客户端游戏收入份额已连续7年下滑，网页游戏份额连续4年下滑。用户规模方面，2018年中国游戏用户规模达6.3亿人，同比增长7.3%，整体市场用户的增加仍主要得益于移动游戏用户规模的持续增长，其中，移动游戏用户规模达6.05

亿人，同比增长9.2%；客户端游戏用户规模为1.5亿人，同比减少5.0%；网页游戏用户规模为2.23亿人，同比减少13.0%。

图1 中国游戏市场规模及增速



图2 中国主要类型游戏结构情况



资料来源：伽马数据，中证鹏元整理

2018年以来，游戏行业监管趋严，政策方向主要集中在总量调控、未成年人保护、终止德州扑克类棋牌游戏运营等方面。2018年3月，游戏版号的审批及发放因国家机构改革而全面暂停，直至2018年12月重新恢复审批，游戏版号的管理部门也由原来的国家新闻出版广电总局划至中宣部。同年8月30日，教育部等八部门关于印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，首次提出对游戏行业实施总量调控，具体包括：一是对网络游戏实施总量控制，控制新增网络游戏上网数量；二是限制未成年人使用时间。2018年12月初，游戏道德委员会在中宣部的指导下正式成立，游戏行业监管体系进一步完善。此外，2018年来棋牌类游戏成为监管重点，针对涉赌牌类游戏专项整治、德州扑克类棋牌游戏陆续停止运营并清空数据。

表2 2018年以来游戏行业重大政策

时间	政策	主要内容
2018年3月	国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》	由于机构改革，游戏审批暂停
2018年8月	教育部等八部门关于印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知	国家新闻出版署将对网络游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间
2018年12月	网络游戏道德委员会在中宣部指导下正式成立	网络游戏道德委员会在中宣部指导下正式成立，并对首批20款存在道德风险的网络游戏进行评议

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经历了9个月的版号暂停，游戏行业更加趋向精品化和两极化。一方面，由于大多游戏产品生命周期较短，且一般游戏厂商并无版号储备，新游戏的断档使得依靠短期付费盈利的游戏厂商陷入用户持续流失、游戏流水持续下滑的困境。而那些具有较高制作水平的

游戏，在上线时间较长的情况下，仍能保持在各大游戏畅销榜相对稳定的位置，也表明游戏精品化成大势所趋。另一方面，当前游戏企业市场份额占比两极分化趋势明显，腾讯游戏和网易游戏两大游戏行业巨头市场份额合计超65%，随着有效用户转化难度加大，游戏企业获取单个用户的成本已从几元钱迅速攀升到几十甚至上百元以上，网络游戏营销成本持续攀升。版号恢复审批后，新游戏整体获批的进度和数量均有所放缓，且棋牌类游戏发放数量锐减，无论是从总量控制角度，还是从规范游戏产品文化内涵角度，头部游戏厂商凭借自身在资金、人才、技术和渠道等各方面的优势，在对政策的理解及运营规范上具有较大优势，游戏行业的集中度将进一步提高。

四、经营与竞争

受游戏版号暂停审批、总量调控、棋牌游戏整顿等监管政策影响，公司于2018年9月终止了旗下的德州扑克类游戏以及助贷业务，2018年以来公司各项业务的盈利状况均出现不同程度的下滑。2018年公司营业收入同比下滑16.20%，共实现收入25.99亿元。其中，游戏业务收入为12.68亿元，同比下滑11.32%，占公司营业收入的48.81%，仍是公司收入的主要来源。2018年公司综合毛利率为65.09%，同比变化不大，但游戏业务毛利率则同比下滑6.17个百分点。随着不利因素影响的逐渐显现，2019年一季度公司营业收入合计为4.09亿元，同比大幅下滑44.90%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
游戏	20,895.75	69.11%	126,840.42	70.97%	143,026.13	77.14%
平台收入	10,085.67	65.90%	40,328.98	66.62%	51,018.65	64.67%
互联网	4,677.38	43.80%	64,017.55	62.59%	89,550.23	51.67%
影视广告	5,215.87	46.83%	28,694.18	42.54%	26,542.49	49.67%
合计	40,874.67	62.58%	259,881.12	65.09%	310,137.50	65.38%

资料来源：公司2018年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司游戏产品大多已至衰退期，而在研游戏均未如期上线，收入呈下滑趋势，目前公司已终止多项游戏研发，未来游戏业务仍将进一步收缩

公司游戏业务主要由北京天神互动科技有限公司（以下简称“天神互动”）、雷尚（北京）科技有限公司（以下简称“雷尚科技”）、北京妙趣横生网络科技有限公司（以下简称“妙趣横生”）、北京幻想悦游网络科技有限公司（以下简称“幻想悦游”）、深圳市一花科技有限公司（以下简称“一花科技”）和嘉兴乐玩网络科技有限公司（以下简称“嘉

兴乐玩”）6家子公司经营。由于仅有嘉兴乐玩储备了约七十多个棋牌游戏类型的版号，公司无其他版号储备，2018年受游戏版号暂停审批、总量调控等政策影响，公司上线的新游戏只有1款移动游戏《极品大官人》和1款网页游戏《武动乾坤3D》，新游戏上线断档。

目前公司研发或运营的线上游戏主要包括《飞升》、《苍穹变》、《火影忍者》等8款网页游戏和《超级舰队》、《黎明之光》、《神之刃》等11款移动游戏以及由嘉兴乐玩自主制作、发行、运营的近40款地方棋牌游戏，但公司大部分游戏产品运营时间已在4-5年左右，产品已至衰退期，新增用户数量持续减少，活跃用户数大幅下滑，公司大部分游戏产品运营收入呈下降趋势。而在游戏出海方面，幻想悦游旗下的海外游戏运营业务在国内游戏版号暂停及监管趋严的环境下，面临着国内知名游戏厂商的竞争，且上游供应商游戏研发企业受政策影响出现资金紧张、裁员等情况，也令公司海外游戏运营出现不利变化。此外，一花科技收入主要来源的《一花德州扑克》等产品因棋牌游戏整顿，已于2018年9月21日正式宣布停止充值和注册，并于9月30日停止运营，其计划于2018年上线运营的《大菠萝》、《奥马哈》、地方麻将等游戏均未能如期上线运营。

表4 公司部分游戏产品运营情况（单位：万元）

游戏名称	上线时间	项目	2019年1-3月	2018年	2017年
苍穹变手游	2015年7月	当期流水合计（万元）	213.39	1,829.23	6,187.00
		月均付费用户数（万人）	0.09	0.25	0.80
		当期日均活跃用户数（万人）	0.20	0.37	1.60
		ARPPU（元）	755.00	663.00	632.00
傲剑	2010年11月	当期流水合计（万元）	766.73	3,769.79	5,098.00
		月均付费用户数（万人）	0.51	0.65	0.90
		当期日均活跃用户数（万人）	2.55	3.47	5.50
		ARPPU（元）	496.00	503.00	457.00
坦克风云	2015年	当期流水合计（万元）	-	11,692.34	16,161.00
		月均付费用户数（万人）	-	7.09	2.50
		当期日均活跃用户数（万人）	-	31.04	17.18
		ARPPU（元）	-	1,643.00	548.00
超级舰队	2016年	当期流水合计（万元）	-	22,049.50	36,772.00
		月均付费用户数（万人）	-	6.84	3.70
		当期日均活跃用户数（万人）	-	27.26	21.32
		ARPPU（元）	-	3,220.00	826.00
极品大官人	2018年	当期流水合计（万元）	-	26,037.90	-
		月均付费用户数（万人）	-	41.58	-
		当期日均活跃用户数（万人）	-	154.65	-

		ARPPU (元)	-	632.00	-
火影忍者	2016年	当期流水合计 (万元)	2,895.97	15,024.01	17,797.09
		月均付费用户数 (万人)	1.33	1.69	2.12
		当期日均活跃用户数 (万人)	43.89	60.60	23.36
		ARPPU (元)	733.22	734.54	698.09

注：ARPPU 即付费玩家月均消费值；“-”表示未获取相关数据；2017 年数据精确至个位。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原计划在2018年第三季度至2019年第一季度上线的12款移动游戏均因版号审批暂停及公司无相关版号储备，未能如期上线。目前公司已终止大部分的游戏研发工作，仅保留《杯莫停》、《天盛长歌》和《仙境传说RO》3款游戏，并于2019年1月立项研发一款3D军事策略对战游戏。同时，公司也在缩减研发投入和研发人员等方面的费用支出，2018年公司研发投入金额3.67亿元，同比减少8.39%，研发人员共663人，同比减少25.51%。

表5 截至 2019 年 3 月末公司主要在研游戏产品（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
杯莫停	动作 RPG	2017 年 5 月	70%	约 2019 年 6 月	国漫 IP 的卡牌动作 RPG	1,500	1,800	充值付费
天盛长歌	MMO	2017 年 10 月	80%	待定	影视 IP 的 MMO 游戏	1,500	1,800	充值付费
仙境传说 RO	卡牌	2017 年 8 月	50%	待定	端游 IP 的 3D 卡牌游戏	1,000	800	充值付费
T 项目	手游	2019 年 1 月 1 日	Demo 制作阶段	2019 年 10 月	3D 军事策略对战游戏	3,000	1,000	虚拟道具收费
合计						7,000	5,400	-

资料来源：公司提供

从公司的经营计划来看，公司将通过出售部分老游戏产品等方式以回笼资金，继续维护运营剩余存量游戏产品，并重点提升其海外游戏发行及地方棋牌等休闲竞技游戏领域的竞争力。

整体来看，2018年以来受游戏版号审批暂停、总量调控及棋牌游戏整顿等监管政策影响，公司游戏业务收入下滑，2018年公司游戏业务收入为12.68亿元，同比下降11.32%，2019年一季度呈进一步下滑趋势，实现游戏业务收入2.09亿元，同比大幅下滑41.75%。目前公司已暂停大部分游戏研发工作，而公司现有游戏产品大多已处衰退期，未来公司游戏业务仍将进一步收缩。此外，棋牌类移动游戏的不规范运营则存在一定监管风险，若涉赌、涉传销更将面临法律风险，目前子公司一花科技运营的德州扑克类游戏已终止运营，未来公司若无法持续规范其他棋牌类游戏的运营，经营业绩仍将面临较大损失。

公司移动应用分发平台收入下滑，短期难有改善，且仍存在侵权风险

公司平台业务主要由深圳市为爱普信息技术有限公司（以下简称“为爱普”）运营，收入主要来源于移动应用分发平台“爱思助手”。爱思助手经营模式主要分APP应用广告合作（CPA、CPT）和手机游戏联运分成合作（CPS）。2018年受棋牌游戏整顿及版号暂停审批、国内苹果设备销量下降、苹果系统限制增加等因素影响，爱思助手游戏产品接入、用户活跃度及收入均出现不同程度下降。2018年爱思助手活跃用户数为5,013万人，同比减少16.91%，有效下载量为110,366万人次，同比大幅减少62.84%，共实现平台收入4.03亿元，同比下滑20.95%。由于上述影响因素在短期内仍将持续，公司平台业务收入难有改善。

表6 近年来爱思助手运营情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
有效下载量（万人次）	27,132	110,366	297,031
新增用户数（万人）	722	3,419	3,103
活跃用户数（万人）	3,504	5,013	6,034
总用户数（万人）	18,156	17,426	13,377
平台新上线的应用总数量（款）	13,740	14,566	3,120
日均分发量（次）	3,014,663	3,032,026	8,137,835

资料来源：公司提供

值得注意的是，爱思助手平台所从事的移动应用分发业务是以苹果公司iOS平台为支撑，但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，未来存在苹果公司继续加大平台限制甚至被苹果公司认定为侵权行为的风险。

公司互联网广告业务收入大幅下降，且助贷业务已停止运营，对公司业绩影响较大

公司互联网收入主要包括移动端收入和技术及咨询服务收入，2018年互联网收入为6.40亿元，同比下滑28.51%，主要系公司于2017年处置Avazu 100%股权减少了移动端收入以及移动互联网广告业务收入下滑、助贷业务终止运营所致。

公司技术及咨询服务业务主要由移动互联网广告业务和助贷业务构成，分别由幻想悦游全资子公司北京初聚科技有限公司（以下简称“初聚科技”）和公司之子公司霍尔果斯华喜创科信息科技有限公司（以下简称“华喜创科”）运营。初聚科技是幻想悦游旗下精准化移动广告服务商，主要为移动游戏及各类手机应用软件客户提供广告投放、精准营销等服务，投放区域主要为北美市场。受海外竞争加剧影响，初聚科技运营表现较差，其中，2018年初聚科技日均广告投放量同比大幅下降70%，日均点击量同比大幅下降69%，日均广告转化数同比大幅下降59%。

表7 初聚科技运营情况

项目	2018年	2017年
日均广告投放量（亿次）	7.00	23.56
日均点击量（万次）	863.72	2,827.09
广告转化数（万个）	9.20	22.62

资料来源：公司提供

华喜创科主要业务为与持牌小贷机构合作开展助贷业务，通过向借款人按每笔借贷金额的一定比例收取借贷服务费和贷款利息而获得收入。受监管政策影响，公司已于2018年9月起正式停止华喜创科的助贷业务，2018年华喜创科营业收入为3.52亿元，占当年公司营业收入的13.54%，随着该项业务的停止运营，对公司业绩影响较大。2019年一季度，公司互联网收入仅为0.47亿元，同比大幅下滑72.88%。

公司影视广告业务受外部环境影响较大，业务规模大幅缩减

公司影视广告业务由子公司北京合润德堂文化传媒股份有限公司（以下简称“合润传媒”）负责。2018年以来，受“娱乐圈补税”和“艺人片酬”等事件的影响，公司整体影视广告业务受到不利影响，且“限古令”等政策的出台以及电视台综艺节目招商规模下滑更是加剧电视剧广告植入业务和综艺节目广告业务市场的缩水，2018年公司影视广告收入为2.87亿元，同比增长8.11%，但毛利同比下滑7.42%。随着上述影响逐步显现，2019年第一季度，公司影视广告收入为0.52亿元，同比大幅下滑51.67%。

公司以劣后级身份发起设立的并购基金未能顺利退出，承担差额补足义务及巨额回购义务

2016-2017年公司以劣后级身份先后参与设立了5个并购基金，公司出资金额合计为8.88亿元，优先级及中间级份额出资额合计为25.52亿元，并购基金共对外投资30.21亿元。2018年以来因公司原实际控制人之一朱晔先生所持股份被司法冻结、公司收到法院民事裁定书等情形触发违约提前回购条款或因并购基金存续期届满，公司以劣后级身份参与的上述5个并购基金均未能顺利退出，需承担22.52亿元对优先级及中间级合伙人持有份额的回购义务。

同时，因上述并购基金所分别投资的标的深圳口袋科技有限公司（以下简称“口袋科技”）、无锡新游网络科技有限公司（以下简称“无锡新游”）、东阳嗨乐影视娱乐有限公司（以下简称“嗨乐影视”）、工夫影业（宁波）有限公司（以下简称“工夫影业”）和北京微影时代科技有限公司（以下简称“微影时代”）业绩均未达预期，2018年公司对上述并购基金持有份额计提可供出售金融资产减值准备合计8.05亿元，并确认对并购基金承担超额损失15.09亿元。

表8 公司参与设立的并购基金情况（单位：亿元）

基金名称	设立时间	出资结构级别	合伙人名称	到期日	公司出资额	优先级及中间级出资额	投资标的	投资金额	所持标的股比
深圳泰悦	2017年2月	优先级	歌斐资产	2020年2月	2.17	8.62	口袋科技	10.67	51.00%
		劣后级	乾坤翰海						
上海凯裔	2016年6月	优先级	平安汇通华城	2018年6月 (由于投资标的未退出,基金尚未清算)	1.50	9.00	无锡新游	9.00	90.00%
		中间级	平安汇通华源						
		中间级	金色木棉						
		劣后级	天神娱乐						
深圳浦睿	2017年8月	优先级	民生信托	2020年8月	0.80	3.93	嗨乐影视	3.84	32.00%
		中间级	东证融汇						
		劣后级	乾坤翰海						
乾坤问道	2016年12月	优先级	国投泰康	2019年12月	0.51	2.89	工夫影业	2.70	15.00%
		劣后级	天神娱乐						
天神中慧	2016年6月	优先级	天神娱乐	2018年11月 (由于投资标的未退出,基金尚未清算)	3.90	1.08	微影时代	4.00	3.46%
		中间级	安宏投资						
		中间级	融聚天下						
		劣后级	天神娱乐						
合计					8.88	25.52	-	30.21	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

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中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具保留意见的2018年度审计报告以及未经审计的2019年第一季度财务报表。其中，2018年审计报告形成保留意见的基础为：（1）未能对子公司口袋科技资产负债的准确性获取适当的审计证据；（2）未能对子公司华喜创科2018年12月31日助贷本金年末价值及收入的准确性获取适当的审计证据。报告均采用新会计准则编制。2018年公司新纳入合并范围的子公司有9家，不再纳入合并范围的子公司有1家。

2018年公司存在前期会计差错更正的情形，具体为子公司上海掌正网络科技有限公司（以下简称“掌正网络”）于2017年9月从无锡新游、阿拉山口市盛派华腾股权投资有限合伙企业（以下简称“盛派华腾”）、中安百联（北京）资产管理有限公司（以下简称“中安百联”）分别借入资金10,000.00万元、1,000.00万元、10,000.00万元，由国民信托有限公司作为受托人设立单一资金信托-伯睿5号单一资金信托向资金使用人发放贷款，贷款本金为20,800.00万元。公司对上述交易追溯调整，调整所影响的报表项目如下表所示。截止2018年12月31日，上述贷款本金已经全部收回，借款已经全部归还。以下分析的2017年数据采用的是2018年审计报告期初/上期数。

表9 会计差错更正追溯调整公司 2017 年审计报告报表科目（单位：元）

会计差错更正的内容	受影响的报表项目名称	累积影响数
确认单一资金信托计划	其他流动资产	208,000,000.00
确认外部借款本金	其他流动负债	210,000,000.00
确认外部借款应付利息	应付利息	1,271,232.88
确认外部借款费用	财务费用	3,826,788.44
冲减计入管理费用的利息支出	管理费用	-555,555.56
支付借款利息公司确认为支付其他与经营活动有关的现金进行审计调整	支付其他与经营活动有关的现金	-555,555.56
确认设立单一资金信托计划出资资金现金流	支付其他与投资活动有关的现金	208,000,000.00
确认收到外部借款资金现金流	收到其他与筹资活动有关的现金	210,000,000.00
确认支付外部借款利息现金流	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,555,555.56

资料来源：公司 2018 年年度报告

资产结构与质量

2018年公司计提巨额资产减值准备导致资产规模大幅减少，公司资产仍以商誉、长期股权投资及应收款项为主，流动性差，且仍存在一定减值风险

2018年公司对商誉、应收款项和可供出售金融资产、长期股权投资等资产共计提减值损失63.75亿元，导致公司资产规模同比大幅减少41.34%至85.70亿元。截至2019年3月末，公司资产仍以非流动资产为主。

表10 公司资产减值损失情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
坏账损失（应收款项）	17,468.97	3,576.79
可供出售金融资产减值损失	105,517.35	2,415.00
长期股权投资减值损失	100,793.35	425.68
固定资产减值损失	5,763.37	0.00

商誉减值损失	405,962.34	3,037.89
其他	2,019.18	0.00
合计	637,524.57	9,455.36

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收账款、预付款项和其他应收款。2018年末公司货币资金余额为7.89亿元，同比减少56.69%，主要系公司支付了幻想悦游、合润传媒原股东的股权转让款所致。公司货币资金中银行存款余额为6.26亿元，其他货币资金余额为1.63亿元，其中，作为履约保证金及质押担保而受限的资金共1.32亿元，占公司货币资金余额的16.74%。值得注意的是，2018年末公司货币资金中存放在境外的款项占比47.50%，公司本部货币资金余额仅102.68万元。截至2019年5月末，公司共有10个银行账户被法院冻结，冻结金额共计162.20万元。2018年末公司新增交易性金融资产4.81亿元，主要系公司根据子公司一花科技、合润传媒、幻想悦游在未完成业绩承诺情形下，确认的应由业绩承诺方承担并预计可收回的业绩补偿款。

公司应收账款主要为应收影视广告款及应收游戏运营商的收入分成，2018年末应收账款账面价值为6.38亿元，同比变化不大，2018年计提坏账准备金额为0.45亿元。截至2019年3月末，应收账款账面价值为5.96亿元。2018年末公司预付款项余额为2.04亿元，同比增长40.38%，主要系子公司幻想悦游为获取游戏运营授权而预付的游戏分成款及授权金所致；截至2019年3月末，预付款项余额为2.36亿元。公司其他应收账款主要由其他单位的暂借款和为爱普股权转让款构成，2018年末其他应收款账面价值为5.84亿元，同比大幅增长64.62%，主要系新增口袋科技和无锡新游的对外暂借款，2018年公司计提坏账准备金额为1.30亿元。前五名其他应收款欠款单位中，除为爱普股权转让款1.28亿元外，应收小明太极（湖北）国温文化有限公司、金色世纪文化传媒无锡有限公司、江苏众云网络科技有限公司和西藏飞叶创业投资管理有限公司四家企业暂借款合计1.63亿元，且账龄大多在1-2年。截至2019年3月末，其他应收款余额为5.23亿元。2018年末公司其他流动资产余额为1.11亿元，同比大幅减少77.39%，主要系理财产品赎回所致。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、商誉和其他非流动资产构成。2018年末公司可供出售金融资产余额5.79亿元，同比大幅减少63.22%，主要系公司对34家参投公司计提减值准备10.55亿元所致；2019年3月末，公司执行新金融工具准则，可供出售金融资产、其他权益投资工具、其他非流动金融资产余额分别为0.83亿元、2.82亿元和1.93亿元。2018年末长期股权投资余额为19.39亿元，同比减少16.41%，主要系公司对10家联营企业计提减值准备10.08亿元所致，其中对DotC United Inc计提减值准备9.01亿元；截至2019年3月末，长期股权投资余额为19.53亿元，占总资产的23.15%。2018年末公司商

誉账面价值为26.18亿元，同比大幅减少59.98%，主要系公司对6家子公司计提商誉减值准备40.60亿元；截至2019年3月末，商誉账面价值仍高达26.18亿元，占总资产的31.04%。值得注意的是，公司对外投资的企业多集中于游戏、影视等行业，受监管政策影响较大，且公司债务高企并涉及多起诉讼案件，对公司正常经营将产生较大影响，公司资产中商誉、长期股权投资和应收款项等规模仍较大，未来仍存在一定资产减值风险。

表11 2018年公司商誉减值情况（单位：万元）

公司名称	商誉账面原值	本期计提减值准备	账面余额
深圳市一花科技有限公司	90,195.75	90,013.05	182.70
雷尚（北京）科技有限公司	78,262.32	78,262.32	0.00
北京妙趣横生网络科技有限公司	50,364.66	42,665.47	4,661.30
北京幻想悦游网络科技有限公司	292,791.16	170,205.34	122,585.82
北京合润德堂文化传媒有限责任公司	52,016.30	19,533.41	32,482.89
上海凯裔投资中心（有限合伙）	9,952.12	5,282.75	4,669.37
深圳市为爱普信息技术有限公司	49,303.73	0.00	49,303.73
嘉兴乐玩网络科技有限公司	43,617.31	0.00	43,617.31
深圳泰悦投资中心（有限合伙）	4,314.80	0.00	4,314.80
合计	670,818.15	405,962.34	261,817.91

资料来源：公司2018年年度报告，中证鹏元整理

2018年末公司其他非流动资产余额为2.62亿元，同比减少36.45%，主要系公司对北京新美互通科技有限公司和北京蓝鲸时代科技有限公司的工商登记变更已完成，调整至可供出售金融资产所致；截至2019年3月末，其他非流动资产余额为2.62亿元。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	72,530.84	8.60%	78,913.28	9.21%	182,193.52	12.47%
交易性金融资产	48,069.75	5.70%	48,069.75	5.61%	0.00	0.00%
应收账款	59,597.06	7.06%	63,814.70	7.45%	64,348.04	4.40%
预付款项	23,614.17	2.80%	20,399.03	2.38%	14,531.70	0.99%
其他应收款	52,274.46	6.20%	58,421.64	6.82%	35,488.67	2.43%
其他流动资产	13,102.08	1.55%	11,055.96	1.29%	48,895.59	3.35%
流动资产合计	273,202.14	32.39%	284,270.71	33.17%	350,420.70	23.99%
可供出售金融资产	8,263.96	0.98%	57,933.31	6.76%	157,531.13	10.78%
其他权益投资工具	28,186.01	3.34%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动金融资产	19,308.82	2.29%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期股权投资	195,296.72	23.15%	193,911.50	22.63%	231,970.25	15.88%

商誉	261,817.91	31.04%	261,817.91	30.55%	654,143.28	44.78%
其他非流动资产	26,176.59	3.10%	26,196.91	3.06%	41,223.32	2.82%
非流动资产合计	570,357.64	67.61%	572,721.12	66.83%	1,110,423.16	76.01%
资产总计	843,559.78	100.00%	856,991.83	100.00%	1,460,843.85	100.00%

资料来源：公司 2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

整体来看，2018 年公司共计提资产减值准备高达 63.75 亿元，导致资产规模大幅减少。公司资产仍以商誉、长期股权投资及应收款项为主，截至 2019 年 3 月末，公司商誉、长期股权投资及应收款项账面价值合计为 56.95 亿元，占总资产的 67.51%，资产流动性差，且仍存在一定减值风险。

盈利能力

2018年公司产生巨额亏损，随着行业环境变化及公司自身债务压力加重，公司主营业务盈利能力大幅下降

受游戏版号暂停审批、总量调控、棋牌游戏整顿等监管政策影响，2018年以来公司盈利能力逐步下滑，2018年公司营业收入为25.99亿元，同比下滑16.20%。其中，游戏业务收入为12.68亿元，同比下滑11.32%，占公司营业收入的48.81%，仍是公司收入的主要来源。2019年一季度，营业收入为4.09亿元，同比大幅下滑44.90%。

分业务来看：（1）当前公司线上游戏产品大多已至衰退期，而受游戏版号审批暂停影响公司在研游戏均未如期上线，现已终止多项游戏研发，且受监管政策影响公司终止德州扑克类游戏运营，未来公司游戏业务仍将进一步收缩；（2）平台收入方面，由于爱思助手系面向苹果手机用户，业务主要为移动应用的分发，而游戏总量调控、国内苹果设备销量下降以及苹果系统限制等因素在短期内仍将持续，公司平台收入短期内难有改善；（3）互联网收入方面，公司互联网广告业务运营数据表现较差，且公司已停止助贷业务的运营，将对公司业绩产生较大不利影响。公司以劣后级身份发起设立的并购基金未能顺利退出，承担巨额超额损失。

2018年公司期间费用率（包含研发费用）为46.15%，同比增加13.88个百分点，资产减值损失为63.75亿元，同时确定对并购基金承担的超额损失导致营业外支出为15.16亿元，公司产生巨额亏损，净利润为-69.78亿元。整体来看，随着行业环境变化及公司自身债务压力加重，公司主营业务盈利能力仍将大幅下降。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
营业收入	40,874.67	259,881.12	310,137.50
财务费用	7,844.67	15,628.49	12,103.03
资产减值损失	430.87	637,524.57	9,455.36
营业利润	164.31	-534,479.38	135,465.76
营业外支出	0.00	151,589.86	2,869.85
利润总额	1,203.05	-685,098.70	132,911.41
净利润	-539.49	-697,795.85	123,705.18
综合毛利率	62.58%	65.09%	65.38%
期间费用率	62.39%	46.15%	32.27%
营业利润率	0.40%	-205.66%	43.68%
总资产回报率	-	-57.76%	13.16%
净资产收益率	-	-117.40%	16.25%
营业收入增长率	-44.90%	-16.20%	85.17%
净利润增长率	-102.17%	-664.08%	126.74%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流持续净流入，但规模大幅下降，且外部融资渠道严重受阻

公司收入主要来源于游戏业务，占款较少，业务回款较好，近年来公司经营性现金流持续净流入，2018年实现经营活动现金净流入2.75亿元，但受收入减少影响，规模同比大幅下降69.23%。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流持续净流出，其中，2018年投资活动现金流出主要为公司支付的幻想悦游、合润传媒的投资款，导致投资活动现金净流出5.38亿元。

筹资活动方面，2018年公司主要偿还较多银行、融资租赁及非金融机构等外部借款，导致当年筹资活动现金净流出9.20亿元。考虑到公司已形成多项逾期债务，且短期债务集中到期，公司外部融资渠道将严重受阻，债务压力大。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	-697,795.85	123,705.18
营运资本变化	107,313.73	-21,757.26
其中：存货减少（减：增加）	1,806.83	-2,091.00
经营性应收项目的减少（减：增加）	-18,131.86	-22,576.74

经营性应付项目的增加（减：减少）	123,638.76	2,910.47
经营活动产生的现金流量净额	27,529.53	89,481.48
投资活动产生的现金流量净额	-53,791.35	-198,366.76
筹资活动产生的现金流量净额	-91,953.34	238,526.06
现金及现金等价物净增加额	-116,486.99	126,449.38

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司逾期债务规模较大，有息债务大幅增加，短期流动性压力剧增

截至2019年4月末，公司负有清偿义务的已到期债务金额为37,928.25万元，逾期债务规模较大。

表15 截至 2019 年 4 月末，公司债务逾期情况（单位：万元）

贷款机构	债务形式	债务金额	借款到期日
华鑫国际信托有限公司	信托贷款	14,152.93	2019年4月10日
中信银行股份有限公司北京总行营业部	银行贷款	1,251.69	2019年4月3日
江苏银行股份有限公司北京分行营业部	银行贷款	4,069.40	2019年11月28日(提前到期)
上海浦东发展银行股份有限公司大连分行	银行贷款	1,671.79	2018年8月23日
杭州银行股份有限公司文创支行	银行贷款		2018年9月14日
中江国际信托股份有限公司	信托贷款	16,782.45	2018年12月
合计	-	37,928.25	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司以劣后级身份参与设立的并购基金因未能顺利退出，需承担共计25.52亿元的应付优先级及中间级合伙人份额的回购义务，导致公司负债规模大幅增加，截至2019年3月末，公司负债总额为61.02亿元，较2017年末增长20.47%。受公司大幅计提资产减值准备影响，截至2019年3月末，公司所有者权益大幅降至23.33亿元，较2017年末大幅减少75.55%。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	610,213.80	622,617.66	506,512.00
所有者权益	233,345.98	234,374.17	954,331.86
产权比率	261.51%	265.65%	53.08%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，主要包括短期借款、应付账款、其他应付款和其他流动

负债。2018年末，公司短期借款余额为5.69亿元，包括2.50亿元质押借款和3.19亿元保证借款，其中，已逾期未偿还的短期借款总额为1.88亿元。公司应付账款主要为应付广告栏目植入购买相关款项以及应付游戏分成，截至2019年3月末，应付账款余额3.16亿元，较2017年末变化不大。随着公司支付幻想悦游、合润传媒部分股权收购款，其他应付款大幅减少，截至2019年3月末，其他应付款余额为8.22亿元。其他流动负债系公司以劣后级身份参与设立的并购基金因未能顺利退出，需承担的25.52亿元应付优先级及中间级合伙人份额的回购义务，截至2019年3月末，其他流动负债余额为24.91亿元，较2017年末大幅增长806.38%。

公司非流动负债主要包括应付债券和长期应付款。应付债券为本期债券，截至2019年3月末，应付债券余额为9.97亿元。长期应付款主要为应付一花科技原股东的股权收购款，截至2019年3月末，长期应付款余额为5.46亿元。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,820.99	8.82%	56,854.66	9.13%	72,625.00	14.34%
应付账款	31,604.32	5.18%	27,830.05	4.47%	31,646.77	6.25%
其他应付款	82,211.44	13.47%	89,889.64	14.44%	191,877.97	37.88%
其他流动负债	249,104.64	40.82%	249,153.45	40.02%	27,483.46	5.43%
流动负债合计	437,462.52	71.69%	448,072.39	71.97%	344,597.35	68.03%
应付债券	99,686.76	16.34%	99,565.94	15.99%	99,299.24	19.60%
长期应付款	54,649.00	8.96%	56,285.01	9.04%	49,071.60	9.69%
非流动负债合计	172,751.28	28.31%	174,545.26	28.03%	161,914.64	31.97%
负债合计	610,213.80	100.00%	622,617.66	100.00%	506,512.00	100.00%
其中：有息债务	409,006.64	67.03%	411,968.30	66.17%	199,407.69	39.37%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务规模大幅增加，截至2019年3月末，有息债务规模高达40.90亿元，较2017年末大幅增长105.11%，其中短期有息债务规模为30.93亿元，公司集中偿付压力剧增。

2018年公司计提大额资产减值准备，同时以劣后级身份参与设立的并购基金因未能顺利退出，需承担优先级及中间级合伙人份额的回购义务，公司债务规模大幅增加，导致公司资产负债率大幅提升，截至2019年3月末，资产负债率为72.34%。同时，公司流动比率和速动比率均大幅降低，经营活动产生的现金流对负债保障程度大幅下降，短期流动性压力剧增。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	72.34%	72.65%	34.67%
流动比率	0.62	0.63	1.02
速动比率	0.62	0.63	1.00
EBITDA (万元)	-	-659,198.14	150,785.89
EBITDA 利息保障倍数	-	-41.99	12.69
有息债务/EBITDA	-	-0.62	1.32
债务总额/EBITDA	-	-0.94	3.36
经营性净现金流/流动负债	-	0.06	0.26
经营性净现金流/负债总额	-	0.04	0.18

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月17日），公司本部存在1笔逾期贷款，不良和违约负债余额为3,575.00万元，且存在6笔欠息记录，最近一次结清日期为2019年4月30日。

根据公司公告，截至2019年4月末，公司本部及其控股子公司共有4笔逾期银行贷款以及2笔逾期信托贷款，负有清偿义务的已到期债务金额合计为37,928.25万元，逾期债务规模较大。

（二）或有事项分析

截至2019年5月末，公司或全资子公司作为被告或被申请人涉及的诉讼（仲裁）事项合计13件，涉及争议金额合计达22.56亿元（大多已体现在公司有息债务）。公司共有10个银行账户处于冻结状态，合计被冻结资金162.20万元；1个证券账户被冻结，涉及世纪华通股票14,416,410股；9家子公司股权被司法冻结，包括：天神互动、合润传媒、华喜创科、雷尚科技、幻想悦游、妙趣横生、嘉兴乐玩、深圳天神中慧投资中心（有限合伙）（以下简称“天神中慧”）、乾坤问道。上述事项可能对公司正常经营产生重大影响，并严重影响公司再融资能力。

表19 截至 2019 年 5 月末，公司作为被告/被申请人涉及的诉讼/仲裁事项

诉讼（仲裁）基本情况	涉案金额(万元)	诉讼（仲裁）进展
周永红诉天神娱乐股权转让纠纷	646.56	审理中
杭州银行股份有限公司文创支行诉天神娱乐、天神互动、朱晔、石波涛金融借款合同纠纷	9,633.2	调解结案
深圳平安大华汇通财富管理有限公司诉天神娱乐、天神互动、朱晔合伙企业投资份额转让纠纷	6,104.23	审理中
融聚天下投资管理（深圳）有限公司诉天神娱乐、朱晔、天神中慧财产份额回购纠纷	8,162.99	审理中
芜湖歌斐资产管理（深圳）有限公司诉天神娱乐、朱晔合伙企业权益份额回购及差额补足纠纷	94,542.14	审理中
中江国际信托股份有限公司诉天神娱乐、朱晔借款合同纠纷	16,783.44	审理中
上海菲狐网络科技有限公司诉天神互动联营合同纠纷	56	审理中
中国民生信托有限公司诉天神娱乐、朱晔合同纠纷案	32,232.74	审理中
华鑫国际信托有限公司诉天神互动、天神娱乐股票收益权转让和回购合同纠纷	14,152.93	执行中
东证融汇证券资产管理有限公司诉天神娱乐、朱晔合同纠纷	8,279.1	审理中
江苏银行股份有限公司北京分行营业部诉天神娱乐、天神互动、雷尚科技合同纠纷	4,069.4	执行中
国投泰康信托有限公司诉天神娱乐、朱晔合伙企业权益份额回购及差额补足纠纷	29,646.96	审理中
中信银行股份有限公司总行营业部诉天神互动、朱晔、石波涛贷款合同纠纷	1,251.69	审理中
合计	225,561.38	-

资料来源：公司公告

表20 截至 2019 年 5 月末，公司银行账户被冻结情况

公司名称	开户行	被冻结资金（元）	账户性质
天神娱乐	浦发银行大连民主广场支行	8,641.53	基本户
天神娱乐	浦发北京慧忠支行	70,151.22	一般户
天神娱乐	恒丰银行苏州营业部	10,692.05	一般户
天神娱乐	浙商银行天津分行	117,220.27	一般户
天神娱乐	杭州银行文创支行	5,057.35	一般户
天神娱乐	光大银行惠新西街支行	117,829.24	专用户
天神互动	广发银行北京京广支行	578,362.60	基本户
天神互动	交通银行北京东区支行	578,362.60	一般户
天神互动	广发银行北京京广支行	105,625.00	一般户
天神互动	广发银行北京京广支行	30,025.90	美元户
合计		1,621,967.78	-

资料来源：公司公告

表21 截至 2019 年 5 月末，公司证券账户被冻结情况

公司名称	开户机构	被冻结证券	被冻结资金（元）
天神娱乐	中国银河证券股份有限公司	世纪华通股票：14,416,410 股	8,986,702.28

资料来源：公司提供

表22 截至 2019 年 5 月末，公司持有子公司股权被冻结情况

被冻结人	被冻结股权的公司名称	被冻结人持有股权、其他投资权益的数额（万元）	被冻结人持有股权、其他投资权益的比例
天神娱乐	天神中慧	3,900.00	78.16%
天神娱乐	合润传媒	5,781.60	96.36%
天神娱乐	华喜创科	650.00	65.00%
天神娱乐	天神互动	3,281.60	100.00%
天神娱乐	妙趣横生	500.67	95.00%
天神娱乐	幻想悦游	112.25	93.54%
天神娱乐	嘉兴乐玩	420.00	42.00%
天神娱乐	雷尚科技	1,000.00	100.00%
天神娱乐	乾坤问道	5,100.00	15.00%

资料来源：公司公告

七、评级结论

公司逾期债务规模较大，截至2019年4月末，公司负有清偿义务的已到期债务金额为3.79亿元，且短期流动性压力剧增。2018年公司产生巨额亏损，净利润为-69.78亿元，受监管政策影响，公司已终止运营德州扑克类游戏产品和助贷业务，目前公司线上游戏产品大多已至衰退期，而在研游戏均未如期上线，现已终止多项游戏的研发，未来公司主营业务盈利能力仍将大幅下降。2018年以来公司涉及多起诉讼（仲裁）案件，部分子公司股权、银行账户、证券账户被冻结，截至2019年5月末，公司或全资子公司作为被告或被申请人涉及的诉讼（仲裁）事项合计13件，涉及争议金额合计达22.56亿元（大多已体现在公司有息债务），公司共有9家子公司股权被司法冻结、10个银行账户处于冻结状态，合计被冻结资金162.20万元以及1个证券账户被冻结，上述事项可能对公司正常经营产生重大影响，并严重影响公司再融资能力。2018年末公司对商誉、应收账款和可供出售金融资产等共计提减值准备63.75亿元，导致公司资产规模同比大幅减少41.34%至85.70亿元。截至2019年3月末，公司商誉、长期股权投资及应收款项账面价值合计为56.95亿元，占总资产的67.51%，资产流动性差。目前，公司处在无控股股东及实际控制人状态，且2018年以来公司管理层及在职员工人数变动较大。

基于以上分析，中证鹏元对公司及本期债券的2019年度跟踪评级结果为：本期债券信

用等级下调为BB，移出信用评级观察名单，公司主体长期信用等级下调为BB，移出信用评级观察名单，评级展望维持为负面。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	72,530.84	78,913.28	182,193.52	55,738.92
交易性金融资产	48,069.75	48,069.75	0.00	0.00
应收票据及应收账款	60,137.06	64,354.70	64,448.04	40,815.25
其他应收款	52,274.46	58,421.64	35,488.67	9,616.25
可供出售金融资产	8,263.96	57,933.31	157,531.13	146,316.33
长期股权投资	195,296.72	193,911.50	231,970.25	6,765.38
商誉	261,817.91	261,817.91	654,143.28	455,277.46
总资产	843,559.78	856,991.83	1,460,843.85	739,026.02
短期借款	53,820.99	56,854.66	72,625.00	6,100.00
其他应付款	82,211.44	89,889.64	191,877.97	71,566.48
其他流动负债	249,104.64	249,153.45	27,483.46	325.25
应付债券	99,686.76	99,565.94	99,299.24	0.00
长期应付款	54,649.00	56,285.01	49,071.60	49,071.60
总负债	610,213.80	622,617.66	506,512.00	170,711.09
有息债务	409,006.64	411,968.30	199,407.69	16,092.14
所有者权益合计	233,345.98	234,374.17	954,331.86	568,314.93
营业收入	40,874.67	259,881.12	310,137.50	167,486.06
营业利润	164.31	-534,479.38	135,465.76	56,186.99
净利润	-539.49	-697,795.85	123,705.18	54,557.81
经营活动产生的现金流量净额	9,331.04	27,529.53	89,481.48	50,216.17
投资活动产生的现金流量净额	4,779.64	-53,791.35	-198,366.76	92,794.84
筹资活动产生的现金流量净额	-17,747.76	-91,953.34	238,526.06	-161,331.92
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	62.58%	65.09%	65.38%	59.28%
期间费用率	62.39%	46.15%	32.27%	25.94%
营业利润率	0.40%	-205.66%	43.68%	33.55%
总资产回报率	-	-57.76%	13.16%	8.03%
净资产收益率	-	-117.40%	16.25%	10.27%
营业收入增长率	44.90%	-16.20%	85.17%	78.02%
净利润增长率	-102.17%	-664.08%	126.74%	53.07%
资产负债率	72.34%	72.65%	34.67%	23.10%
流动比率	0.62	0.63	1.02	1.20
速动比率	0.62	0.63	1.00	1.20
EBITDA（万元）	-	-659,198.14	150,785.89	60,769.01

EBITDA 利息保障倍数	-	-41.99	12.69	28.93
有息债务/EBITDA	-	-0.62	1.32	0.26
债务总额/EBITDA	-	-0.94	3.36	2.81
经营性净现金流/流动负债	-	0.06	0.26	0.53
经营性净现金流/负债总额	-	0.04	0.18	0.29

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录三 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。