

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]169 号

---

星辉互动娱乐股份有限公司：

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

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



# 信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]169 号

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

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



## 跟踪评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与星辉互动娱乐股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与星辉互动娱乐股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由星辉互动娱乐股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受星辉互动娱乐股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 星辉互动娱乐股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 6 月 24 日



## 星辉互动娱乐股份有限公司

# 主体及“15星辉债”2019年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】169号

### 跟踪评级结果

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
债项信用等级：AA  
评级时间：2019年6月24日

### 上次评级结果

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
债项信用等级：AA  
评级时间：2018年6月27日


### 债项概况

债项简称：“15星辉债”  
发行金额：7.50亿元  
存续期：2015年11月25日至2020年11月25日，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权  
偿还方式：单利按年付息，到期一次还本

### 评级小组负责人

刘涛 

评级小组成员 

朱经纬 杜梅一 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层  
100600

### 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场保持较高的市场竞争力；2018年，公司数款游戏产品市场表现较好，业务毛利润和毛利率大幅提升；2018年公司体育业务收入和毛利润大幅增长，成为公司收入和利润的重要补充。

同时，东方金诚也关注到，2018年，国内外玩具市场需求下滑，我国玩具出口交货总额增速回落较大，受此影响公司玩具及衍生品销售收入和毛利润均有大幅下降；

公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，计提部分减值，未来仍有一定减值风险；受大额游戏上线推广费影响，2018年公司期间费用大幅上升，利润对投资收益的依赖仍较大；跟踪期内，公司债务规模下降，短期有息债务金额增长，短期偿债压力有所上升。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15星辉债”债项信用等级为AA。



### 跟踪评级结果

主体信用等级: AA  
评级展望: 稳定  
债项信用等级: AA  
评级时间: 2019年6月24日

### 上次评级结果

主体信用等级: AA  
评级展望: 稳定  
债项信用等级: AA  
评级时间: 2018年6月27日

### 债项概况

债项简称: “15星辉债”  
发行金额: 7.50亿元  
存续期: 2015年11月25日至2020年11月25日, 附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权  
存续金额: 0.37亿元  
偿还方式: 单利按年付息, 到期一次还本

评级小组负责人  
刘涛

评级小组成员 朱经纬  
朱经纬 杜梅一  
邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn  
电话: 010-62299800  
传真: 010-62299803  
地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

### 主要数据和指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1~3月
资产总额(亿元)	51.22	59.80	59.56	59.13
所有者权益(亿元)	24.08	26.15	27.65	27.66
全部债务(亿元)	18.96	26.98	25.27	23.68
营业收入(亿元)	23.93	27.55	28.20	5.10
利润总额(亿元)	4.53	2.55	2.44	0.26
EBITDA(亿元)	6.89	5.71	6.24	-
营业利润率(%)	33.13	31.17	44.62	41.45
净资产收益率(%)	18.92	9.46	8.71	-
资产负债率(%)	52.99	56.27	53.58	53.21
全部债务资本化比率(%)	44.06	50.79	47.75	46.12
流动比率(%)	92.08	71.38	64.79	58.73
全部债务/EBITDA(倍)	2.75	4.73	4.05	-
EBITDA利息倍数(倍)	6.66	5.47	4.46	-

注:表中数据来源于公司2016年~2018年经审计的合并财务报告及2019年1~3月未经审计的合并财务报表。

### 优势

- 公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一,在国内外车模产品市场保持较高的市场竞争力;
- 2018年,公司数款游戏产品市场表现较好,业务毛利润和毛利率大幅提升;
- 2018年公司体育业务收入和毛利润大幅增长,成为公司收入和利润的重要补充。

### 关注

- 2018年,国内外玩具市场需求下滑,我国玩具出口交货总额增速回落较大,受此影响公司玩具及衍生品销售收入和毛利润均有大幅下降;
- 公司商誉规模较大,跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响,计提部分减值,未来仍有一定减值风险;
- 受大额游戏上线推广费影响,2018年公司期间费用大幅上升,利润对投资收益的依赖仍较大;
- 跟踪期内,公司债务规模下降,短期有息债务金额增长,短期偿债压力有所上升。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及星辉互动娱乐股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于星辉互动娱乐股份有限公司（以下简称“星辉娱乐”或“公司”）提供的 2018 年度审计报告、2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

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

星辉娱乐前身为广东星辉塑胶实业有限公司，由自然人陈雁升和自然人陈冬琼共同出资组建，于 2000 年 5 月 31 日在澄海市工商行政管理局注册，注册资本为 100 万元。其中，陈雁升与陈冬琼各以货币出资 50 万元。2008 年 5 月 28 日，广东星辉塑胶实业有限公司完成股份制改革，更名为广东星辉车模股份有限公司。2009 年 12 月 25 日，公司经中国证券监督管理委员会“证监许可[2009]1459 号文”核准，向社会公开发行 1320 万股人民币普通股，并于 2010 年 1 月 20 日在深圳证券交易所创业板上市交易，股票代码 300043，证券简称“星辉车模”，发行后的总股本 5280.00 万股。2014 年 3 月 25 日，公司更名为广东星辉互动娱乐股份有限公司，证券简称“星辉娱乐”。截至 2019 年 3 月末，星辉娱乐总股本为 124419.84 万股，其中陈雁升持股 32.77%，陈冬琼持股 13.36%，两人合计持有 46.13% 的股份。公司实际控制人为陈雁升和陈冬琼夫妇。

跟踪期内，公司继续巩固玩具及衍生品业务，自主开发了多款玩具产品，获得了较好的市场表现。公司于 2018 年 1 月与德国宝马汽车公司正式签订为期 6 年的全球独占性授权合同，成为宝马公司动态车模、儿童自行车系列产品的全球唯一授权商，巩固了公司在车模领域的龙头地位。同期，公司继续加强游戏业务的开发和合作，公司研发、腾讯代理发行的《三国群英传-霸王之业》以及 2018 年公司自研并发行运营的《苍之纪元》等游戏屡受行业好评，推动公司游戏业务收入和毛利率水平继续增长。

截至 2018 年末，公司（合并）资产总额为 59.56 亿元，所有者权益为 27.65 亿元，资产负债率为 53.58%。2018 年，公司实现营业收入 28.20 亿元，利润总额 2.44 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司（合并）资产总额 59.13 亿元，所有者权益为 27.66 亿元，资产负债率为 53.21%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.10 亿元；利润总额 0.26 亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2584号文核准，公司于2015年11月发行7.5亿元公司债券，债券简称“15星辉债”，票面利率为6.3%，起息日为2015年11月25日，到期日为2020年11月25日，到期一次性还本付息，附2018年11月25日发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。截至本报告出具日，本期债券募集资金扣除发行费用后均已用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。公司于2018年11月24日完成7.13亿元的债券回售，“15星辉债”2018年11月25日至2020年11月25日票面利率上调为7.10%，存续金额0.37亿元。

截至本报告出具日，“15星辉债”回售本金及应付利息均正常支付。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

**2019年一季度宏观经济运行好于预期，GDP增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度GDP增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解**

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3月国内生产总值为213433亿元，同比增长6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.3个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响，今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3月同比增长4.4%，增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于

上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

## 政策环境

### M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

### 减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定



宏观经济运行中的作用将更加突出。

## 行业分析

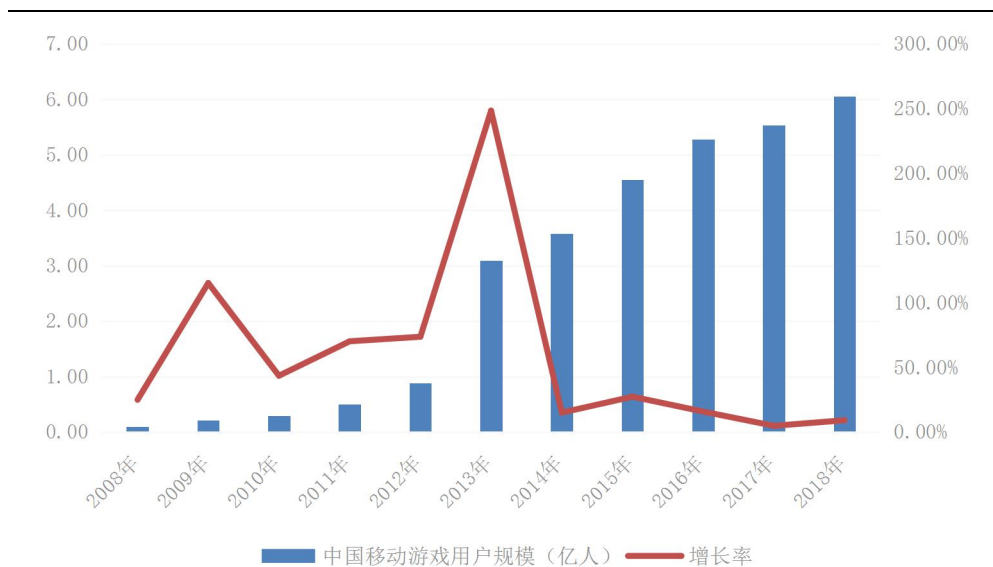
跟踪期内，星辉娱乐收入和利润仍主要来源于游戏和玩具及衍生品业务，分别属于游戏行业及玩具制造业。

### 游戏行业

2018年，我国游戏市场用户规模及销售收入继续增长，移动游戏为行业增长的主要动力

中国游戏行业是我国娱乐产业的重要组成部分。近年来我国游戏用户规模持续上升。一方面，随着人民生活水平的快速提升，人们对娱乐的需求越来越重视；另一方面，我国光纤网络和移动4G网络的全面普及为网络游戏的发展提供了良好的硬件设施。2018年手游玩家规模为6.05亿人，同比增长9.21%。

图 1：2008年~2018年国内手游玩家人数



资料来源：中国音数协游戏工委《2018年中国游戏产业报告》，东方金诚整理

根据中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG 中新游戏研究）、国际数据公司（IDC）共同发布的《2018年中国游戏产业报告》，中国游戏收入主要由移动游戏、客户端游戏、网页游戏及其他构成，占比分别为62.5%、28.9%、5.9%及2.1%。网络游戏主要包括移动游戏、客户端游戏及网页游戏。2018年，移动游戏多个细分市场发力，移动游戏用户潜力较大。

图 2：2008 年~2018 年中国移动游戏市场规模



资料来源：中国音数协游戏工委《2018 年中国游戏产业报告》，东方金诚整理

近年来，中国游戏市场销售收入逐年增长，增速有所下降。根据《2018 年中国游戏产业报告》数据显示，2018 年国内移动游戏市场规模达到 1339.6 亿元，同比增长 15.36%，相对之前增速大幅放缓，不过仍然是游戏行业规模增速最高的细分领域。

**我国网络游戏市场竞争激烈，游戏用户接近饱和，2018 年游戏版号暂停审核后恢复发放的速度较慢，对行业内企业盈利产生不利影响**

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

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

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

2016 年 5 月开始，游戏版号<sup>1</sup>政策发生重大更变，未获得游戏版号的移动游戏不得上网出版运营。自此，游戏版号的获批成为游戏变现的必要条件。2016 年 6

<sup>1</sup> 全称《网络游戏电子出版物审批》，是新闻出版总署批准相关游戏出版运营的批文号的简称，是由新闻出版总署审核发布的对于游戏根据游戏软件著作权，含网络游戏法和计算机游戏软件保护条例等法律法规的规定，含网络游戏法的保护

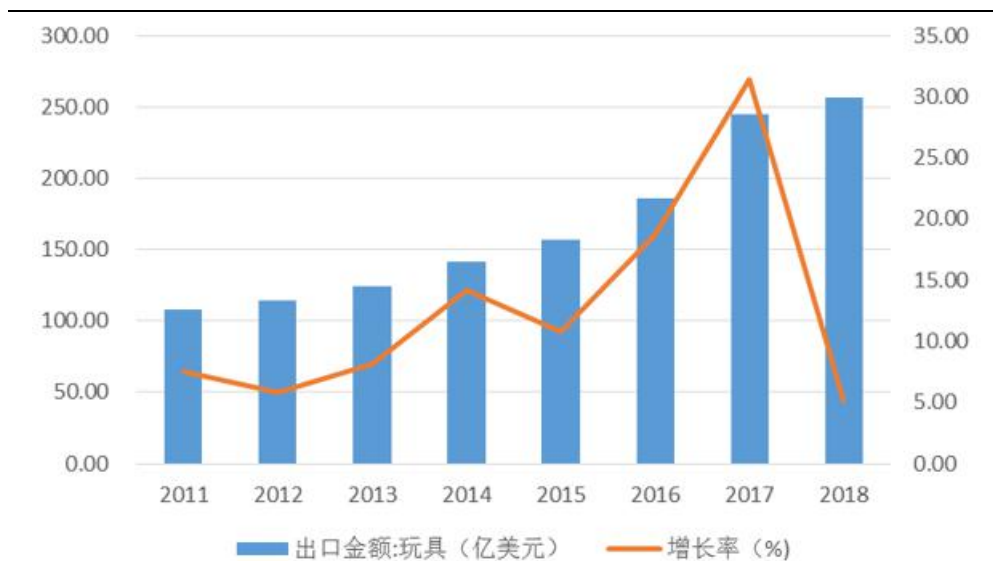
月广电总局宣布，自 2016 年 7 月 1 日起所有上线运营的手游都需要办理版号，存量游戏开始申请补办版号。2016 年 7 月~2018 年 3 月这一年半的时间中，游戏版号审批相对宽松，相关政策具备较强稳定性。2018 年 3 月，由于国务院机构调整，版号无法核发，游戏审批暂停，这一态势持续了 9 个月，至 2018 年 12 月底，游戏版号恢复发放，但恢复后审批速度大不如前，并且由于九个月的审批暂停造成库存产品积压，版号发放总量收缩，未来新游戏上线速度有所回升但整体仍较 2017 有所下降，对行业内企业盈利产生不利影响。

### 玩具制造业

**2018 年，我国玩具出口交货总额增速回落较大，行业内企业主营业务收入增速大幅放缓，利润总额下滑明显**

中国玩具产量占全球玩具产量的 75% 左右，玩具产业是出口导向型产业，出口外销占比较大。近年来，国内玩具出口交货额波动增长。2018 年，中国玩具行业出口交货总额为 256.92 亿美元，同比增长 5.15%，增速下降 26.22 个百分点，主要受贸易摩擦影响。根据工信部数据，2018 年 1~9 月，玩具行业主营业务收入 1413.70 亿元，同比增长 0.8%；利润总额 55.30 亿元，同比下降 13.9%。

图 3：2012 年~2018 年国内玩具出口交货情况



资料来源：工信部，东方金诚整理

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

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

在全球玩具行业的产业价值链中，美泰、孩之宝、乐高、万代等玩具品牌生产企业处于价值链高端。我国玩具行业产业集群效应明显，具有显著的区域分布特征，

主要集中在广东、山东、江苏、浙江等沿海地区。广东是我国最大的玩具生产和出口基地，而汕头是广东玩具生产企业最为集中、科技创新能力和产品科技含量最高的地区之一，产业集群效应明显。虽然我国玩具行业以广东地区为核心，已经发展形成了完整的产业链，但由于起步较晚，产业链上游和中游的国内领先企业，无论是技术水平，还是市场竞争能力方面，均与上述国际领先企业有较大的差距。

## 业务运营

跟踪期内，受益于体育业务的快速增长，公司营业收入有所提升，毛利率的大幅提升主要来源于体育和游戏业务

星辉娱乐业务收入及毛利润主要来自游戏业务、玩具及衍生品业务和体育业务。2018年，公司营业收入28.20亿元，同比增长2.35%，主要因体育业务收入增长所致。从收入构成看，公司收入主要来源于游戏业务、体育业务和玩具及衍生品业务，2018年分别占比46.02%、30.56%和19.94%，体育业务占比增长较大。公司其他业务主要为原材料收入及租金收入。

表 1：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
游戏业务	11.30	47.21	13.78	50.02	12.98	46.02	1.77	34.66
玩具及衍生品业务	7.01	29.28	6.76	24.55	5.62	19.94	0.98	19.15
车模	5.18	21.66	4.58	16.62	3.99	14.14	0.71	13.96
婴童用品	1.83	7.62	2.18	7.93	1.63	5.80	0.27	5.19
体育业务	4.81	20.09	5.96	21.67	8.62	30.56	2.07	40.76
电视转播权	2.98	12.45	3.80	13.79	4.34	15.40	1.05	20.68
赞助及广告	0.56	2.34	0.59	2.15	0.67	2.36	0.33	6.41
票务、会员	0.59	2.44	0.68	2.48	0.76	2.70	0.17	3.5
球员转会	0.49	2.07	0.66	2.40	2.60	9.21	0.44	8.63
足球衍生品	0.19	0.79	0.23	0.85	0.25	0.89	0.08	1.54
其他业务	0.82	3.42	1.04	3.76	0.98	3.48	0.28	5.43
合计	23.93	100.00	27.55	100.00	28.20	100.00	5.10	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司毛利润为12.73亿元，同比增加45.15%；毛利率45.09%，同比增长13.28个百分点，大幅提升，主要系体育业务和游戏业毛利提升所致，分别为39.63%和54.29%，同比分别提升17.65个百分点和19.65个百分点。



表 2：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主要业务毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
游戏业务	3.69	32.67	4.78	34.64	7.05	54.29	1.14	64.53
玩具及衍生品业务	2.49	35.58	2.49	36.85	2.11	37.52	0.36	36.82
车模	1.86	35.88	1.72	37.51	1.49	37.45	0.27	37.48
婴童用品	0.63	34.43	0.77	35.47	0.62	37.69	0.09	35.04
体育业务	1.74	36.19	1.31	21.98	3.42	39.63	0.59	28.63
电视转播权	0.83	27.83	0.43	11.26	0.56	12.88	0.24	23.10
赞助及广告	0.19	33.48	0.1	17.66	0.12	18.59	0.09	28.66
票务、会员	0.18	30.81	0.12	17.76	0.14	18.59	0.05	28.66
球员转会	0.39	79.51	0.48	73.10	2.43	93.44	0.15	33.76
足球衍生品	0.15	79.41	0.18	75.13	0.17	65.52	0.06	74.12
其他业务	0.13	16.16	0.19	17.87	0.15	14.83	0.06	20.83
合计	8.05	33.67	8.77	31.81	12.73	45.09	2.15	42.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年 1~3 月，公司营业收入 5.10 亿元，毛利润 2.15 亿元，毛利率 42.22%。与去年同期相比，营业收入和毛利润均有所下降，主要是游戏业务和玩具及衍生品业务收入和毛利润有所下降。

### 游戏业务

公司专注于网页网络游戏、移动网络游戏的研发和运营。其中，子公司广东星辉天拓互动娱乐有限公司主要负责页游和手游产品的运营，畅娱天下主要负责手游产品的运营。同时，公司还通过子公司珠海星辉投资管理有限公司（以下简称“珠海星辉”）对一些页游、手游的研发平台进行投资，以及时发现业内优秀开发团队和有潜力的产品，拓展公司的业务空间。

公司形成“研发+发行+运营”的一体化经营能力，依托优质渠道关系，跟踪期内，数款游戏产品均获得较好的市场表现，毛利润和毛利率有较大提升，是公司最重要的收入和利润来源

公司游戏业务已经形成“研发+发行+运营”的一体化全流程运行模式。公司建立了较强的团队，通过国际化、系列化、品牌化的产品开发策略专注于精品网络游戏的研发和发行。“星辉游戏”品牌多年来连续获得“金翎奖”、“天府奖”、“金钻奖”、“金苹果奖”等数个游戏行业主要奖项。目前，公司已有较为充分的 IP 储备，拥有包括《三国群英传》、《盛唐幻夜》、《热血传奇》等 20 多款 IP 授权。

销售渠道方面，公司凭借与腾讯开放平台、今日头条、硬核联盟等优质渠道的长期合作关系，形成了优秀的独家代理发行能力，也获得了多款游戏产品在腾讯平台的独家代理权，能够进行全球化的流量投放和大数据分析。

跟踪期内，公司研发、腾讯代理发行的《三国群英传-霸王之业》以及 2018

年公司自研并发行运营的古风唯美二次元手游《苍之纪元》等游戏屡受行业好评，其中《苍之纪元》已于2018年3月在国内全平台正式首发，凭借创新玩法和精良的品质，《苍之纪元》上线后便获得玩家的好评，获得苹果App Store应用商店中国区游戏品类免费榜第8名、畅销榜第9名、角色扮演类游戏第1名的榜单成绩，并获得TapTap、腾讯应用宝、UC等数十家主流游戏渠道的主推，首发一个月注册用户突破400万，峰值月流水超过1亿，成为国内二次元手机游戏产品中有力的竞争者之一。

2018年，公司游戏业务实现收入12.98亿元，同比下降5.81%，主要系跟踪期内处置原子公司广州趣丸网络科技有限公司（以下简称“趣丸网络”<sup>2</sup>）5%股权所致<sup>3</sup>。交易完成后，公司持有趣丸网络剩余27.87%的股权，转入长期股权投资进行核算，趣丸网络不再纳入公司合并范围。如剔除趣丸网络影响，按同口径统计，公司2018年度游戏业务营业收入同比增长52.37%。

2018年，公司游戏业务毛利润7.05亿元，同比增长47.49%；毛利率54.29%，同比增长19.65个百分点，毛利率大幅增长主要系公司剥离趣丸网络运营的平台类游戏业务，而平台类游戏毛利率较低；同时，公司自主研发的游戏《三国群英传-霸王之业》和《苍之纪元》盈利能力强，毛利率高，进一步推升了游戏业务整体毛利率。《三国群英传-霸王之业》于2017年9月上线，2018年流水达到13.35亿元，收入2.81亿元，毛利率达到88.57%；《苍之纪元》于2018年3月上线，2018年全年流水3.57亿元，收入2.06亿元，毛利率达到100%。2019年1~3月，公司游戏业务实现收入1.77亿元，毛利润1.14亿元，毛利率64.53%。

**手游是公司游戏业务收入和利润的主要来源，跟踪期内收入和流水稳定，游戏受认可度较高，公司与影视、动画公司合作，共同进行IP孵化，未来前景较好**

公司游戏业务收入主要来自手游业务，跟踪期内，公司手游业务收入12.46亿元，同比减少1.03%，占游戏业务收入比重95.99%。2018年公司手游流水为26.41亿元，同比减少1.16%。

表3：截至2018年末公司主要手游产品情况

单位：%、万元、元/人

游戏名称	投入市场时间	渠道商	参与模式	次日留存率	付费率	付费ARPU值
游戏一	2018.3	苹果、硬核	自主运营	31	4	350.70
游戏二	2017.9	腾讯	联合运营	38.79	10.88	1049.94
游戏三	2017.12	苹果、硬核	联合运营	27	14	741.78
游戏四	2018.5	苹果、硬核	自主运营	29	13	243.09
游戏五	2016.6	苹果、硬核	自主运营	24	9	1361.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>2</sup> 趣丸网络是2017年和2018年中国互联网企业100强上榜企业，2017年营业收入为7.76亿元，净利润0.33亿元。

<sup>3</sup> 出于公司总体战略和未来发展的考量，以及支持趣丸网络寻求独立上市的意愿，公司于2018年6月，向创始人宋克转让了趣丸网络5%的股权及樟树市盛趣投资管理中心（有限合伙）的财产份额0.3110%，趣丸网络整体估值为人民币10.20亿元，5%股权对应价值为5100万元，樟树盛趣整体估值为人民币1.93亿元，0.311%财产份额对应价值为60万元。

回款方式方面，公司手游的收入由运营商后台统计后按比例逐月返还，账期约为两个月。公司的主要合作运营商为苹果、安卓等大型运营平台，不存在拖欠款情况。2019年公司新研发并计划投入市场的手游产品详见下表。

表 4：2019 年公司新研发并计划投入市场的手游产品情况

单位：%、万元

项目	预计分成比例	前期投入金额	预计月流水额峰值
游戏一	30	983.00	2059.90
游戏二	67	1406.00	1658.40
游戏三	53	578.00	1412.31
游戏四	49	1055.00	1345.00
游戏五	40	1506.00	1269.90
合计		5528.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司共运营页游产品 2 款。2018 年，公司页游产品次日留存率大部分保持在 30% 以上，位于行业平均水平 12% 之上。同期，付费率和付费 ARPU 值因产品战略差异和处于生命周期的阶段不同<sup>4</sup>而具有一定参差。2018 年公司页游总流水<sup>5</sup>为 2.14 亿元，实现收益分成金额为 0.52 亿元，较 2017 年分别下降 37.79% 和 57.67%。截至 2019 年 3 月末，公司无页游产品的研发计划，未来在该领域的投入主要是对现有页游产品的维护支出。

表 5：截至 2018 年末公司主要页游产品情况<sup>6</sup>

单位：%、元/人

游戏名称	投入市场时间	次日留存率	付费率	付费 ARPU 值 (月均)
游戏一	2012	34	12	473.42
游戏二	2014	37	12	814.95

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 玩具及衍生品业务

公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场继续保持较高的市场竞争力

公司玩具及衍生品业务主要专注于动态车模、静态车模、收藏型车模和婴童产品的生产、研发及销售。作为国内玩具制造行业的龙头企业之一，公司具有较强的品牌优势和技术实力。目前，公司已经实现了星辉车模、星辉婴童、自有品牌的多品牌战略，涵盖动态、静态车模、儿童三轮车、自行车、电动童车、滑板车、手推车等多元化产品线，总计超过 400 款优质玩具产品，覆盖所有年龄段。2018 年，公司在玩具及衍生品板块共申请专利 19 项，其中实用新型专利 14 项、外观专利 5

<sup>4</sup> 页游具有一定生命周期，通常与月流水峰值呈正相关性。页游产品的平均生命周期为 3 年，半年至一年时间内到达月流水峰值。

<sup>5</sup> 某款游戏中的游戏玩家在一段时间中累计充值金额。

<sup>6</sup> 代理的没有前期制作成本。

项。

正版授权、高品质的产品是星辉娱乐玩具及衍生品业务的核心竞争力之一。跟踪期内，公司持续丰富 IP 储备，并于 2018 年 1 月与德国宝马汽车公司正式签订为期 6 年的全球独占性授权合同，成为宝马公司动态车模、儿童自行车系列产品的全球唯一授权商，巩固了公司在车模领域的龙头地位。截至 2019 年 3 月末，公司已经获得宝马、奔驰、奥迪等 30 多个知名汽车品牌的超过 300 款车型生产的品牌授权。

**跟踪期内，公司玩具及衍生品在国内外市场的销售收入和毛利润均有较大幅度下降，公司依托新产品的不断上市维持了较高的毛利率水平**

2018 年，受低端产品过度价格竞争的影响，公司玩具及衍生品业务实现收入 5.62 亿元，同比下降 16.86%；毛利润 2.11 亿元，同比下降 15.26%；毛利率 37.52%，同比上升 0.67 个百分点。跟踪期内，公司陆续上线法拉利 FXXK、路虎儿童自行车系列、智能特犬-杜高、太空二号-未来战士、平衡滑行车等新产品，凭借创新的产品形态、出色的仿真设计、精良的制作工艺获得较好的销售表现。同时，公司依托“品牌授权+规模化生产”的经营模式，使公司在原材料价格波动较大的行业趋势下仍然有较高的毛利率水平。

公司的玩具及衍生品以国外销售为主，2018 年国外销售占比为 67.40%，较上年下降 0.51 个百分点。在国外市场，公司目前已经与世界上多个国家的玩具代理商建立了长期稳定的合作关系<sup>7</sup>，这些知名玩具代理商在当地具有较强的市场推广能力和覆盖能力，有利于公司将来继续深耕欧盟、亚洲、美国、非洲、澳洲、拉美市场。目前，公司的产品已销往世界 100 多个国家和地区。跟踪期内，受欧洲市场需求疲软等因素影响，2018 年公司实现国外收入 3.78 亿元，同比下降 17.55%。

受国内电商渠道过度价格竞争的影响，公司国内市场销售推广较弱，2018 年公司实现收入 1.84 亿元，同比下降 15.42%。公司未来仍将重点开发商超和网购渠道，继续拓展国内业务。

**表6：2016年~2018年及2019年1~3月公司国内、国外市场渠道销售额情况**

单位：亿元

区域	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月	
国内销售	静态车模	0.10	0.12	0.17	0.03
	动态车模	1.57	1.40	1.06	0.23
	婴童用品	0.68	0.64	0.60	0.09
	<b>小计</b>	<b>2.35</b>	<b>2.17</b>	<b>1.83</b>	<b>0.35</b>
国外销售	静态车模	0.16	0.14	0.37	0.05
	动态车模	3.35	2.93	2.39	0.40
	婴童用品	1.14	1.53	1.03	0.18
	<b>小计</b>	<b>4.66</b>	<b>4.59</b>	<b>3.79</b>	<b>0.63</b>
<b>合计</b>	<b>7.01</b>	<b>6.76</b>	<b>5.62</b>	<b>0.98</b>	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>7</sup> 主要的代理商包括意大利的 MONDO、英国的 TESCO 和 Argos、德国的 Jamara、美国的 Big Toys USA 和 Sams、西班牙的 Color baby s.l、俄罗斯的 TNG、南非的 HO'S TEAM、南美的 LA NOVIA DE VILLA 等。



公司采取以销定产的生产模式，2018年，静态车模产量及销量增幅较大，销量440.24万具，同比增长116.56%，产销率107.61%，同比上升20.88个百分点；其中婴童用品和动态车模降幅较大，主要系出口市场需求下降及婴童产品结构升级的影响。

表7：2016年~2018年及2019年1~3月公司各类产品产销情况

单位：万具、%

产品情况	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
静态车模	产量	184.50	234.39	409.10
	销量	175.34	203.29	440.24
	产销率	95.04	86.73	107.61
动态车模	产量	746.78	750.11	583.71
	销量	815.03	753.99	579.13
	产销率	109.14	100.52	99.21
婴童用品	产量	130.31	358.72	266.01
	销量	135.72	346.97	270.41
	产销率	104.15	96.72	101.65

资料来源：公司提供，东方金诚整理

销售价格方面，2018年，公司静态车模销售均价有所下降，主要系公司推出小比例、单价较低的静态车模所致；婴童用品销售均价有所下降，主要受产品结构变化的影响。

表8：2016年~2018年及2019年1~3月公司国内、国外市场渠道销售均价情况

单位：元/具

区域	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
国内销售	静态车模	25.61	12.19	14.60
	动态车模	51.86	53.54	56.02
	婴童用品	101.78	220.11	153.68
国外销售	静态车模	11.79	13.07	10.46
	动态车模	65.45	59.35	61.26
	婴童用品	165.97	48.22	44.66

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 体育业务

2018年公司体育业务收入和毛利润大幅增长，成为公司收入和利润的重要补充

公司体育业务收入来自皇家西班牙人足球俱乐部，公司于2016年获得该俱乐部99.25%的股权。2018年，公司体育业务实现营业收入8.62亿元，同比增长44.41%，其中电视转播权收入4.34亿元，同比增长14.36%；球员转会收入2.60亿元，同比增长292.99%，赞助及广告、票务、会员等业务收入增长较小，整体稳定。同期，体育业务毛利润3.42亿元，毛利率39.63%。根据公司年报介绍，2018年公司星辉体育（香港）有限公司对归属于母公司净利润的贡献为0.99亿元，占

归属于母公司净利润的 41.51%。

2018 年~2019 年赛季，球队继续在阵容上进行补强，截至 2019 年 6 月 4 日，位于联赛积分榜第 7 位。根据 Primetime Sport 的数据报告，截至 2019 年 6 月，皇家西班牙人俱乐部球员总价值已达 1.31 亿欧元，较上赛季有显著提升。西班牙人俱乐部人具有 117 年历史球会的积累，拥有欧洲顶尖的球员培养体系，为球队乃至五大联赛源源不断地输送优秀人才，成熟的培训体系保障了公司体育业务的持续增长。

根据公司于 2018 年 8 月发布的《星辉互动娱乐股份有限公司第四届董事会第十五次会议决议公告召开第四届董事会第十五次会议》、《关于筹划分拆星辉体育(香港)有限公司在香港联交所上市的补充公告》等公告，经董事会同意，公司筹划分拆体育业务在香港、西班牙的海外业务相关经营实体在香港联合交易所上市，主要包括星辉体育(香港)有限公司、REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA, S. A. D.，目前上述计划尚需公司股东大会批准。

## 企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理方面无重大变化。

## 财务分析

公司提供了 2018 年和 2019 年 1~3 月合并财务报告。广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2019 年 1~3 月的财务报表未经审计。公司于 2018 年 6 月出售子公司趣丸网络 5% 股权，该子公司不在纳入合并范围。

截至 2018 年末，公司合并子公司 22 家。

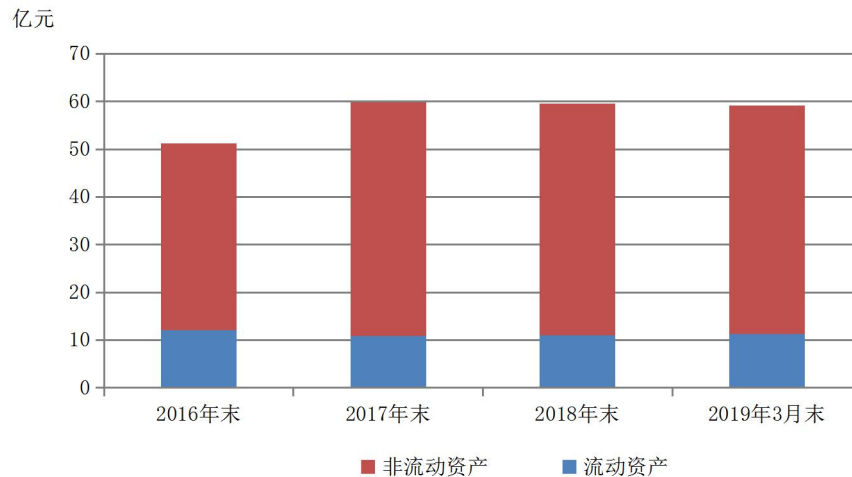
### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有下降，资产结构仍以非流动资产为主，公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，计提部分减值，未来仍有一定减值风险

2019 年 3 月末，公司资产总额 59.13 亿元，其中流动资产与非流动资产分别为 11.33 亿元和 47.80 亿元，分别占比 19.16% 和 80.84%。

2018 年末，公司资产总额 59.56 亿元，较 2017 年末减少 0.40%，其中非流动资产占比 81.50%。

图 4：2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 1. 流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 11.02 亿元，较 2017 年末增加 1.48%。其中，流动资产中占比较大的科目依次为应收账款、货币资金、存货、其他应收款和预付款项，占比分别为 47.09%、30.91%、9.37%、6.54%和 5.24%，合计占流动资产总额的比重为 99.15%。

截至 2018 年末，公司应收账款期末余额为 5.19 亿元，较 2017 年末增加 8.95%，其中应收账款周转率由 6.38 次下降至 5.67 次，主要是公司体育业务增加 1.02 亿元应收账款。系公司球员交易导致，按照欧洲球员交易管理，交易款通常分期支付；同期末，应收账款计提坏账比例 5.99%，其中账龄在 1 年以内的应收账款占比 94.20%。2019 年 3 月末，公司应收账款为 5.33 亿元。

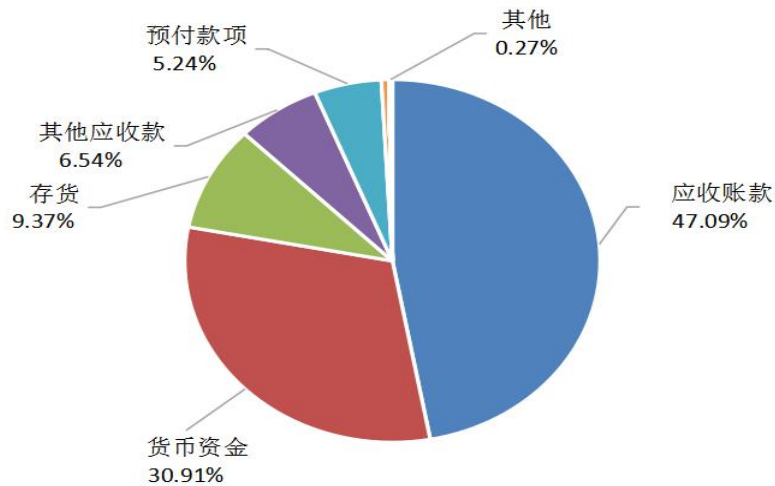
公司货币资金主要由银行存款构成，2018 年期末余额为 3.41 亿元，较 2017 年末下降 12.83%，其中受限货币资金 0.71 万元，主要为保证金。2019 年 3 月末，公司货币资金 3.95 亿元，其中受限货币资金 1.22 亿元，其中 1.19 亿元为保证金。

公司存货主要由原材料、库存商品及在产品构成。2018 年末，公司存货为 1.03 亿元，同比减少 11.69%。2019 年 3 月末，存货 0.99 亿元，较 2018 年末下降 4.27%，

2018 年末，公司其他应收款账面余额为 0.72 亿元，较 2017 年末上升 151.41%，主要是因出售趣丸网络而产生的股权转让款 0.30 亿元。2019 年 3 月末，公司其他应收款 0.30 亿元，

2018 年末，公司预付款项 0.58 亿元，同比减少 56.72%。账龄一年内的预付款项占比 61.07%。2019 年 3 月末，公司预付款项 0.69 亿元。

图 5：2018 年末流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 2. 非流动资产

2018 年末，公司非流动资产为 48.54 亿元，同比减少 0.82%，公司非流动资产中占比较大的科目依次为固定资产、商誉、无形资产、投资性房地产和长期股权投资，占比分别为 27.10%、22.00%、15.07%、14.11%和 13.55%，合计占非流动资产总额的比重为 91.83%。公司商誉和无形资产占比较高且规模较大，受合并子公司业绩不及预期和汇率变动的影响，存在资产减值风险。

2018 年末，公司商誉 10.68 亿元，较 2017 年末减少 23.66%，主要系公司处置广州趣丸网络科技有限公司，该公司不再纳入合并范围而导致商誉减少 3.01 亿元。公司商誉主要来自广东星辉天拓互动娱乐有限公司、REIAL CLUB DEPORTIU ESPANYOL DE BAR CELONA S. A. D.、广州星辉趣游信息科技有限公司（以下简称“星辉趣游”）及深圳市畅娱天下科技有限公司（以下简称“畅娱天下”）等四家公司，分别为 7.22 亿元、3.46 亿元、0.15 亿元和 0.14 亿元。2018 年，星辉趣游和畅娱天下商誉分别计提减值准备 0.15 亿元和 0.14 亿元，主要系业绩未达到预期所致。受部分并购公司承诺较难完成的影响，公司商誉面临一定的减值风险。

截至 2018 年末，固定资产账面余额 13.15 亿元，较 2017 年末增长 30.52%，主要系公司于 2017 年购置的办公大楼星辉中心<sup>8</sup>经装修验收后由其他非流动资产结转至固定资产。同期末，无形资产 7.32 亿元，较 2017 年末增长 5.32%，主要为土地使用权、球员服务合同和游戏软件。同期末，公司长期股权投资 6.58 亿元，较 2017 年末增长 41.57%，主要系跟踪期内公司处置原子公司趣丸网络 5%股权，该公司不再纳入合并范围而划分至长期股权投资科目。完成交易后，截至 2019 年 3 月末，公司持有趣丸网络 27.87%股权。

公司投资性房地产以成本法计量。截至 2018 年末，公司投资性房地产 6.85

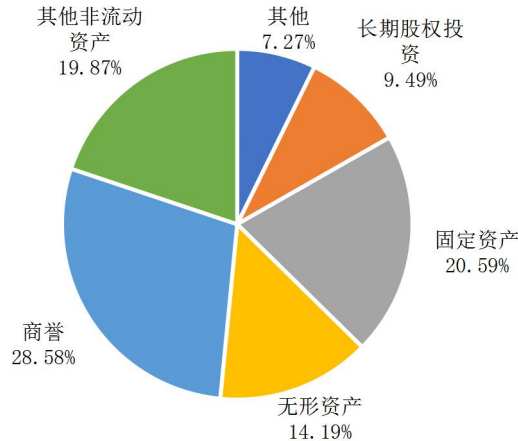
<sup>8</sup> 2017 年 3 月，公司以 9.21 亿元的价格购买了位于广州天河区黄埔大道西 122 号之二的整栋写字楼（现名为“星辉中心”，原名为“伟腾大厦东塔”，共 24,406.30 平方米。）用于总部及游戏板块的集合管理办公，并享有与该写字楼相关的冠名权及物业管理权。21-26 层用于公司总部及游戏板块的集合管理办公区域，其余共计 13 层，暂时富余并用于出租。分别按出租和自用的不同用途划分投资性房地产和固定资产。



亿元，同比增长 2505.60%，主要系报告期内公司部分房产出租转入投资性房地产科目所致。

从资产受限情况来看，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产 14.16 亿元，其中受限固定资产和投资性房地产分别为 5.38 亿元和 6.66 亿元，主要为公司借款提供担保。

图 6：2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 资本结构

### 受益于经营积累，跟踪期内公司所有者权益规模保持增长

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 27.66 亿元，主要为实收资本及未分配利润。2018 年末，公司所有者权益为 27.65 亿元，较 2017 年末增长 5.74%，主要由实收资本及未分配利润构成，占比分别为 45.00%及 48.32%。

2018 年末，公司实收资本 12.44 亿元，与 2017 年末持平；资本公积 0.88 亿元，较 2017 年末增长 21.15%，主要系公司以权益结算的股份支付本期计入资本公积的金额增加 0.12 亿元所致；盈余公积 0.48 亿元，与 2017 年末基本持平，公司按母公司净利润的 10%计提法定盈余公积；未分配利润 13.36 亿元，较 2017 年末增长 17.54%；同期末，其他综合收益 0.49 亿元，较 2017 年末增长 13.27%。

### 跟踪期内，公司债务规模下降，短期有息债务金额增长，短期偿债压力有所上升

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 31.47 亿元，其中流动负债 19.29 亿元，非流动负债 12.18 亿元，分别占比 61.31%和 38.69%，非流动负债逐年减少，占比下降。

截至 2018 年末，公司负债总额为 31.91 亿元，较 2017 年末减少了 5.17%。其中，流动负债占比 53.31%，非流动负债占比 46.69%。

#### 1. 流动负债

2018 年末，公司流动负债为 17.01 亿元，较 2017 年末增长了 11.81%，主要是一年内到期非流动负债增加 1.38 亿元所致，截至 2018 年末，公司流动负债中占

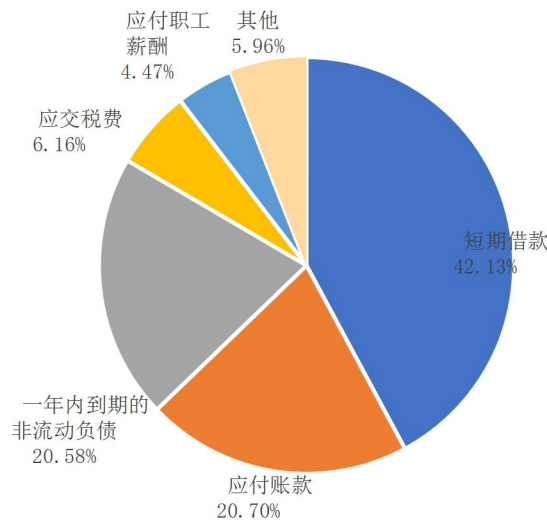
比较大的科目依次为短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债，占比分别为 42.13%、20.70%和 20.58%。

2018 年末，公司短期借款 7.17 亿元，较 2017 年末增长 6.92%，其中保证借款为 6.32 亿元，抵押、保证借款为 0.59 亿元。

同期末，公司应付账款 3.52 亿元，较 2017 年末基本持平，其中账龄在一年以内的应付账款 3.17 亿元，占比 89.91%。

一年内到期的非流动负债 3.50 亿元，较 2017 年末增长了 65.18%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

图 7：2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 2. 非流动负债

2018 年末，公司非流动负债 14.90 亿元，较 2017 年末减少 19.19%，主要是“15 星辉债”回售本金 7.13 亿元所致。同期末，公司长期借款和应付债券占比分别为 95.56%和 2.46%。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债为 12.18 亿元。

2018 年末，公司长期借款 14.24 亿元，较 2017 年末增长 33.17%，主要是公司为购买星辉中心及扩大经营规模增加资金借款所致，其中抵押、保证、质押借款 8.97 亿元，质押、保证借款 4.65 亿元，长期借款利率在 1.20%~7.50%。截至 2019 年 3 月末，公司长期借款 11.50 亿元。

同期末，应付债券 0.37 亿元，较上年末减少 95.09%，主要系“15 星辉债”完成回售 7.13 亿元，剩余本金为 0.37 亿元，规模较小，公司债务负担减轻。

## 3. 债务负担

2018 年末，公司全部债务为 25.27 亿元，较 2017 年末减少 6.35%；公司长期有息债务占全部债务比重由 2017 年末的 67.31%下降为 57.79%，短期有息债务占全部债务比重相应上升至 42.21%。2019 年 3 月末，公司全部债务 23.68 亿元，短期有息债务占全部债务比重相应上升至 49.91%。

2018 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 53.58%、34.56%和 47.75%。2019 年 3 月末，公司资产负债率、长期债务资本化

比率及全部债务资本化比率分别为 53.21%、30.01%及 46.12%。

根据“15 星辉债”条款，本期发行的债券为固定利率债券，期限为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，行权日为 2018 年 11 月 25 日。公司已于 2018 年 11 月 25 日完成 7.13 亿元的债券回售，剩余额度为 0.37 亿元，公司债务规模下降，债务负担减轻。

表 9：2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务结构情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期有息债务	5.25	8.82	10.67	11.82
长期有息债务	13.71	18.16	14.60	11.86
全部债务	18.96	26.98	25.27	23.68
长期债务资本化比率	36.29	40.99	34.56	30.01
全部债务资本化比率	44.06	50.79	47.75	46.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

#### 4. 对外担保

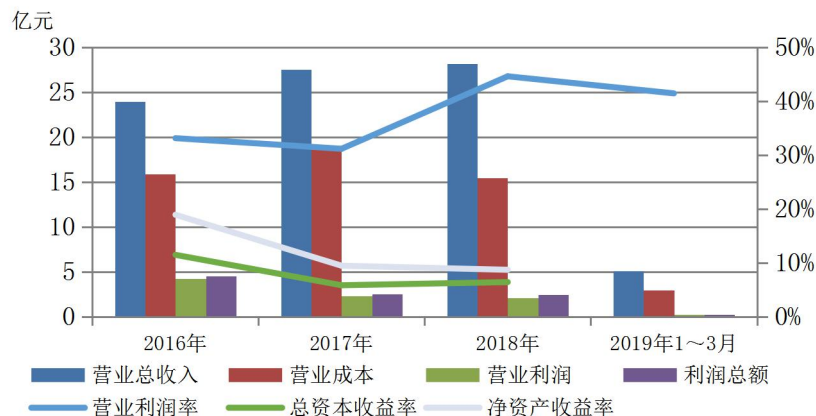
截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保。

#### 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持稳定，受大额游戏上线推广费影响，2018 年公司期间费用大幅上升，利润对投资收益的依赖仍较大

2018 年，公司营业收入为 28.20 亿元，较 2017 年增长 2.35%，营业利润率为 44.09%，较 2017 年上升了 13.28 个百分点，主要来自于公司游戏和体育业务毛利率的增长。

图 8：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用为 10.20 亿元，同比上升 33.79%，主要因为 2018 年公司自研游戏《苍之纪元》上线，发生了推广费用 2.10 亿元，从而导致销售费用大幅增加，期间费用占营业收入的比重为 36.17%，其中销售费用、管理费用、研发费

用及财务费用占比分别为 52.38%、29.14%、5.73%及 12.75%，公司期间费用控制能力一般。

2018 年，公司计提资产减值损失 1.04 亿元，其中坏账损失 0.37 亿元，长期股权投资减值损失 0.34 亿元，商誉减值损失 0.29 亿元；同期投资收益 0.57 亿元，较上年减少 67.58%，营业外收入 0.38 亿元；利润总额 2.44 亿元，同比下降 4.47%；净利润 2.41 亿元，同比下降 2.69%。

表 10：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售费用	2.57	3.21	5.34	0.77
管理费用	2.41	3.19	2.97	0.66
研发费用	-	-	0.58	0.06
财务费用	0.82	1.22	1.30	0.47
<b>期间费用合计</b>	<b>5.81</b>	<b>7.62</b>	<b>10.20</b>	<b>1.95</b>
期间费用占营业总收入比例	24.26	27.67	36.17	38.30

数据来源：公司提供，东方金诚整理

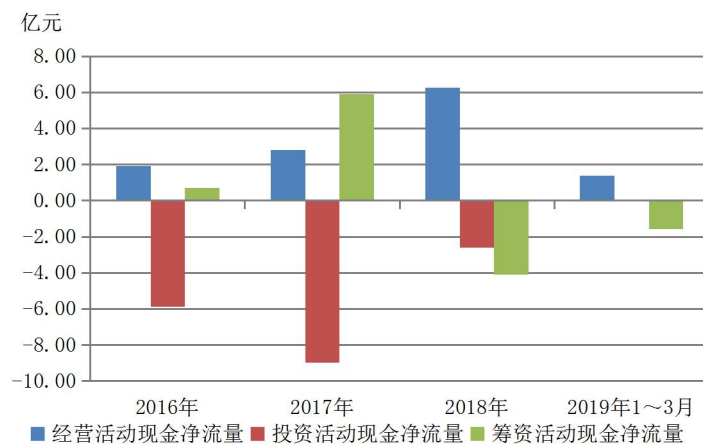
2018 年，公司净资产收益率为 8.71%，同比下降 0.75 个百分点，总资本收益率为 7.19%。综合来看，由于公司 2018 年销售费用大幅增加以及投资收益的下降，导致公司净资产收益率有所下降，公司整体盈利能力有所削弱。

### 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流状况好转，能够覆盖当年投资活动现金净流出，由于债券回售筹资活动现金流为净流出

2018 年，公司经营性净现金流为 6.25 亿元，同比增长 122.55%，主要是公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少所致；投资活动净现金流为-2.61 亿元，主要是星辉中心办公楼装修投入资金较大所致；筹资性净现金流为-4.09 亿元，流出规模较大，主要是“15 星辉债”回售 7.13 亿元所致。

图 9：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况



数据来源：公司提供资料，东方金诚整理



## 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年末公司流动比率、速动比率分别为 64.79%、和 58.71%，均出现大幅下降，短期流动性存在较大压力。2018 年经营现金流流动负债比 36.77%，同比增长 18.30 个百分点，但经营性净现金流对流动债务的覆盖能力依然较低。

表 11：2016 年~2018 年及 2019 年 3 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动比率	92.08	71.38	64.79	58.73
速动比率	82.45	63.69	58.71	53.61
经营现金流流动负债比	14.76	18.47	36.77	-
EBITDA 利息倍数	6.66	5.47	4.46	-
全部债务/EBITDA	2.75	4.73	4.05	-

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 6.24 亿元，同比增长 9.23%，EBITDA 利息倍数为 4.46 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 4.05 倍。

截至 2019 年 3 月末，公司获得授信额度 26.52 亿元，已使用 23.32 亿元。

## 过往债务履约情况

根据公司提供由中国人民银行征信中心出具的《企业基本信用信息报告》，截至 2019 年 6 月 17 日，公司不存在不良信用记录。

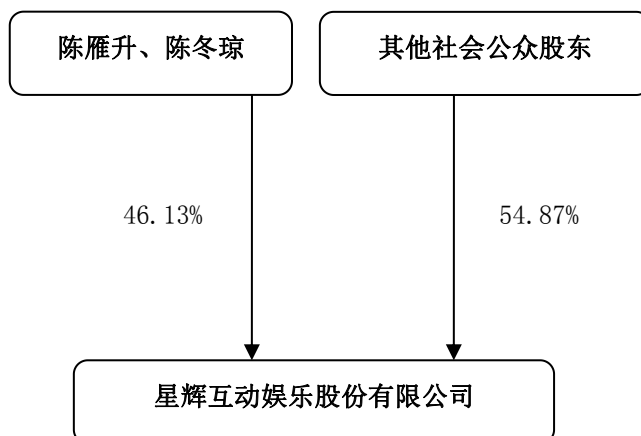
## 抗风险能力及结论

公司依托正版授权、高品质的产品成为国内玩具制造行业的龙头企业之一，在国内外车模产品市场保持较高的市场竞争力；2018 年，公司数款游戏产品市场表现较好，业务毛利润和毛利率大幅提升；2018 年公司体育业务收入和毛利润大幅增长，成为公司收入和利润的重要补充。

同时，东方金诚也关注到，2018 年，国内外玩具市场需求下滑，我国玩具出口交货总额增速回落较大，受此影响公司玩具及衍生品销售收入和毛利润均有大幅下降；公司商誉规模较大，跟踪期内受并购公司业绩不及预期的影响，计提部分减值，未来仍有一定减值风险；受大额游戏上线推广费影响，2018 年公司期间费用大幅上升，利润对投资收益的依赖仍较大；跟踪期内，公司债务规模下降，短期有息债务金额增长，短期偿债压力有所上升。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 星辉债”债项信用等级为 AA。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



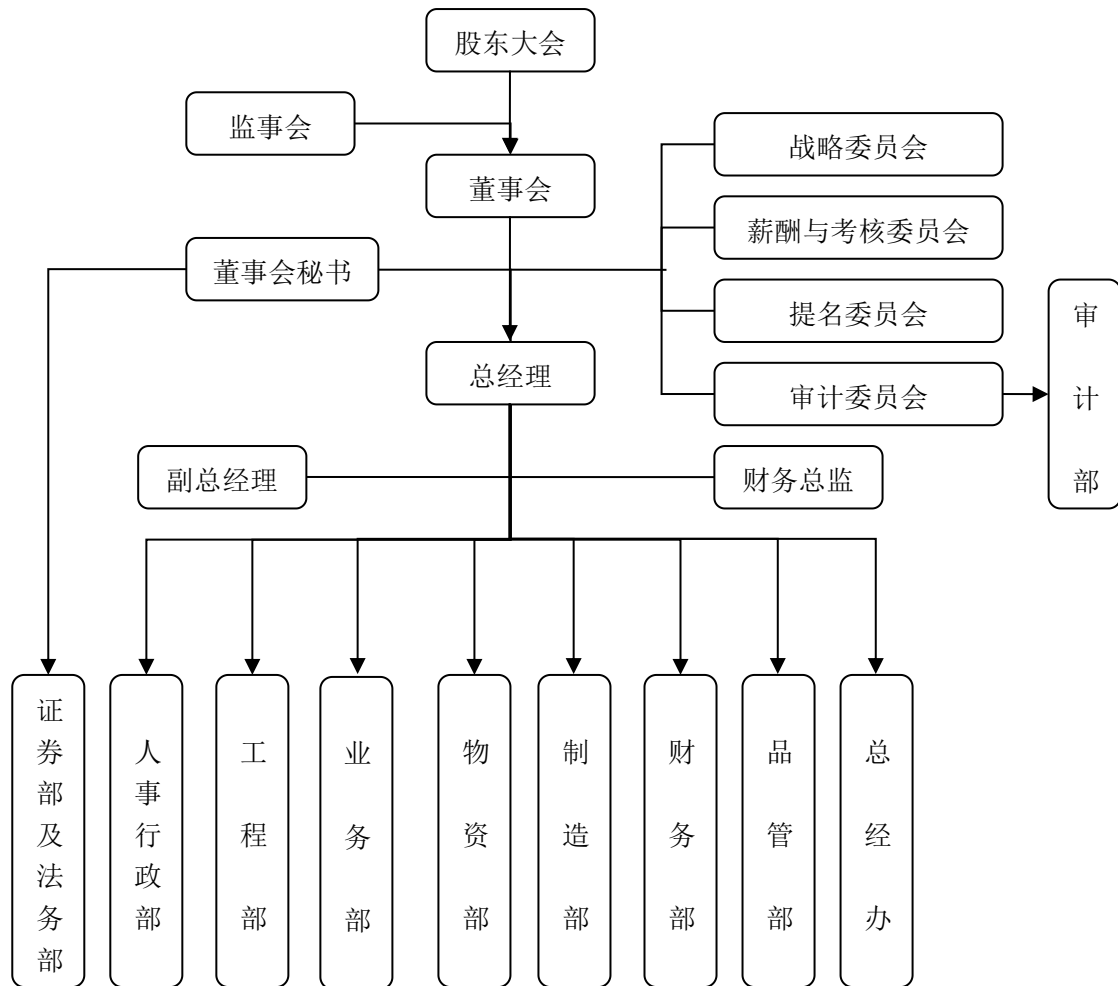
附件二：截至 2019 年 3 月末公司全资和控股子公司情况

单位：%

企业名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
雷星（香港）实业有限公司	贸易、零售	100	-	同一控制下企业合并
福建星辉婴童用品有限公司	制造业	100	-	设立
深圳市星辉车模有限公司	贸易零售	100	-	设立
新疆星辉创业投资有限公司	投资管理	100	-	设立
广州星辉娱乐有限公司	软件和信息技术服务业	100	-	设立
深圳市畅娱天下科技有限公司	软件和信息技术服务业	100	-	非同一控制下企业合并
霍尔果斯毅讯电子科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100	设立
广东星辉天拓互动娱乐有限公司	软件和信息技术服务业	100	-	非同一控制下企业合并
星辉游戏（香港）有限公司	软件和信息技术服务业	100	-	设立
上海悠玩网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100	设立
广州伊云网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100	设立
上海猫狼网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	70	设立
霍尔果斯市星拓网络科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100	设立
珠海星辉投资管理有限公司	投资管理	100	-	设立
珠海星辉智盈投资管理有限公司	投资管理	-	100	设立
珠海星辉汇盈投资管理有限公司	投资管理	-	100	设立
广州星辉趣游信息科技有限公司	软件和信息技术服务业	-	100	非同一控制下企业合并
星辉体育（香港）有限公司	足球俱乐部管理	100	-	设立
REIAL CLUB REPORTIU ESPANYOL DE BARCELONA, S. A. D.	足球俱乐部管理	-	99.25	非同一控制下企业合并
广州百镒商业经营管理有限公司	物业管理	-	100	非同一控制下企业合并

星辉游戏（韩国）有限公司	游戏发行	-	100	设立
北海星河网络科技有限公司	动漫游戏的开发运营		100	设立

附件三：截至 2019 年 3 月末公司组织结构图





附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	44072.91	30187.28	34061.65	39519.71
交易性金融资产	-	44.85	294.15	209.85
应收账款	38770.42	47624.43	51884.88	53304.29
预付款项	14672.63	13340.05	5773.82	6897.55
其它应收款	8664.74	2864.86	7202.54	2988.26
存货	12576.65	11697.26	10330.42	9889.04
其他流动资产	1590.89	2830.60	644.18	492.38
流动资产合计	120348.25	108589.33	110191.64	113301.08
非流动资产：				
可供出售金融资产	11032.24	10331.13	9337.79	-
其他非流动金融资产	-	-	-	9337.61
长期股权投资	44416.63	46461.06	65776.97	65188.03
投资性房地产	2480.55	2627.79	68469.62	67882.65
固定资产	99691.89	100779.66	131537.00	129527.07
在建工程	1766.66	2555.35	1791.51	2149.53
无形资产	64890.67	69465.86	73160.31	65768.30
开发支出	5282.21	7361.58	8054.36	10778.84
商誉	138287.20	139855.73	106770.72	105506.30
长期待摊费用	4327.70	3400.68	2527.35	3054.77
递延所得税资产	6458.06	9289.51	11450.68	12332.55
其他非流动资产	13187.16	97245.84	6490.54	6466.71
非流动资产合计	391820.96	489374.19	485366.83	477992.39
资产总计	512169.20	597963.52	595558.47	591293.47

附件五：公司合并资产负债表 (续表)

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	52296.02	67024.22	71659.82	71447.71
交易性金融负债	153.67	-	-	-
应付账款	40043.40	35433.22	35205.37	41975.48
预收款项	3788.30	8612.31	6152.04	11489.74
应付职工薪酬	4561.71	6040.63	7595.98	11890.91
应交税费	20289.60	8689.67	10484.10	4647.10
应付利息	4161.76	1772.09	623.04	342.23
其他应付款	3492.10	1199.37	3356.04	4364.96
一年内到期的非流动负 债	57.82	21195.83	35011.39	46744.23
其他流动负债	1859.64	2151.99	-	-
流动负债合计	130704.03	152119.33	170087.77	192902.36
非流动负债：				
长期借款	62508.79	106905.30	142365.65	114962.00
应付债券	74620.46	74708.39	3667.72	3668.99
长期应付款	2612.78	1856.29	1894.36	2035.95
递延收益	863.61	830.11	894.85	864.28
预计负债	98.65	54.62	119.67	190.91
递延所得税负债	-	6.73	44.12	31.48
非流动负债合计	140704.29	184361.44	148986.38	121753.60
负债合计	271408.31	336480.77	319074.15	314655.96
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	124419.84	124419.84	124419.84	124419.84
资本公积	6929.98	7300.15	8844.47	8922.74
盈余公积	2063.24	4652.70	4836.33	4836.33
未分配利润	100705.29	113654.03	133584.15	136848.20
其他综合收益	1470.60	4367.95	4947.53	1839.14
归属母公司所有者权益合计	235588.95	254394.67	276632.32	276866.25
少数股东权益	5171.94	7088.08	-147.99	-228.74
所有者权益合计	240760.89	261482.75	276484.33	276637.51
负债与股东权益合计	512169.20	597963.52	595558.47	591293.47

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
一、营业总收入	239327.26	275548.93	282032.53	51035.01
其中：营业收入	239327.26	275548.93	282032.53	51035.01
减：营业成本	158753.04	187892.47	154863.73	29489.73
营业税金及附加	1275.01	1774.55	1337.38	391.71
销售费用	25709.81	32126.62	53431.44	7746.97
管理费用	24127.89	31932.59	29723.07	6552.72
研发费用	-	-	5845.35	587.41
财务费用	8229.76	12181.29	13005.22	4657.83
资产减值损失	11488.51	5978.00	10405.94	143.41
加：公允价值变动收益	-153.67	198.53	294.15	-84.31
投资收益	32621.07	17594.14	5704.11	771.04
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5189.77	5116.28	3143.97	957.03
资产处置收益	-	-35.67	19.70	1.98
其他收益	-	1468.28	1633.52	130.23
二、营业利润	42210.64	22888.68	21071.88	2284.18
加：营业外收入	3392.64	2717.32	3774.06	327.63
减：营业外支出	278.33	83.24	465.00	17.09
三、利润总额	45324.95	25522.75	24380.94	2594.72
减：所得税	-230.15	776.70	300.69	-663.76
四、净利润	45555.10	24746.05	24080.25	3258.48
归属于母公司所有者的净利润	45802.77	23003.40	23846.34	3264.05
少数股东损益	-247.67	1742.65	233.91	-5.57

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	259290.55	300096.85	299925.56	63999.28
收到税费返还	3028.73	5745.89	4714.38	330.14
收到的其他与经营活动有关的现金	2865.74	4929.52	6126.37	2304.21
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>265185.02</b>	<b>310772.27</b>	<b>310766.31</b>	<b>66633.62</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	129056.28	145121.04	91241.40	19050.66
支付给职工以及为职工支付的现金	59015.10	76457.29	74990.42	14838.00
支付的各项税费	17145.41	15975.24	18837.97	5977.94
支付的其他与经营活动有关的现金	40674.68	45116.83	63156.24	12959.43
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>245891.47</b>	<b>282670.40</b>	<b>248226.02</b>	<b>52826.04</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>19293.55</b>	<b>28101.87</b>	<b>62540.29</b>	<b>13807.58</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
收回投资所收到的现金	13700.36	20248.91	8587.41	3622.56
取得投资收益所收到的现金	715.81	1190.91	3165.29	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	2946.56	2540.97	198.89	25.72
收到的其他与投资活动有关的现金	5599.38	140.84	200.00	1600.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>22962.12</b>	<b>24121.63</b>	<b>12151.59</b>	<b>5248.28</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	36862.18	107537.73	32057.35	4522.65
投资所支付的现金	31718.80	4746.18	4424.43	150.00
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	13331.69	1503.40	75.88	-
支付其他与投资活动有关的现金			1720.17	
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>81912.66</b>	<b>113787.31</b>	<b>38277.84</b>	<b>4672.65</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-58950.54</b>	<b>-89665.68</b>	<b>-26126.25</b>	<b>575.62</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>				
吸收投资所收到的现金	151.07	-	-	-
取得借款所收到的现金	121446.86	172903.97	229306.18	75434.05
收到的其他与筹资活动有关的现金	903.56	1600.00	2966.90	1647.93
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>122501.49</b>	<b>174503.97</b>	<b>232273.08</b>	<b>77081.98</b>
偿还债务所支付的现金	49826.22	88917.39	248025.86	83314.45
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	13952.42	19807.44	18939.18	4190.42

支付其他与筹资活动有关的现金	51527.28	6704.94	6217.45	5363.03
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>115305.93</b>	<b>115429.77</b>	<b>273182.49</b>	<b>92867.90</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>7195.56</b>	<b>59074.20</b>	<b>-40909.41</b>	<b>-15785.91</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>	<b>3962.99</b>	<b>-8999.29</b>	<b>1298.47</b>	<b>1997.74</b>
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	<b>-28498.44</b>	<b>-11488.90</b>	<b>-3196.89</b>	<b>595.03</b>



附件八：公司主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
<b>盈利能力</b>				
营业利润率(%)	33.13	31.17	44.62	41.45
总资产收益率(%)	12.99	6.62	7.19	-
净资产收益率(%)	18.92	9.46	8.71	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	52.99	56.27	53.58	53.21
长期债务资本化比率(%)	36.29	40.99	34.56	30.01
全部债务资本化比率(%)	44.06	50.79	47.75	46.12
流动比率(%)	92.08	71.38	64.79	58.73
速动比率(%)	82.45	63.69	58.71	53.61
经营现金流负债比(%)	14.76	18.47	36.77	-
EBITDA 利息倍数(倍)	6.66	5.47	4.46	-
全部债务/EBITDA(倍)	2.75	4.73	4.05	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.23	0.14	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-3.83	-5.89	2.60	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数(次)	-	6.38	5.67	-
存货周转次数(次)	-	15.48	14.06	-
总资产周转次数(次)	-	0.50	0.47	-
现金收入比(%)	108.34	108.91	106.34	125.40
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率(%)	-	16.75	7.83	-
净资产年平均增长率(%)	-	8.61	7.16	-
营业收入年平均增长率(%)	-	15.13	8.56	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-43.69	-26.66	-

附件九：主要财务指标计算公式

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

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务

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

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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

附件十：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。