



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪223号

## 游族网络股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“游族网络股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十九日

## 游族网络股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	游族网络股份有限公司		
债券简称	17 游族 01		
债券代码	112514		
发行规模	人民币 4 亿元		
存续期限	2017/4/7~2020/4/7（附第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2017/6/9		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

### 概况数据

游族网络	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	21.88	27.20	40.68	41.67
总资产（亿元）	29.25	47.04	66.36	69.65
总债务（亿元）	5.06	13.85	20.42	21.76
营业总收入（亿元）	15.35	25.30	32.36	8.68
营业毛利率（%）	58.02	47.62	52.17	64.36
EBITDA（亿元）	5.63	7.24	8.92	2.70
所有者权益收益率（%）	23.09	21.95	16.32	21.42
资产负债率（%）	25.19	42.17	38.69	40.17
总债务/EBITDA（X）	0.90	1.91	2.29	2.02
EBITDA 利息倍数（X）	29.21	20.17	11.91	11.51

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2018 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 分析师

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 29 日

### 基本观点

2017 年游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）持续打造精品游戏，注重多品类发展，同时积极拓展海外业务和全球化布局，当年产品流水稳步提升，全年业务收入持续增长，且盈利较好。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司游戏产品开发风险、债务期限结构有待改善以及商誉减值风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持游族网络主体信用级别 AA，评级展望稳定；维持“游族网络股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 AA。

### 正面

- 移动游戏及海外市场增长推动行业发展。2017 年国内游戏行业整体平稳发展，移动游戏市场保持较快增长，同时国产游戏海外影响力稳步提升，未来行业仍具有一定增长空间，公司等主要游戏厂商将持续受益。
- 业务收入保持增长，盈利较好。2017 年公司持续打造精品游戏，注重多品类发展，同时不断完善全球化布局、增强海外发行和运营实力，当年产品流水稳步提升，全年业务收入持续增长，且盈利较好。当年公司营业总收入同比增长 27.89%，其中海外业务收入同比增长 55.23%，全年实现净利润 6.64 亿元，同比增长 11.23%。
- 财务结构仍较稳健。2017 年 12 月公司非公开发行股票，募集资金净额 6.96 亿元，进一步增强自有资本实力，截至 2018 年 3 月末，资产负债率 40.17%，总资本化比率 34.30%，财务杠杆比率较低，整体财务结构仍较稳健。

### 关注

- 游戏产品开发风险。由于游戏产品生命周期较短，产品形式迭代迅速，若公司未来不能持续



推出广受欢迎的游戏，或因各种原因造成研发和开发进度的拖延，对公司未来业务发展均将产生不利影响。

- 债务期限结构有待改善。近两年公司债务规模大幅增长，截至 2018 年 3 月末，总债务增至 21.76 亿元，其中短期债务 17.77 亿元，长短期债务比为 4.46 倍。公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。
- 商誉减值风险。经过多次并购，公司拥有较大规模的商誉，截至 2017 年末商誉总额 9.82 亿元，占总资产的 14.79%，未来一旦被并购企业的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司大规模的商誉资产或将面临减值风险。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项说明

公司分别于2017年12月5日、2017年12月25日召开第四届董事会第三十六次会议、2017年第四次临时股东大会，审议通过了《关于回购公司股份预案》等相关议案。2018年1月25日，公司披露《回购报告书》，拟以不低于3亿元、不超过5亿元的自有资金回购公司A股股份，回购期限自股东大会审议通过之日起12个月内，回购方式为通过证券交易所集中竞价交易方式及中国证监会认可的其他方式。为保护投资者利益，公司本次回购股份的价格为不超过30元/股（含30元/股）。公司在回购股份期内送股、转增股本或现金分红，自股价除权、除息之日起，相应调整回购股份价格上限及下限。截至2018年5月3日，公司已回购公司股份共计684.39万股，支付的总金额为153,104,849.15元。

另外，2017年8月23日，公司非公开发行股票事宜取得中国证监会证监许可[2017]833号《关于核准游族网络股份有限公司非公开发行股票的批复》。2017年12月18日，公司向张云雷、国盛证券有限责任公司、林奇、广发恒定23号游族网络定向增发集合资产管理计划及陈礼标非公开发行人民币普通股（A股）股票27,152,828股，发行价格为25.78元/股，募集资金总额为699,999,905.84元，净额为696,241,439.14元。公司本次非公开发行募集资金中3.50亿元用于偿还银行贷款，其余部分资金均用于网络游戏研发及发行运营建设项目。

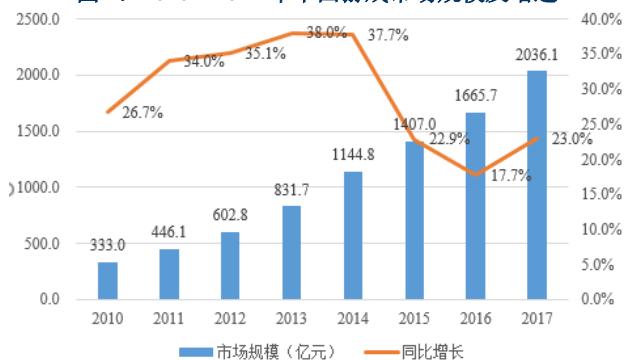
## 行业环境

2017年国内游戏行业整体保持平稳发展，存量用户市场特征逐步显现，移动游戏市场仍是目前市场核心增长点，未来提升ARPU值将成为促进市场持续增长的方向

随着社会现代化、电子化程度的不断推进，在物质层面日益得到满足的基础上，人们对于精神娱乐层面的需求不断提高，网络游戏基于其故事性、社会性和交流特效，已经成为当代人群休闲娱乐的主要方式之一。2017年中国游戏行业整体依然保持稳健发展，根据《2017年中国游戏产业报告》，全

年国内游戏市场规模增至2,036.1亿元，同比增长23.0%，受益于端游市场回暖及移动游戏市场高速增长的拉动，同比增速较2016年提高5.3个百分点，自2014年出现收入增长率下滑后首次回暖。用户规模方面，2017年国内游戏用户规模为5.8亿人，同比增长3.1%，增速较2016年减少2.8个百分点，增速趋缓表现出国内游戏用户数量已趋于饱和，进入存量用户市场。

图 1：2010~2017 年中国游戏市场规模及增速



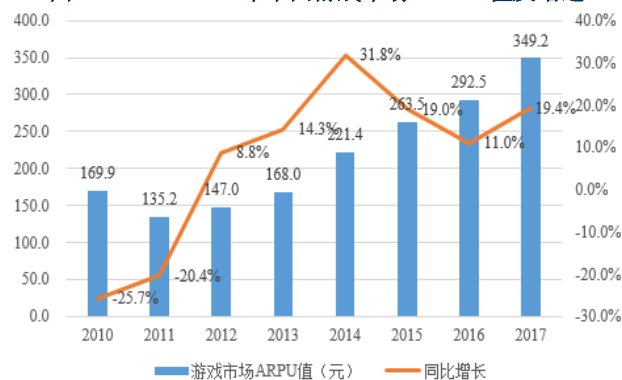
资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 2：2010~2017 年中国游戏市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 3：2010~2017 年中国游戏市场 ARPU 值及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

当前国内游戏市场人口红利趋尽，培养用户付费习惯，提升ARPU值是未来促进游戏市场持续增长的方向。综合2014~2017年用户数据来看，用户规模已连续4年仅有有个位数增长率。2017年国内游

戏市场ARPU值为349.2元，同比增长19.4%，增速较上年提高8.4个百分点，虽然ARPU值的增长趋势出现波动，但仍保持两位数增长率，表明ARPU值增长是促进游戏市场增长的主要动力。

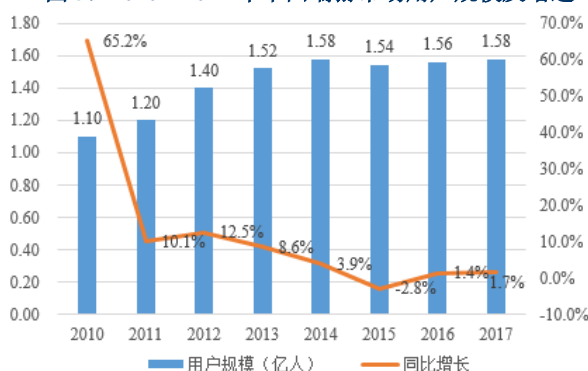
结构方面，2017年国内移动游戏收入占比为57.0%，较上年提高7.8个百分点，市场份额持续增加；端游市场规模占比为31.9%，同比下降3.3个百分点，仍维持第二大品类地位；页游市场规模占比为7.6%，较上年下降3.7个百分点，整体规模持续萎缩。从增长贡献方面来看，2017年国内游戏市场规模同比增加370.4亿元，其中手游、端游、页游分别增长342.0亿元、66.1亿元、-31.1亿元，增长贡献分别为92.3%、17.8%、-8.4%。未来伴随移动游戏市场的持续增长，移动游戏市场规模占比有望进一步提升。

图 4：2010~2017 年中国端游市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 5：2010~2017 年中国端游市场用户规模及增速

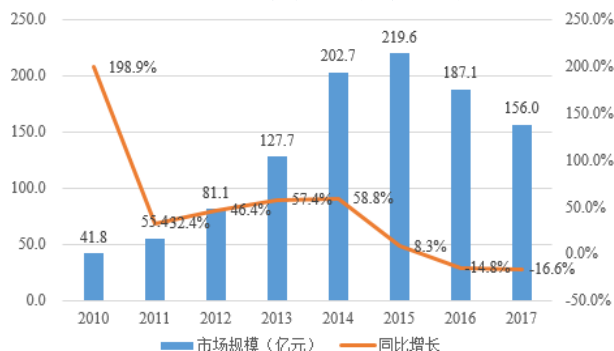


资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

具体来看，2017年，国内端游用户1.58亿人，同比增长1.7%，端游市场规模648.6亿元，同比增长11.4%。一方面，受电竞产业发展催化，竞技类游戏在较长周期内维持稳定增长态势，例如腾讯《英雄联盟》借助电竞赛事推出纪念皮肤等虚拟道具提升收入；同时，当年腾讯《地下城与勇士》、西山

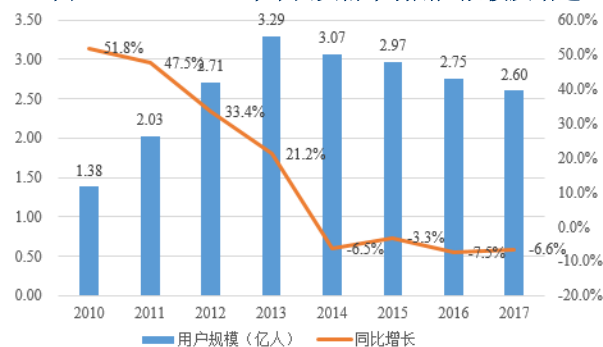
居《剑网3》等MMORPG端游实现较快增长；此外，《绝地求生》掀起全球“吃鸡”热，上述休闲竞技类、沙盒类等端游在玩法上更具创新性，吸引更多追求竞技性、游戏性、沉浸感的用户。未来国内端游市场规模预期将缓慢增长并逐渐趋于稳定。

图 6：2010~2017 年中国页游市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 7：2010~2017 年中国页游市场用户规模及增速



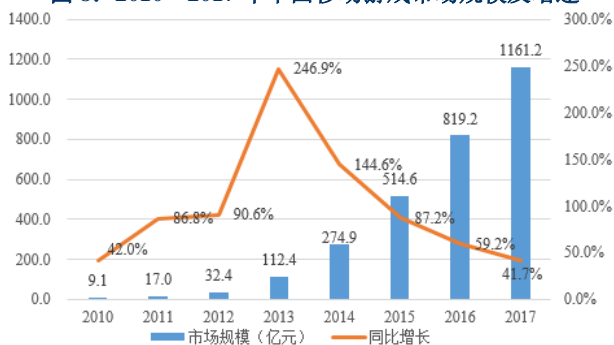
资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2017年，国内页游市场规模156.0亿元，同比减少16.6%，继2016年市场规模负增长之后，降幅增大。目前，页游市场出现用户规模、ARPU值双重衰减态势，2017年页游用户规模仅2.60亿人，同比减少6.6%，连续4年负增长；用户ARPU值60.7元，同比减少10.8%。随着移动游戏市场份额的持续提升，加之H5游戏等新兴游戏形态对页游具有取代性，国内页游市场份额不断被挤占，需求不断下降；另一方面许多游戏公司逐渐减少页游研发而转向手游，市场供给减少，页游市场的衰减态势预期仍将持续。

2017年，国内移动游戏市场规模1,161.2亿元，同比增长41.7%，增速虽有所下降，但仍处于快速增长阶段，其中，《王者荣耀》对当年移动游戏增长贡献较大。从产品供给上来看，2017年，广电总局批准出版游戏约9,800款，其中移动游戏占比达95.0%，占据游戏供给的主要部分。移动游戏市场

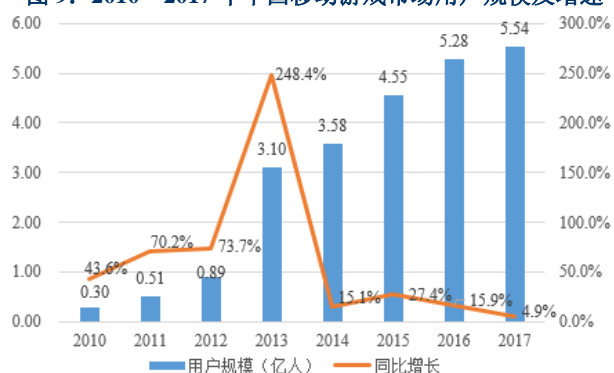
仍将是国内游戏市场核心增长点。

图 8：2010~2017 年中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

图 9：2010~2017 年中国移动游戏市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

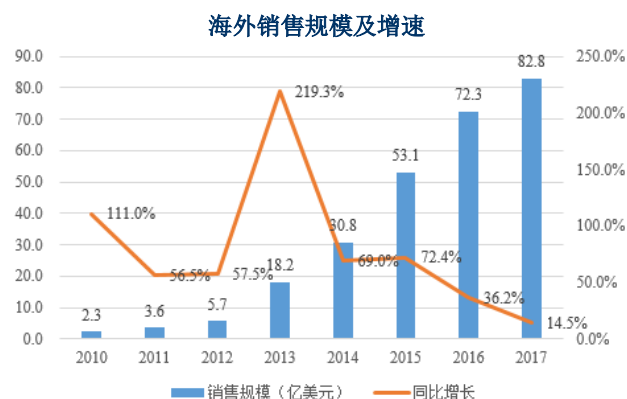
截至 2017 年 12 月，国内移动互联网用户达 7.5 亿人，同比增长 8.3%，增速同比下滑 3.8 个百分点。2017 年移动游戏用户规模为 5.54 亿人，同比增长 4.9%，增速较 2016 年下滑 11.0 个百分点，移动游戏用户占移动互联网用户的 73.6%，同比下滑 2.7 个百分点。随着移动智能终端市场的增速放缓及移动游戏用户的渗透率饱和，国内移动游戏整体从增量市场逐步转入存量市场，未来用户规模增长空间预期有限。在 ARPU 值方面，2017 年，国内移动游戏市场 ARPU 值为 209.6 元，同比增长 39.3%，2013~2017 年复合年均增长率为 55.0%，增速较快，并逐步成为收入增长的主要驱动力。相较于日本、美国、韩国等海外成熟游戏市场，国内移动游戏市场 ARPU 值仍将有较大的提升空间。

### 2017 年国内游戏出海收入增速高于全球游戏市场规模增速，国产游戏影响力稳步提升，游戏出海仍具有增长空间

2017 年，国内游戏企业转战出海持续增长，伴随着全球化浪潮和一带一路政策红利，中国出海游戏及厂商呈现出收入与竞争结构优化趋势，海外影

响力显著提升。2017 年国内自研网络游戏在海外销售规模为 82.8 亿美元，同比增长 14.5%，增速有所放缓，但依旧高于大部分海外国家和地区游戏市场规模增速，国产游戏在海外市场份额稳步提升。2017 年，全球游戏市场规模达 1,089.0 亿美元，同比增长 7.8%，其中中国市场占比为 29.9%。从 ARPU 值来看，美、日、韩、欧等国家和地区的 ARPU 在 100~220 美元区间，远高于国内水平，随着国产游戏在质量上的提高以及在成熟市场的突破，有望打开游戏出海的新一轮增长空间。

图 10：2010~2017 年中国自研网络游戏



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

目前，国内游戏厂商出海成熟市场已具备比较优势。一方面，随着国内 CP 制作水平不断提高，国产游戏逐渐满足海外成熟市场对游戏的品质要求。同时，国内厂商开发成本低，游戏多以 F2P (Free to play) 模式为主，可扩大游戏的覆盖广度。此外，可投入较多低成本的人力为不同地区做本地化，以及针对市场变化做出快速反应，本地化开发完善且迭代迅速。另一方面，海外成熟游戏市场用户付费意愿更强，用户偏好更多元，游戏市场细分领域仍具有较大开发潜力。未来随着国内游戏研发实力、制作水平的提升，以及国际市场对中国游戏产品的认可加深，更多具备较强竞争力的国内游戏公司有望持续推出更具国际化视野的游戏，海外成熟市场将成为游戏出海的有力增长点。

### 政府持续加强网络游戏相关的立法与监管，长期来看，经营规范的优质公司将受益于行业秩序重塑

目前，中国政府持续加强网络游戏相关的立法与监管，在游戏内容、运营、推广上提出了更严格

的要求。2017年5月1日，文化部《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》正式执行，明确了网络游戏行业的运营规范，有利于建设风清气正的行业生态和保护消费者的合法权益。政府的

有效引导和用户消费的升级，将继续推动有质量、有内容、有创新的精品游戏研发，从长期来看，经营规范的优质公司将受益于游戏行业秩序重塑。

**表 1：2015 年以来网络游戏行业相关政策**

时间	政策	主要内容
2015 年 9 月	《关于进一步加强游戏游艺场所监管，促进行业健康发展的通知》	强化监管督促和保障游戏游艺场所合法经营，坚决禁止游戏游艺场所从事赌博活动
2016 年 2 月	《网络出版服务管理规定》	网络游戏上网出版前，必须向所在地主管部门提出申请，经审核同意后，报广电总局审批
2016 年 5 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	移动游戏在内的网络出版物均需先申报并取得出版版号，方可上线收费运营
2016 年 7 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》官方解读	新上线的游戏必须获得网络出版服务许可（即版号），才可上网出版运营；对于那些已经上线的游戏，则需在 10 月 1 日前补齐“版号”
2016 年 11 月	《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”的通知》	将于 2016~2020 年，建立健全扶持游戏精品出版工作机制
2016 年 12 月	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	采取随机抽取方式提供虚拟道具和增值服务的，不得要求用户以直接投入法定货币或者网络游戏虚拟货币的方式参与；不得为使用游客模式登录的网络游戏用户提供游戏内充值或者消费服务
2016 年 12 月	《网络表演经营活动管理办法》	要求网络直播禁止使用未经审批或备案编号的网络游戏产品进行游戏技法展示或解说，直播平台也处在广电总局的管辖范围之内
2017 年 5 月	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知（2017）》	明确网络游戏运营范围，规范网络游戏虚拟道具发行服务，加强网络游戏用户权益保护，严肃查处违法违规运营行为
2017 年 12 月	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	重点整改用户数量多社会影响大、价值导向严重偏差、含有暴力色情、内容格调低俗、未经许可擅自上网运营的游戏产品

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 业务运营

**2017 年公司持续打造精品游戏，产品品类多元化发展，同时积极拓展海外业务和全球化布局，当年产品流水稳步提升，全年业务收入持续增长，其中海外业务收入同比增长 55.23%**

公司主要从事网页游戏和移动游戏的研发、发行与运营，通过自主平台运营和联运平台运营相结合的方式，已发展成为国内领先的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。2017 年公司持续打造精品游戏，增加游戏品类，同时深化全球化战略布局，拓展海外业务，实现年度收入和利润的持续提升。

2017 年公司实现营业总收入 32.36 亿元，同比增长 27.89%，全年实现净利润 6.64 亿元，同比增长 11.23%。公司游戏产品分为网页游戏和移动游戏两大类，2017 年网页游戏产品实现收入 9.04 亿元，同比减少 26.56%，占营业收入的比重为 27.94%，同比下降 20.72 个百分点，随着用户需求的变动以

及公司在移动游戏业务布局的侧重，当年网页游戏业务收入下滑明显，与行业整体变化趋势一致。同时，公司移动游戏产品实现收入 23.01 亿元，同比增长达 79.55%，占营业收入的比重为 71.12%，较上年提高 20.47 个百分点，收入占比持续提升，成为推动当年整体收入增长的主要来源。

**表 2：2016~2017 年公司营业收入分产品经营情况**

产品	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
网页游戏	12.31	48.66	9.04	27.94
移动游戏	12.82	50.65	23.01	71.12
其他	0.17	0.69	0.31	0.94
合计	25.30	100.00	32.36	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司研运的游戏产品类型与往年相比，进一步多元化，公司在卡牌、SLG、回合制 RPG、ARPG 等多个品类形成积淀的基础上，积极拓展二次元和休闲竞技类游戏；游戏产品数量也快速增长，并以较好的品质收获了玩家的良好口碑。此外，

公司进一步深挖经典产品潜能，从研发与运营层面挖掘多元内容，激活游戏的新鲜感。对于游戏的运营，公司通过快速的版本迭代以及不断丰富的玩法持续强化玩家粘性。在游戏异业合作方面，当年公司通过与旺旺集团以及日本人气动画《妖精的尾巴》等联动合作，助力用户导流、粉丝维护、品牌营销。

2017年，公司成功打造的《少年三国志》、《狂暴之翼》等系列继续保持了较好的长线运营表现，为公司贡献了较稳定的流水。其中，公司自研卡牌移动游戏《少年三国志》上线3年时间保持较高热度，全球注册用户突破1亿，上线34个月累计流水突破41亿元，老用户在当年暑假留存率达到95%。同时，面对二次元热潮和女性向风口，当年公司与日本知名游戏开发与运营商DMM GAMES开展合作，获得日本人气二次元IP游戏《刀剑乱舞-ONLINE-》国内地区独家代理权。当年，公司

ARPG网页游戏《射雕英雄传》、SLG网页游戏《三十六计》、ARPG移动游戏《大军师司马懿之军师联盟》等侠文化题材的产品，亦获得较好的市场反响。此外，公司代理发行的两款休闲解谜单机游戏《昔：Yesterday》、《布林机》，凭借其较好品质分别获得App Store及Steam平台推荐；《拳拳大作战》、《奔跑吧兄弟—扑倒大作战》、《贪吃小怪物》3款休闲竞技移动游戏均为公司自研产品，均获得App Store推荐，其中《贪吃小怪物》凭借优良口碑获得腾讯独家代理。另外，当年公司深度开发冒险类玩法的休闲游戏，推出《迪士尼过马路》、《飞吧史莱姆》及《永不言弃3：世界》，其中《永不言弃3：世界》表现优良，获得全球多个国家地区付费榜、音乐游戏榜前十位。总体来看，公司在游戏产品研发上注重多品类发展，当年产品流水获得稳步提升，研发能力不断进步，辅以全球化发行平台，体现了高度研运一体化的能力。

表 3：公司主要游戏产品的类型及上线时间

游戏名称	手游/页游	游戏来源	类型	上线时间
女神联盟	手游	自研	ARPG	2014.11
少年三国志	手游	自研	卡牌	2015.02
少年西游记	手游	自研	卡牌	2016.07
狂暴之翼	手游	代理	ARPG	2016.06
刀剑乱舞-ONLINE-	手游	代理	二次元 RPG	2017.02
女神联盟：天堂岛	手游	自研	ARPG	2017.06
大军师司马懿之军师联盟	手游	代理	ARPG	2017.07
西游女儿国	手游	代理	回合 RPG	2017.08
妖精的尾巴	手游	自研	ARPG	2017.11
天使纪元	手游	联运	ARPG	2018.01
女神联盟 1	页游	自研	卡牌	2013.07
大皇帝	页游	自研	SLG	2014.11
女神联盟 2	页游	自研	卡牌	2016.01
盗墓笔记	页游	自研	ARPG	2016.08
刀剑乱舞-ONLINE-	页游	代理	二次元 RPG	2017.02
战神三十六计	页游	自研	SLG	2017.04
射雕英雄传	页游	自研	ARPG	2017.08
御龙在天美人版	页游	联运	SLG	2018.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司坚持以内容驱动泛娱乐产业发展，确立了原创IP打造和引进IP并举的大IP战略。公司自研游戏《少年三国志》、《少年西游记》和《女神联盟》系列，凭借较好的品质获得了全球范围内用户

的高度认可。此外，公司当年持续开发重度市场，借助热门IP效应推出网页游戏《射雕英雄传》和移动游戏《大军师司马懿之军师联盟》；通过在海外发行休闲音乐节奏游戏《永不言弃3：世界》，将“小

墨点”经典 IP 延续到了第三代。公司当年与华纳兄弟互动娱乐达成战略合作协议，获得了全球热播美剧《权力的游戏》IP 的游戏改编权。截至 2017 年末，公司已储备《盗墓笔记》、《射雕英雄传》和《权力的游戏》等经典 IP。随着产业链布局的完善，公司以大 IP 为核心聚合资源、以全球化布局为战略指导，持续打造精品游戏，增强核心竞争力。

表 4：2016~2017 年公司分地区收入情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
国内	12.62	49.89	12.68	39.17
国外	12.68	50.11	19.68	60.83
合计	25.30	100.00	32.36	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外游戏市场拥有较为成熟的环境，玩家付费习惯良好，市场空间巨大，成为国内游戏厂商寻求的更为蓝海的市場。公司凭借领先数年的海外发行经验，通过成立海外分支机构、启用本土化的管理方式开拓当地市场、结合成熟的发行理念和运营体系面向特色鲜明的区域市场，海外发展较快，发行版图不断拓展，2017 年实现海外收入 19.68 亿元，同比增长 55.23%，收入占比比较上年提高 10.72 个百分点至 60.83%，全年全球新增游戏用户人数超 1 亿。

2017 年，公司在印度浦那成立印度子公司正式进入印度游戏市场，针对印度市场特色开发推出的《TeenPatti》及《Pokerist》两款休闲游戏取得了良好成绩。当年，公司自研自发的《女神联盟》系列继续保持出色的长线运营表现，至今占据 Facebook 平台 RPG 类网页游戏畅销排行前列，保持了公司在海外网页游戏市场的领先地位，移动游戏新作《League of Angels-Paradise Land》也在海外引起广泛反响；此外，当年《狂暴之翼》（《Legacy of Discord - Furious Wings》）在海外市场亦表现强势，先后登上数十个国家及地区游戏畅销榜，被中国游戏产业年会评为“2017 年度十大最受海外欢迎游戏”，在年度中国移动游戏海外收入排行中稳居前五。公司在海外市场的渗透率进一步提高，区域优势进一步增强，品牌影响力逐步扩大，2017~2018 年连续两

年入选由全球最大广告传播集团 WPP、全球领先信息咨询公司凯度华通明略行以及 Google 联手发布的 BrandZ™ 中国品牌出海排行榜三十强，并获得由中国游戏产业协会颁发的“2017 年度十大海外拓展游戏企业”殊荣，同年获得金茶奖颁发的 2017 年度“最具影响力游戏企业”及 2017 年度“最佳出海游戏企业”两项大奖。公司全球化布局、海外发行及运营能力已成为其核心竞争力之一。

从近期经营来看，公司 2018 年首款重度 3D 魔幻题材移动 MMOARPG《天使纪元》游戏于 1 月 11 日上线，由明星刘亦菲代言，借助于其良好的粉丝效应，以及前期运营推广，前 5 日流水达 0.50 亿元，上线 2 个月注册用户数过千万，游戏上线后持续保持较高热度。但另一方面，由于剧情调整及质量要求提升等因素影响，公司近期部分新游戏产品上线时间有所延期，对当期流水增量带来一定的影响。受上年同期公司《狂暴之翼》、《盗墓笔记》等游戏产品处于流水峰值形成的高基数影响，2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 8.68 亿元，同比减少 2.25%。2018 年公司计划推出《猎龙计划》、《三十六计》和《女神联盟 2》等多款不同类型的游戏产品，以增强整体竞争力，但由于游戏产品生命周期较短，若公司未来不能持续推出广受欢迎的游戏，或因各种原因造成研发和开发进度的拖延，将会使公司丧失产品和市场优势，经营收入有可能面临下滑风险，中诚信证评对此予以持续关注。

### 公司持续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，同时加大研发投入，提升研发能力，推动业务良性开展

为提高游戏的玩家数量，公司借助门户广告、平面媒体等进行市场宣传，通过引入多类推广渠道、举办游戏主题营销活动等方式，提高游戏产品的推广页面点击率、下载定制量和付费率。此外，公司还通过对后期游戏运营数据进行分析和挖掘，以及扩展适配机型、优化游戏产品设计等方式，在扩大用户群体、提升产品体验质量的同时提高用户的 ARPU 值，提升游戏产品的整体收益水平。2017 年公司第一大供应商为 CP 方，采购类别为公司代理游戏的分成款项，其余四大供应商采购类别均为

广告，当年采购金额合计 5.34 亿元，同比增长 19.99%，采购占比为 34.49%。

表 5：2017 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%

供应商名称	采购类别	采购金额	占采购总额比例
供应商一	分成	1.86	12.04
供应商二	广告	1.19	7.72
供应商三	广告	0.93	5.99
供应商四	广告	0.83	5.34
供应商五	广告	0.53	3.40
合计	-	5.34	34.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的游戏产品均采用按虚拟道具收费的盈利模式。按照游戏玩家导入方式的不同，公司游戏运营模式主要分为自主平台运营模式和联运平台运营模式。2017 年公司合作的大型的联合运营商仍主要为苹果、谷歌、Facebook 和腾讯等，按照业内惯例，公司与联合运营商就每款游戏分别谈判分成比例，当年与各联合运营商分成比例情况与上年基本保持不变。结算方面，公司游戏产品通过虚拟物品交易等方式产生的收入由联运商统计后按比例逐月返款，回款较为及时。

表 6：2016~2017 年公司两种运营方式收入情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
自主运营	9.63	38.03	10.29	31.80
联合运营	15.48	61.16	21.75	67.21
其他	0.20	0.81	0.32	0.99
合计	25.30	100.00	32.36	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

联合运营是目前游戏行业中被普遍采用的运营模式，除有效整合合作双方的资源优势，降低营运风险外，公司可同时借助联合运营商的强势资源进行产品推广。近年来，公司结合新产品推广的需求，加大了联合运营模式的拓展，2017 年联合运营实现收入 21.75 亿元，收入占比较上年提高 6.05 个百分点至 67.21%；当年自主运营收入占比为 31.80%，同比下降 6.23 个百分点。未来，公司仍将持续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，在充分利用联运平台的资源和力量，拓展用户规模、

扩大收益的同时，持续发展游戏的自主平台运营和推广，积累自有用户和优质流量渠道，以获取稳定、持续的收入。

表 7：2016~2017 年公司研发投入情况

单位：人、亿元

	2016	2017
研发人员数量	830	1,467
研发人员数量占比	43.03%	65.61%
研发投入	1.73	3.21
研发投入占营业收入比例	6.83%	9.92%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司一直重视内容研发能力的提升以及对核心玩法的不断优化，致力于为玩家提供体验与游戏性一流的游戏产品。2017 年，公司在全球范围内，不断吸收优秀的研发团队及发行人员，研发人员从 830 人上升至 1,467 人，研发人员占比由 43.03% 上升至 65.61%。研发投入方面，当年公司研发投入金额为 3.21 亿元，同比增长 85.64%。研发人员及投入的持续增加有助于公司提升游戏研发实力，推动业务良性开展。

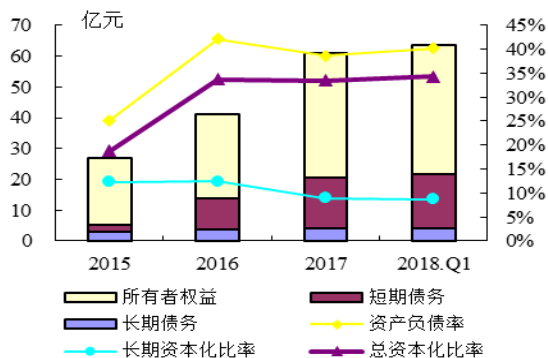
综合来看，公司作为国内领先的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一，2017 年持续打造精品游戏，产品品类多元化发展，同时不断完善全球化布局、增强海外发行和运营实力，当年产品流水稳步提升，市场竞争力较强。但中诚信证评亦关注到，游戏产品生命周期较短，若未来不能持续推出广受欢迎的游戏，或因各种原因造成研发和开发进度的拖延，公司经营收入有可能面临下滑风险。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 11: 2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

2017年12月公司完成非公开发行股票, 募集资金净额6.96亿元, 加之近年盈利情况较好, 留存收益的积累增强了自有资本实力, 2017年末净资产总额40.68亿元, 同比增长49.55%; 2018年3月末, 公司净资产规模较年初增长2.43%至41.67亿元。资产和负债方面, 随着业务的发展, 公司运营资金需求逐步增加, 2017年公司成功发行4亿元公司债券, 同时新增部分短期借款满足流动资金需求, 整体资产和负债规模均大幅增长。2017年末公司总资产和总负债分别为66.36亿元和25.68亿元, 同比分别增长41.07%和29.45%。截至2018年3月末, 公司总资产和总负债分别为69.65亿元和27.97亿元, 分别较上年末增长4.96%和8.96%。

财务杠杆比率方面, 受益于净资产规模的增长, 2017年末公司资产负债率为38.69%, 较上年下降3.48个百分点; 总资本化比率为33.41%, 较上年下降0.32个百分点。截至2018年3月末, 公司资产负债率为40.17%, 较期初提高1.48个百分点, 总资本化率为34.30%, 较期初提高0.89个百分点, 整体杠杆水平仍保持较低水平。

资产结构方面, 2017年末公司流动资产合计31.34亿元, 占资产总额的47.23%, 主要由货币资金、应收账款和预付款项构成, 金额分别为19.38亿元、4.74亿元和3.60亿元, 占流动资产的比重分别为61.83%、15.13%和11.49%。具体来看, 当年末公司货币资金同比增长197.90%, 非公开发行股票及债务融资使得年末货币资金规模大幅增长。公司年末货币资金主要包括银行存款(12.83亿元)和其他货币资金(6.54亿元), 其中其他货币资金中保证金余

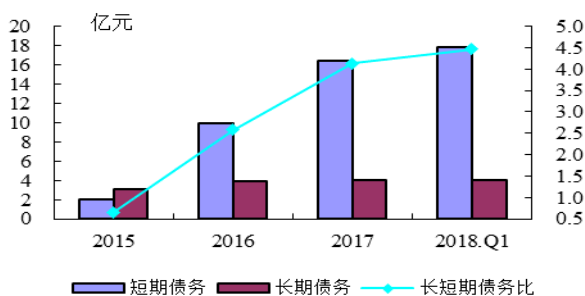
额6.17亿元, 该部分资产流动性受到限制。公司应收账款主要为应收联运商销售款, 当年加强销售款项结算, 年末账款余额同比减少27.96%; 年末账款账龄集中于一年及以内, 当年计提各类坏账准备0.14亿元, 整体账款回款风险可控。公司预付款项主要系因业务需要预付给合作方广告费和分成费等, 随着业务的增长及游戏产品推广力度的加大, 当年末规模同比增长105.49%。2017年末, 公司非流动资产合计35.02亿元, 占资产总额的52.77%, 主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和商誉, 金额分别为8.16亿元、4.43亿元、6.99亿元和9.82亿元, 占非流动资产的比重分别为23.28%、12.66%、19.96%和28.03%。公司当年新增多笔对外股权投资, 年末可供出售金融资产同比增长46.22%, 当年取得可供出售金融资产在持有期间的投资收益0.08亿元以及处置可供出售金融资产取得的投资收益0.06亿元。公司长期股权投资为对外股权投资, 当年新增多笔对外投资使得年末余额同比增长42.90%, 全年权益法核算的长期股权投资收益为-0.32亿元, 并计提长期股权投资减值损失0.10亿元。公司固定资产主要为房屋建筑物及电子设备等; 商誉为系溢价收购股权所形成, 包括收购广州掌淘网络科技有限公司形成的商誉5.30亿元和收购Bigpoint HoldCo GmbH形成的商誉4.23亿元, 经评估测试, 近两年商誉均未发生减值; 但考虑到商誉在公司资产中占比较大(2017年末占比14.79%), 未来一旦被并购企业的经营状况弱于交易评估时预期状态, 公司商誉资产或将面临减值风险, 中诚信证评对此表示关注。

负债结构方面, 公司负债以流动负债为主, 2017年新增银行短期借款, 使得年末流动负债总额同比增长43.33%至21.39亿元, 占负债总额的比例为83.30%, 同比提高8.06个百分点。公司年末流动负债主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债, 金额分别为12.74亿元、1.76亿元和3.69亿元, 占流动负债的比重分别为59.58%、8.25%和17.26%。公司短期借款为质押借款、抵押借款和保证借款, 当年末同比增长131.69%。公司应付账款为应付广告费、分成款和服务费等, 当年末同比减

少22.10%，商业信用融资规模的下降一定程度上增大了当期银行融资需求；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期银行借款。当年末，公司非流动负债合计4.29亿元，主要由应付债券构成，占非流动负债总额的比例为92.87%。公司应付债券为2017年4月发行的“17游族01”，债券期限3年。

从债务期限结构来看，2017年公司发行4亿元的公司债券，同时新增银行短期借款以满足运营资金需求，当年债务规模大幅上升，年末总债务增至20.42亿元，同比增长47.45%，其中短期债务余额16.43亿元，同比增长64.76%，长期债务余额3.98亿元，同比增长2.85%，长短期债务比由上年的2.58倍上升至4.13倍。截至2018年3月末，公司总债务为21.76亿元，其中短期债务17.77亿元，长期债务3.98亿元，长短期债务比为4.46倍。总体来看，公司债务期限结构以短期债务为主，期限结构有待改善。

图 12：2015~2018.Q1 公司债务结构分析

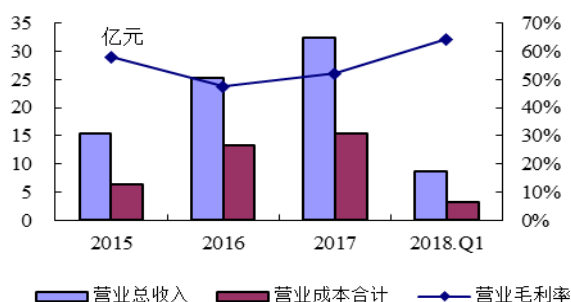


资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

随着业务发展，公司资产规模逐年增大，且自有资本实力较强，财务杠杆比率保持在较低水平，整体财务结构仍较稳健。但与此同时，2017年以来公司债务规模大幅增长，且债务以短期债务为主，债务期限结构有待进一步改善。

## 盈利能力

图 13：2015~2018.Q1 公司收入成本结构分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

2017年公司进一步推动游戏品类多元化发展，产品数量也快速增长，并以较好的品质收获了玩家的良好口碑，当年产品流水获得稳步提升，同时大幅度扩展海外市场，推动了整体经营规模的扩张。分产品来看，尽管当年公司网页游戏产品收入同比减少 26.56%，但移动游戏产品保持快速增长，当年公司实现营业总收入 32.36 亿元，同比增长 27.89%。2018 年 1~3 月，主要受部分新游戏产品上线时间延期影响，公司当期实现营业总收入 8.68 亿元，同比减少 2.25%。

毛利率方面，2017 年公司推出多款移动游戏新产品，前期推广成本较大，当年移动游戏业务毛利率为 49.72%，同比下降 3.02 个百分点；网页游戏产品当年推广支出减少，毛利率同比提高 15.87 个百分点至 58.23%。当年公司综合营业毛利率为 52.17%，同比提高 4.55 个百分点。2018 年以来，公司加强成本支出管控，同时部分推广成本发生模式有所变动，当期减少直接购买效果广告的买量推广方式（计入营业成本），加大如直播答题等非效果广告推广方式（计入销售费用），一季度公司综合毛利率上升至 64.36%。总体来看，公司业务获利水平较高。

表 8：2017 年公司营业收入分产品毛利率情况

单位：%、个百分点

产品	毛利率	同比增减
网页游戏	58.23	15.87
移动游戏	49.72	-3.02
综合	52.17	4.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司期间费用逐年增长，其中，因游戏项目增加导致游戏宣传费等支出相应增加，2017 年销售费用同比增长 60.37% 至 2.94 亿元；管理费用主要包括职工薪酬及研发支出等，当年同比增长 54.16% 至 6.80 亿元，其中计入管理费用的研发支出为 2.97 亿元，同比增长 52.33%；当年公司债券利息支出以及汇兑损失增加使得全年财务费用同比增长 173.07% 至 0.91 亿元。2017 年公司期间费用合计 10.64 亿元，同比增长 61.88%；三费收入占比为 32.88%，较上年提高 6.90 个百分点。2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 3.26 亿元，

占营业总收入比例为 37.57%。总体来看，公司期间费用占营业收入的比率整体上升，期间费用控制有待进一步加强。

表 9：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

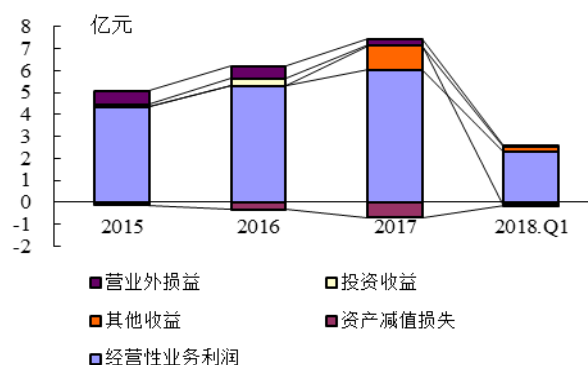
单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	1.10	1.83	2.94	1.31
管理费用	3.25	4.41	6.80	1.71
财务费用	0.12	0.33	0.91	0.23
三费合计	4.47	6.57	10.64	3.26
营业总收入	15.35	25.30	32.36	8.68
三费收入占比	29.09%	25.98%	32.88%	37.57%

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、营业外损益和其他收益构成。2017年，公司收入规模保持增长，当年取得经营性业务利润（营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费）6.04亿元，同比增长13.79%。投资收益方面，2017年公司长期股权投资对象整体经营效益欠佳，当年因权益法核算的长期股权投资收益为-0.32亿元，同比减少322.38%，当年合计投资收益0.03亿元，同比减少91.41%。营业外损益方面，2017年公司取得政府补助收入0.30亿元，同时当年公司将取得的增值税即征即退退税收入等政府补助在其他收益中列报，当年其他收益为1.10亿元（其中增值税即征即退补贴收入1.05亿元）；公司作为双软企业，对软件产品增值税实际税负超过3%的部分享受即征即退政策，未来其他收益的取得具有一定持续性。总体来看，受益于经营性业务利润和其他收益的增长，2017年公司实现利润总额6.74亿元，同比增长15.08%，当年实现净利润6.64亿元，同比增长11.23%，当年所有者权益收益率为16.32%，同比减少5.63个百分点。2018年1~3月，公司实现经营性业务利润2.28亿元，最终实现利润总额2.36亿元，净利润2.23亿元。

图 14：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



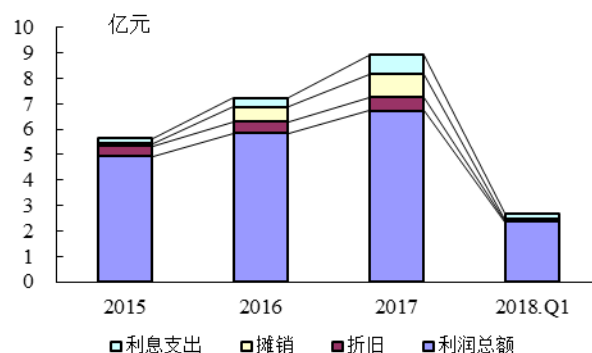
资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，2017年公司业务运营情况良好，产品流水稳步提升，业务规模持续扩张，并保持较好的盈利能力，但三费收入占比整体上升，期间费用控制能力有待提升。

### 偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧、无形资产摊销和利息支出构成。2017 年公司利润总额同比增长 15.08%，同时利息支出及摊销规模均有所增大，当年 EBITDA 同比增长 23.22% 至 8.92 亿元，同期总债务/EBITDA 为 2.29 倍，EBITDA 利息倍数为 11.91 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度较高。

图 15：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2017 年公司推出多款新游戏产品，且客户反馈良好，产品流水持续提升，经营性净现金流保持净流入状态。2017 年公司经营活动现金流量净额为 7.42 亿元，同比增长 32.09%，当年经营活动净现金/总债务为 0.36 倍，经营活动净现金流/利息支出为 9.90 倍。2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.50 亿元，同比减少 18.96%，主要系当期客户 APPLE 的结算款项在途

未入账，同时为抢占业务资源需要，年初公司预付合作方的款项较多等因素影响，整体经营活动现金流量净额较小，同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.09 倍和 2.14 倍。整体来看，公司经营活动净现金流对债务利息能够形成有效保障。

表 10：2015~2018.Q1 公司主要偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产（亿元）	29.25	47.04	66.36	69.65
总债务（亿元）	5.06	13.85	20.42	21.76
资产负债率（%）	25.19	42.17	38.69	40.17
总资本化比率（%）	18.78	33.73	33.41	34.30
经营活动净现金流（亿元）	3.28	5.61	7.42	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.65	0.41	0.36	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	17.03	15.64	9.90	2.14
EBITDA（亿元）	5.63	7.24	8.92	2.70
总债务/EBITDA（X）	0.90	1.91	2.29	2.02
EBITDA 利息倍数（X）	29.21	20.17	11.91	11.51

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

在财务弹性方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得银行授信额度 35.86 亿元，未使用授信额度 12.66 亿元。同时作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通，可通过增发、配售股票等方式进行股权融资，也可通过发行中期票据、公司债券等债务融资工具进行债务融资。整体来看，公司融资渠道较为畅通。

截至 2018 年 3 月末，公司无未清对外担保，对内担保余额 14.49 亿元，担保比率为 34.78%，担保对象为上海游族信息技术有限公司等 4 家子公司。公司对相关子公司经营情况较为熟悉，面临的或有风险较小。此外，截至 2018 年 3 月末，公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司使用权受限的货币资金为 8.47 亿元，均为保函保证金；使用权受限的固定资产期末账面价值为 5.43 亿元，全部用于银行抵押借款，期末受限资产占总资产的比重为 19.96%，占比较高。

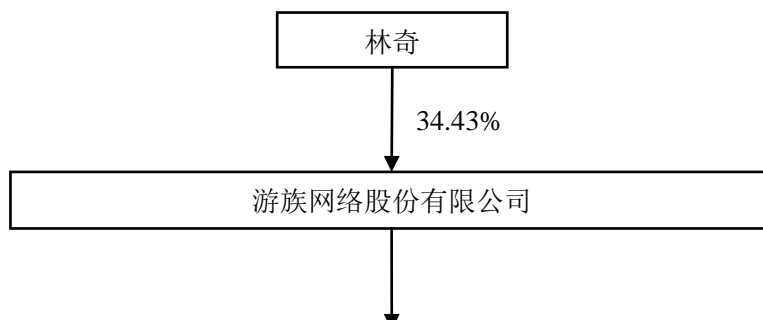
综合来看，2017 年公司收入规模持续增长，同时盈利能力较好，当年非公开发行进一步增强了自有资本实力，整体财务杠杆比率保持在较低水平，

综合竞争实力和整体偿债能力很强。但另一方面，2017 年以来公司债务规模大幅增长，且债务以短期债务为主，债务期限结构有待进一步改善，同时中诚信证评也将持续关注公司未来新游戏产品的推广及运营情况可能对公司业务开展产生的影响。

## 结 论

综上，中诚信证评维持游族网络主体信用级别 **AA**，评级展望稳定；维持“游族网络股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 **AA**。

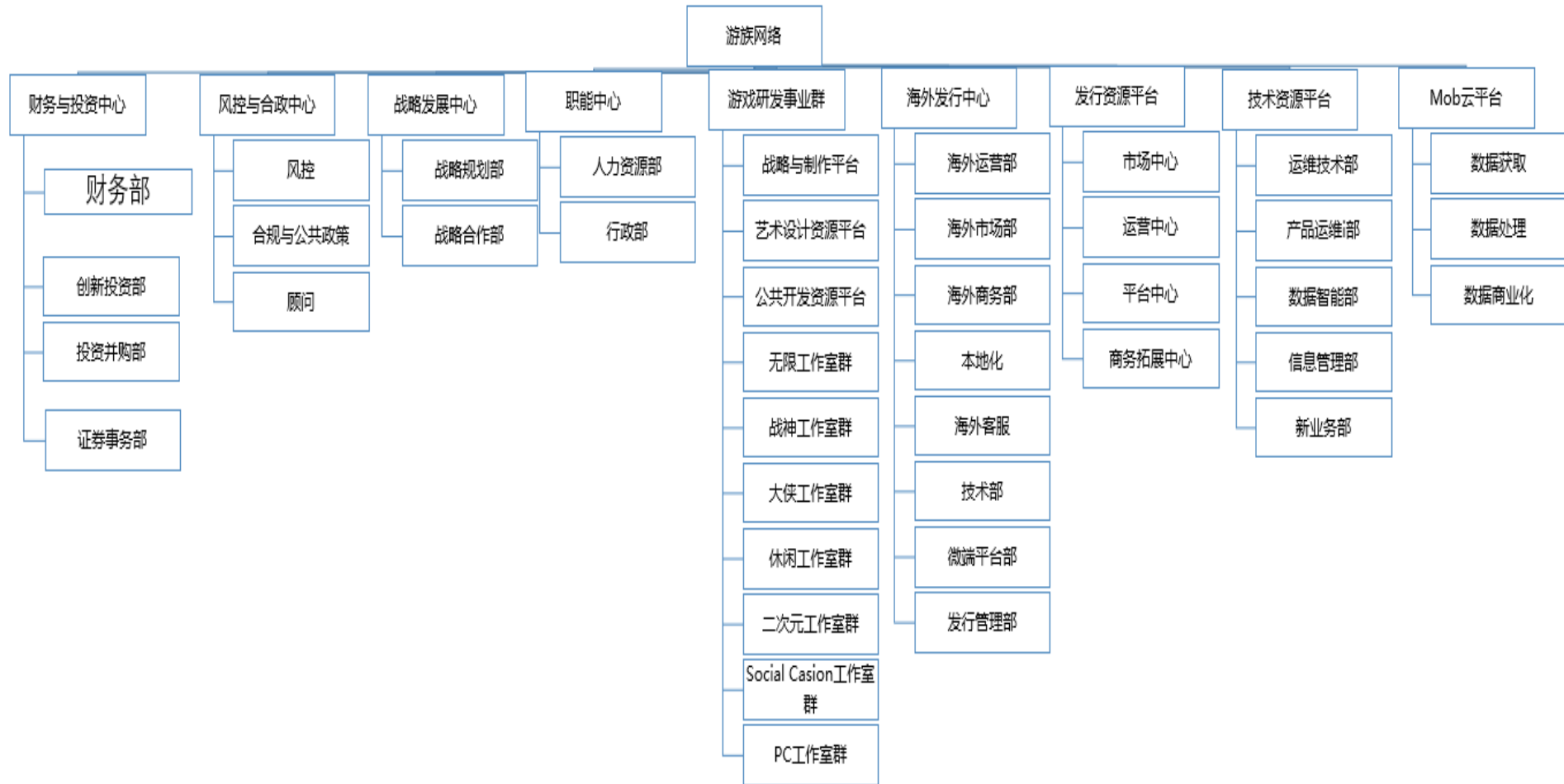
附一：游族网络股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



序号	一级子公司名称	持股比例	序号	一级子公司名称	持股比例
1	上海游族信息技术有限公司	100.00%	6	广州掌淘网络科技有限公司	100.00%
2	上海游创投资管理有限公司	100.00%	7	上海游种信息技术有限公司	100.00%
3	上海游素投资管理有限公司	100.00%	8	上海东链博数据科技有限公司	80.00%
4	宁波梅山保税港区泽禧股权投资合伙企业（有限合伙）	99.99%	9	宁波梅山保税港区泽映股权投资合伙企业（有限合伙）	99.99%
5	宁波梅山保税港区泽漫股权投资合伙企业（有限合伙）	99.99%			-

注：截至 2018 年 5 月 7 日，林奇先生共质押公司股份 269,716,151 股，约占其总持股数的 88.18%，约占公司总股本的 30.36%。

附二：游族网络股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



**附三：游族网络股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	20,139.96	65,048.30	193,776.87	171,534.25
应收账款净额	38,293.25	65,826.53	47,419.68	68,324.99
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	97,920.24	164,126.97	313,398.54	328,682.32
长期投资	46,973.98	86,764.59	125,836.01	128,863.11
固定资产合计	81,410.45	80,696.26	80,066.65	79,854.21
总资产	292,468.38	470,386.30	663,594.78	696,477.32
短期债务	20,000.00	99,746.71	164,342.15	177,727.16
长期债务	30,600.00	38,713.89	39,816.27	39,835.17
总债务（短期债务+长期债务）	50,600.00	138,460.59	204,158.42	217,562.33
总负债	73,669.74	198,341.44	256,751.25	279,748.61
所有者权益（含少数股东权益）	218,798.64	272,044.86	406,843.53	416,728.71
营业总收入	153,468.75	253,011.44	323,567.55	86,781.51
三费前利润	88,048.74	118,798.44	166,790.07	55,392.66
投资收益	984.66	3,237.83	278.17	-477.40
净利润	50,512.94	59,707.55	66,414.69	22,318.58
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	56,348.90	72,406.22	89,216.63	26,986.55
经营活动产生现金净流量	32,846.57	56,138.51	74,150.88	5,011.04
投资活动产生现金净流量	-125,522.29	-65,174.61	-66,352.75	-26,728.56
筹资活动产生现金净流量	96,502.52	26,888.80	87,310.02	-22,401.65
现金及现金等价物净增加额	4,500.41	18,185.68	93,749.75	-45,273.96
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	58.02	47.62	52.17	64.36
所有者权益收益率（%）	23.09	21.95	16.32	21.42
EBITDA/营业总收入（%）	36.72	28.62	27.57	31.10
速动比率（X）	2.33	1.10	1.47	1.39
经营活动净现金/总债务（X）	0.65	0.41	0.36	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	1.64	0.56	0.45	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	17.03	15.64	9.90	2.14
EBITDA 利息倍数（X）	29.21	20.17	11.91	11.51
总债务/EBITDA（X）	0.90	1.91	2.29	2.02
资产负债率（%）	25.19	42.17	38.69	40.17
总资本化比率（%）	18.78	33.73	33.41	34.30
长期资本化比率（%）	12.27	12.46	8.91	8.72

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA指标经年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。