

互联网游戏企业主体信用评级方法

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断互联网游戏企业主体信用风险的主要评级要素，是评定互联网游戏企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖互联网游戏企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。互联网游戏企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）等。

一、适用范围

互联网游戏是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性多人在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的目标。随着互联网技术的兴起和快速发展，居民生活水平提高，精神娱乐需求增长，互联网游戏行业获得快速发展。联合评级的互联网游戏行业具体界定在互联网游戏产业链上的游戏开发及运营。

本方法适用于互联网游戏主业的营业收入占比不应低于 60%，收益贡献及现金流流入规模不低于总额的 50%的互联网游戏开发及运营企业。以互联网游戏业务为主要收益来源的投资管理型企业及后续收益预计主要依赖互联网游戏业务的企业，一般也可使用本方法进行信用质量评估。

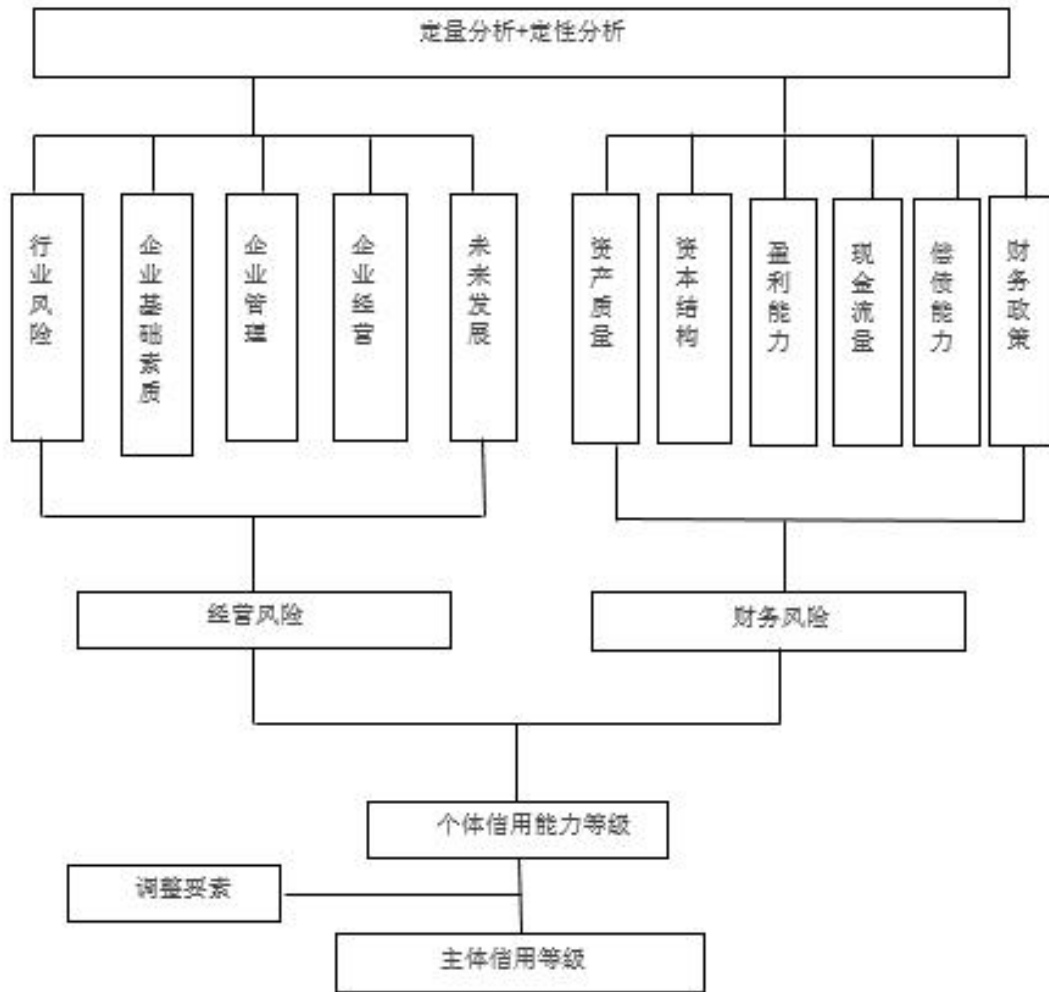
二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切

相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合评级会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合评级对互联网游戏企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



近年来，由于我国人口红利消失的影响，互联网游戏行业已逐渐由增量市场转为存量市场，加之游戏产品属于文化产品，面临比较严格的行业监管，2018年的“游戏版号”暂停发放事件给行业内企业的经营带来很大的波动。结合目前的宏观经济环境以及行业政策，联合评级对互联网游戏企业评级方法的逻辑思路为结合互联网游戏行业的发展情况和互联网游戏行业相关政策，注重评价企业自身的资产质量、盈利能力和偿债能力，从而判断互联网游戏企业的主体信用风险的大小。

本报告并未包括互联网游戏企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断互联网游戏企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业分析

互联网游戏行业特点

互联网游戏的行业分析是对互联网游戏企业主体进行信用评级的基础。联合评级之所以重视互联网游戏行业状况的分析，是因为了解互联网游戏企业所处行业的基本情况，有利于分析和准确判断互联网游戏企业的发展趋势、经营环境、外部支持，以及营运状况、财务状况等因素可信性，为最终较为准确地判定互联网游戏企业的主体信用等级提供必要的依据和支持。

联合评级认为，我国互联网游戏行业表现出以下特点：

第一，互联网游戏行业对技术依赖性较强，通信技术、图像处理技术、硬件设备与系统技术的更新换代均可能造成互联网行业的重大变革，并直接影响行业布局、企业盈利情况等。

第二，我国互联网游戏行业互属于互联网和相关服务业的分支，该行业目前实行工信部、文化部、新闻出版广电总局及国家版权局多头部门管理。作为近年来高速发展起来的互联网新兴产业，国家相关的监管措施也在不断地完善和改进。

第三，互联网游戏产品生命周期短，用户偏好变化快，不同用户游戏偏好各不相同，只有准确把握用户偏好，相应产品才能满足市场需求，产生经济效益。

第四，互联网游戏行业的进入门槛低、成本小、竞争激烈，小型互联网游戏企业通常无法生存，最终倒闭或被大型企业收购。具有较大资金规模的企业通常具有更强的生存能力。

第五，互联网游戏细分行业呈分化态势，移动游戏占比超过 PC 游戏，网络游戏市场从 PC 端逐渐向移动端转移。

联合评级对互联网游戏行业的分析将重点关注：

- （1）技术基础，比如重大硬件、软件或者通信技术的变革；
- （2）行业政策，如游戏的版号审批制度变动等；
- （3）用户偏好；

- (4) 行业竞争环境以及行业景气度，如前十大互联网游戏企业的收入占比等。

1) 技术基础

此部分主要考察互联网信息技术、PC 与移动终端的硬件设备和系统水平、图像处理技术、3D 处理技术等发展创新对互联网游戏的影响。

互联网信息技术是互联网游戏发展的基础，中国互联网游戏市场的互联网接入提供商主要为中国移动、中国联通、中国电信及 IDC 服务企业，整体网络带宽、手机网络技术会对互联网游戏的上线人数、流畅度、稳定性形成制约。PC 与移动端的硬件设备和系统水平越高，可以容纳的游戏复杂程度越高，游戏开发商发挥的余地越大。图像处理技术、3D 处理技术则决定了游戏画面的精美程度，一款制作精良的游戏离不开良好的图像处理。随着科技进步，各项技术快速更迭，进而需要关注整体行业的技术替代风险。

联合评级对技术基础的分析将重点关注：

- (1) 互联网信息技术；
- (2) 硬件设备和系统水平；
- (3) 图像处理技术；

2) 行业政策

此部分主要考察国家对互联网行业的政策导向，包括准入门槛、内容规范、交易形式等，进而确定互联网游戏行业在这些政策指导下的经营情况和发展趋势。

互联网游戏行业属于互联网和相关服务业的分支，该行业目前实行工信部、文化部、新闻出版广电总局及国家版权局多头部门管理。工信部主要负责拟订产业发展战略、方针政策、总体规划和法律法规草案。文化部主要负责拟订互联网游戏产业的发展规划并组织实施，指导协调游戏产业发展，对互联网游戏服务进行监管。新闻出版广电总局主要负责对游戏出版物的网上出版发行进行前置审批。国家版权局主要负责游戏软件著作权的登记管理工作。

互联网游戏行业是近年来高速发展起来的互联网新兴产业，国家相关的监管措施也在不断地完善和改进，相关政策对互联网行业产业优惠政策、经营许

可、审批标准、虚拟货币交易管理和内容规范等方面作出明确规定。相关政策导向的改变可能对行业准入门槛、内容限制、交易形式等方面造成影响，从而影响整个行业的市场容量和盈利状况。

联合评级对行业政策的分析将重点关注当前执行的具体行业政策及未来一段时间的政策导向等。

3) 行业竞争

此部分主要考察互联网游戏行业的进入门槛高低、成本大小、行业集中度、竞争激烈程度等。

我国互联网行业迅猛发展，为互联网游戏行业提供了良好的发育土壤，加之游戏制作成本低，人力成本为游戏制作主要成本，游戏公司和游戏发行量大幅增长，整体行业竞争激烈程度较高。同时，游戏行业属于人力资本和资金密集型行业，游戏公司之间并购情况普遍存在。无论是通过并购或者自主研发，规模大、资金充足、技术储备完善的企业更容易发行获得市场认可的游戏，从而占据较大的市场份额，因而具有较强的抗风险能力和较高的信用水平。

联合评级对行业竞争的分析将重点关注：

- (1) 互联网游戏行业的集中度情况和竞争激烈程度；
- (2) 各细分游戏领域中产品集中度和同质化情况。

4) 行业景气度

收入规模及新增游戏数量是互联网游戏行业景气度最直观的指标，一般而言，收入规模较大、新增游戏数量较多，行业景气度通常也较高。因此，当宏观经济处于较佳状态，收入规模、新增游戏数量较多等指标处于较高水平时，说明行业景气度较高，行业内企业的信用风险相对较小。

联合评级对行业景气度的分析将重点关注：

- (1) 整体行业收入规模；
- (2) 新增游戏数量以及相应的增速情况。

2、企业基础素质

企业规模

此部分主要考察互联网游戏企业的收入规模、资金规模、发行游戏数量。

联合评级认为，对互联网游戏企业来说，较大的收入规模、充裕的资金存量在收购其它游戏公司、取得优质游戏资源、购买优质 IP、获取渠道资源以及游戏推广等方面有较大优势，面对用户偏好改变、政策变化等市场风险时拥有较强的风险抵御能力，从而具备突出的竞争优势。

联合评级对互联网游戏企业规模的分析将重点关注：

- （1） 企业的收入规模；
- （2） 企业的资金规模；
- （3） 企业发行的游戏数量。

行业地位

此部分主要考察互联网游戏企业的优质游戏数量、发布频率；与同业比较的规模实力，在行业内的地位和产品市场占有率等。

联合评级认为，在相应的发行渠道下载量越高，排名越靠前，说明游戏产品市场认可度越高，即可认为是优质游戏。但由于发行渠道数量多、排名标准不一致、各渠道质量参差不齐等原因，可粗略将年流水超过 3,000 万元的游戏认定为优质游戏。互联网游戏企业在擅长的游戏领域内发布优质游戏的数量越多，行业内的地位越高，用户口碑越好，对资源聚集、游戏推广具有较大的促进作用。拥有越高的市场占有率，越能够抵抗用户偏好变化的风险，企业的信用风险相对较低。

联合评级对企业行业地位的分析将重点关注：

- （1） 优质游戏的发行情况、发布频率；
- （2） 市场占有率。

技术水平

联合评级认为，互联网游戏行业技术及产品更新换代速度非常快，游戏研发技术水平发展十分迅速，新技术、新产品不断涌现，如新的 3D 游戏引擎、跨平台开发技术及可穿戴式智能设备等逐步改变着行业内的游戏开发战略。对于互联网企业而言，一方面，企业现有的技术储备越充足，在产品多样性、产品质量方面的优势越大；另一方面，如果未来互联网游戏行业在技术、产品等方面出现重大变革，技术相对先进的企业将拥有一定的先发优势和转型基础。

联合评级对企业技术水平的分析将重点关注：

- （1） 技术能力；

(2) 研发团队素质。

运营、研发团队

联合评级认为，互联网游戏企业最终产品发行是一个各岗位分工协作的过程，人力资源是最主要的资源禀赋。游戏运营人员、程序员、策划、美工等岗位的专业能力及相互之间的协作配合非常重要，直接决定了最终开发产品的质量优劣。同时，企业总负责人需要对游戏市场具有敏锐的观察力和良好的判断力，准确判断用户偏好，及时调整产品策略，同时管理好下属运营与产品开发团队的协作运营。因此，企业运营团队的经验、专业能力对最终经营效益至关重要，可通过运营、研发团队主要成员的履历、过往成绩等进行判断。

联合评级对企业研发和运营团队的分析将重点关注运营、研发团队主要成员的履历、过往成绩等。

3、企业管理

治理结构

公司董事会、经理层、股东权利分布，股权结构是否优化，所有权和经营权是否分离，是否能够保护中小股东利益；是否出现侵犯或损害公司、股东和债权人利益的行为；董事会、监事会制度是否完善；董事会、监事会及高管是否健全。

股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会的有效性，其中，董事会的有效性包括独立董事的专业胜任能力及比例、审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；公司治理结构对债权人权利的保障程度等。

网络游戏行业是个产品高速迭代的行业，公司的重大决策的制定机制，预研发和预代理游戏的筛选程序，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的实际作用等公司法人治理结构很重要。因而，还应重点关注公司股东与董事会的运作，实际的领导体制，并评估它们在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率和长期经营的稳定性。

内部管理体制及管理制度执行情况

公司的管理分析，难以以一些量化的指标作为分析判断的依据，只能从公司的组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制

约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当，以及对其的整体管理进行全面考查。

网络游戏企业一般货币资金较为充裕，资金管理非常重要；游戏研发和游戏代理的筛选决策制度、游戏研发公司的研发投入、中下游的游戏运营商和游戏渠道商的游戏网络平台的建设的投资影响到公司未来竞争力；游戏公司一般通过收购或设立子公司的方式布局游戏产业链，子公司管理制度很重要；网络游戏企业如何保留和扩建具有核心技术、丰富经验的核心团队关系到公司竞争力的可持续性，员工激励制度同样重要。因此，联合评级重点关注网络游戏的资金管理、游戏筛选机制、投资管理、子公司管理、员工激励和薪酬管理。

联合评级认为，管控效率是评判公司管理水平的关键，可以从两个方面来判断与分析网络游戏企业管理制度的执行效果：首先，是否对管理制度的执行进行定期评估和审查；其次，近3年各项活动是否达到管理制度的目标需求。

4、经营分析

对互联网游戏企业的经营分析以评估其核心竞争力、经营状况为主要目的，可以通过对其发展速度、主营业务经营状况、渠道资源、主要产品市场竞争力、在开发产品情况及并购情况等方面的情况进行分析来把握。对这些因素的了解与分析，是评级工作的重点，可以通过互联网企业提供的相关材料、公开渠道掌握的各种信息进行，也可以借助一些计算指标为分析提供必要的帮助。

经营概况

收入结构方面，对互联网游戏企业主营业务经营状况的分析，一般可以从其主营业务收入、成本和主营业务利润的变动情况、毛利率的变动情况、主营业务收入占全行业（或同类型产品行业）的比重来分析，对其稳定性与变化趋势进行考察。

综合收入构成方面，对互联网游戏企业多元化经营情况的分析，需重点关注互联网游戏企业的主业是否突出，业务是“相关多元化”还是“非相关多元化”。同时，联合评级也注意到多元化经营在互联网游戏企业经营过程中既有有利的一面，也有不利的一面，这需从自身的发展状况和经营业绩加以综合评判。一般来说，互联网游戏企业业务可以向上下游扩展，上游包括影视公司

等IP生产部门，下游主要是拥有发行渠道资源的互联网公司，同时还可以拓展竞技游戏赛事举办、游戏衍生品销售等业务。以上多元化业务都是围绕游戏主业展开，在主业开展顺利的情况下有利于快速做大企业规模，但在游戏行业面临快速转速、产品更新换代速度加快的情况下却不利于企业分散经营风险。

游戏收入结构方面，根据游戏公司在游戏产业链中的角色，可以分为游戏研发商和游戏运营商，在分析时需要对游戏研发收入和游戏运营收入进行拆分，以判别其所处游戏产业链中的位置。

联合评级对企业收入和业务结构的分析将重点关注：

- (1) 游戏收入结构；
- (2) 公司游戏业务所处产业链位置；
- (3) 各产品或板块的重要性以及盈利能力；
- (4) 企业多元化或单一经营的风险。

主要产品的市场竞争力

联合评级认为，互联网游戏企业的收入主要来源于游戏产品的运营收入，而成本主要是销售费用、分成费用等。企业主要游戏产品市场状况影响到未来一段时间企业盈利水平，因此对主要游戏产品的分析和预测十分重要，也是判断企业信用风险水平的重要因素之一。

具体来说，互联网游戏大部分产品同质化程度较高，生命周期较短，企业主要盈利来源于少数用户基数大的精品游戏。互联网游戏的生命周期分为上升、稳定和下降阶段，对应活跃用户数量的增长、平稳和下降阶段，因此对活跃用户数量的考量有助于分析游戏产品的市场接受程度和生命阶段。另外，活跃用户数越高的游戏可玩性越高，对新增用户的吸引力越大，两者之间互成正向促进作用。一般 APP 分发渠道会根据下载量对爆款游戏进行排名，该名次也能侧面反映出游戏的用户基数和市场接受程度。

游戏用户分为付费用户和不付费用户，游戏收入主要来源于付费用户，ARPU 则反映出单位付费用户的收入贡献，付费用户增长、ARPU 增长反映出游戏盈利能力增长，深度用户增加，反之同理。一款游戏的收入流水是该产品对公司收入贡献最直接的体现，收入流水越大，收入贡献最高，收入流水过小则可能无法覆盖维护成本从而导致公司关停该项游戏产品。因此，对主要游戏产品的平均活跃用户数量、发行渠道排名、付费用户数量和比例、ARPU、收

入流水等指标的考量能够有效反映出相应产品的市场接受程度、所处生命周期、盈利能力，从而为公司的盈利能力和预测提供有效依据。

联合评级对企业主要产品的市场竞争力的分析将重点关注：

- (1) 主要游戏产品的平均活跃用户数量；
- (2) 发行渠道排名；
- (3) 付费用户数量和比例；
- (4) ARPU；
- (5) 收入流水。

渠道资源

联合评级认为，互联网游戏产品需要通过 APP 分发商面向最终客户，需要通过网络媒介资源向客户宣传游戏产品特性。互联网游戏企业的分发渠道资源与网络媒介资源是否丰富、质量的高低、分发与推广成本的情况关系到最终游戏产品的发行效果、发行成本和用户积累情况。

优质的 APP 分发商相对集中，互联网游戏企业相对分散，因此一般企业对渠道商议价能力很弱。不少综合互联网公司都有自己的发行渠道平台，渠道费用是互联网游戏开发和运营企业的主要成本，降低渠道费用有利于整体提高企业盈利能力，增强企业市场竞争力。

优势的网络媒介资源是游戏能否快速让用户知晓并下载、使用的重要媒介资源，优质的网络媒介资源亦相对集中，游戏运营商是否可以拿到优质网络媒介资源对其游戏前期推广起到重要的作用。游戏运营商是否具备优质网络媒介资源的选择能力、具备与优质网络媒介资源的合作关系以及媒介资源的单位获取成本是其游戏发行成功的关键。

联合评级对企业渠道资源的分析将重点关注：

- (1) 现有分发渠道质量；
- (2) 渠道成本；
- (3) 企业与渠道供应商的关系；
- (4) 企业取得优质网络媒介资源的能力、合作关系以及媒介资源单位获取成本。

主要在开发产品与 IP 储备

联合评级认为，互联网游戏生命周期较短，在运营游戏产品只能反应企业短时间内盈利情况，观察企业长期内盈利状况还需要考量企业在开发产品以及IP储备充裕程度。

在开发产品将在未来投入市场，如果游戏产品符合市场需求，产生较好收入流水，将为公司带来良好经济效益；如果不符合市场需求，收入流水无法覆盖维护成本，企业则会关停游戏并形成损失。过往开发（或投资）游戏成功率则能从侧面反映公司对用户偏好的把握程度，可作为开发游戏成功率的重要参考指标。应对在开发游戏产品的数量、类型、产品特色、开发进度、过往开发（或投资）游戏成功率充分了解，在此基础上，结合现阶段游戏市场偏好、公司资金压力情况，对在开发游戏未来能否获得市场认可做出合理预测。

优秀的IP储备也是考量游戏公司发展潜力的重要因素之一。越来越多的经验表明，具有良好IP储备的游戏产品更容易获得成功，并且更容易延长产品生命周期。游戏研发及游戏运营公司要有良好的IP发掘与开发能力，良好的世界观与IP的可开发性是判断IP是否优良的重要考量因素。IP质量可以通过不同IP类型（如：文学、影视、游戏）的历史阅读、观看、娱乐的受众深度，通常可以通过专门网站的点击率、点播率、活跃度等指标进行判断。IP数量由公司未开发IP的数量来进行判断，未开发IP数量越多则公司未来发展能力则越强。IP获取能力可以从渠道与获取成本两个维度来进行分析，游戏运营与游戏研发公司在文学领域签约合作的作家数量、在影视领域与作品发行商的合作关系决定了其IP的获取能力。

联合评级对企业在开发产品的分析将重点关注：

- （1）企业在开发产品游戏数量、类型、开发进度、产品特色、资金压力；
- （2）企业过往开发（投资）游戏成功率；
- （3）IP质量、IP数量以及IP获取能力。

重大并购

联合评级认为，由于准入门槛低，市场上互联网游戏企业众多，并购是目前互联网游戏行业的经营常态，企业经常通过并购获得优质的游戏产品、开发运营团队或者渠道资源，达到向上下游扩张的目的。

重大并购要求企业控制人具有丰富的行业经营，成功的并购将有望在未来形成爆款游戏，或与企业现有业务产生良好的协同作用，带来丰厚的超额收益。同时，很多失败的收购往往收购成本和未来收益相去甚远，对于少数偏激性企业来说，一次失败的收购足以对其生产经营造成致命的冲击。需要充分了解收购标的公司的经营情况、并购目的、并购成本，考虑相关收购带来的支出压力和筹资压力；对于没有明显特色，也明显无法产生协同作用的标的公司，应提示未来经营情况恶化的风险。

联合评级对企业重大并购的分析将重点关注：

- (1) 企业重大并购标的公司的经营状况；
- (2) 企业重大并购的并购目的、并购成本、进度情况、预期投资收益；
- (3) 并购完成后对现有业务经营的影响。

未来发展战略

联合评级认为，网络游戏企业未来的产业链布局、核心技术和游戏产品研发规划、运营平台建设、数据管理系统建设是其发展战略的重点考量项目。明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径等方面将成为影响有网络游戏企业发展能力的关键因素。若公司在开发游戏、在洽谈代理游戏充足、游戏类型搭配合理、IP 元素符合市场需求，则公司未来可持续发展能力将更强，抵御风险能力也更强。

联合评级对企业未来发展战略的分析将重点关注：

- (1) 公司未来三年或五年发展规划；
- (2) 企业的产业链布局；
- (3) 核心技术的提升规划、与当前业务的关联程度；
- (4) 未来经营发展的方向与激进程度；
- (5) 发展战略的可行性与合理性。

(二) 财务风险评级要素

互联网游戏企业的财务分析以评价其会计、财务政策风险，财务数据的真实性，资产构成及质量，负债构成及负债水平，主营业务收入、期间费用、营业利润率和利润的构成及盈利水平等为主要目的。一般来说，主要从信息披露

与采纳准则、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、信息披露与采纳准则

财务资料来源

此部分主要考察网络游戏企业近 3 年及最近一期财务资料来源、审计机构的从业资质、审计结论，并对财务资料的真实性做出判断。

联合评级认为，对网络游戏企业的财务分析以合并报表为主，并根据募集资金用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部及主要子公司的报表进行辅助分析；对合并报表范围及其可比性进行分析。会计财务信息质量是企业会计政策执行的重要体现。需要依据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对网络游戏企业的信用质量和稳定性进行评价；对于非标准的审计意见、会计数据的变动和异动对网络游戏企业信用产生负面影响的，将对网络游戏企业信用质量和稳定行给与合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

会计政策

此部分主要考察有网络游戏企业会计政策，包括合并报表、收入确认、折旧、无形资产估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。

联合评级认为，财务数据的可比性与会计政策的一致性在进行网络游戏企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同游戏企业甚至同一游戏不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响。网络游戏企业会计政策是否符合相关规定及近 3 年会计政策变化趋势，以及对“新会计准则”前后的财务数据，应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响。在分析网络游戏企业的会计政策时，应重点关注：可供出售金融资产、长期股权投资的划分方法和计价方式、无形资产的计价方式和摊销方法、收入确认方式。

联合评级对企业财务信息披露和采纳准则的分析将重点关注：

- (1) 审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；
- (2) 企业变更审计机构的频率；
- (3) 企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率。

2、资产质量

此部分主要考察网络游戏企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近3年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并判断资产的真实价值。

联合评级认为，资产质量是网络游戏企业经营能力的保障。在判断资产质量时，主要关注：①货币资金的充足性及受限情况，网络游戏企业货币资金占比一般较高，充足货币资金储备是网络游戏企业游戏研发、推广、抗风险能力的有力保障；②应收账款的比重、账龄及坏账计提情况，游戏研发商的应收账款一般为营收授权金及运营分成。发行商游戏的应收账款一般为应收渠道商的游戏充值款。如果公司应收账款规模占比较大，则公司存在资金占用和坏账风险；③预付款项的类别、账期和集中度，预付款项通常为游戏发行商预付给游戏研发商的授权金和预付广告款，预付授权金可反映公司现在及未来一段时间主要运营的游戏，预付授权金较集中可能存在代理游戏较少、类型单一的风险，预付款项金额大、账龄长反映公司可能议价能力较弱；④固定资产构成及折旧计提情况，需要分析固定资产的明细，设备折旧情况，关注固定资产成新率；游戏研发商固定资产中计算机等电子设备占比较大、游戏运营商固定固定资产中服务器占比较大，需要分析固定资产的明细，相应设备折旧情况，关注固定资产成新率；⑤可供出售金融资产和长期股权投资的计价方式和收益情况；⑥无形资产的类别、计价方式、摊销和减值测算，网络游戏企业无形资产包含自研和外购的软件、著作权、开发工具；研发分为研究阶段和开发阶段，前者计入当期损益，后者满足条件计入无形资产；关注网络游戏企业无形资产产生经济利益的方式，包括无形资产生产的产品的市场或在内部使用的有用性关系到公司无形资产的足值性，关注无形资产的减值准备是否及时充分；⑦商誉的减值风险，网络游戏行业并购现象较多，商誉普遍较大，关注被收购单位的盈利情况和商誉的减值风险；⑧长期待摊费用的减值风险和转出，对于游戏运营商预付的游戏授权金在游戏上线后转入长期待摊费用。

联合评级对企业资产质量的分析将重点关注：

- (1) 现金类资产的充足性及受限情况；
- (2) 应收账款的比重及回收风险；
- (3) 预付款项的规模和集中度；

- (4) 固定资产的构成、折旧计提情况；
- (5) 无形资产的类别、来源、计价方式、产生收入的能力、减值；商誉的减值风险；
- (6) 长期待摊费用的减值和转出风险等。

3、资本结构

此部分主要考察网络游戏企业的资本结构，即网络游戏企业的资金来源结构，包括资本实力、债务结构与负债水平。

联合评级认为，由于游戏行业的轻资产特点，网络游戏企业的债权融资规模一般较小，在对网络游戏企业进行评级的过程中，评级人员应对其应付账款、预收账款和其他流动负债、递延收益等科目加以着重考查。负债中关注反映公司话语权的预收、应付的授权金、游戏分成和游戏玩家充值规模。其他流动负债和递延收益科目中一般为游戏道具、授权金分成等的递延收益，未来会转入营业收入。

另外，联合评级还要考查以下方面：

所有者权益

联合评级认为，游戏行业的轻资产和快速迭代的特点决定了股权融资为其重要的融资手段，是其债务的重要保护基础。应重点核实其所有者权益各年的变化情况，对于新增的权益要有切实的来源。同时，还应结合游戏企业未来的发展战略和主要措施，对未来的所有者权益的变化进行预测。

利润分配政策

主要考察网络游戏企业利润分配政策、资本金增加的机制与政策。

负债水平及变化趋势

主要考察网络游戏企业近3年负债水平及变化趋势，包括资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标的变化趋势。

或有负债、重大诉讼等其他情况

主要考察影响网络游戏企业信用水平的其他情况，包括或有负债、重大诉讼等。

联合评级对企业资本结构的分析将重点关注：

- (1) 企业资金来源结构；

- (2) 债权及股权融资能力；
- (3) 有息债务规模大小及占比、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。关注长短期债务结构、资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标；
- (4) 权益稳定性；
- (5) 利润分配政策；
- (6) 负债水平的变化趋势及或有负债情况。

4、盈利能力

主要分析网络游戏企业的主营业务收入、利润的来源和构成，并对影响其未来营业收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

盈利状况

此部分主要考察网络游戏企业近 3 年主营业务收入、成本、期间费用和利润的稳定性与变化趋势，以及近 3 年净利润状况，包括稳定性、变化趋势与扣除非经常性损益后净利润状况。

联合评级认为，对网络游戏企业收入和净利润的分析，一方面要关注收入和利润的增长变动情况，另一方面要考查收入和利润的形成来源。在实操过程中，如遇到的网络游戏企业投资收益等非经常性损益较大，则要扣除非经常损益后再分析其净利润状况。

盈利能力

此部分主要考察网络游戏企业的盈利能力，包括营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率、总资本收益率等。

联合评级认为，盈利能力的强弱反映了网络游戏企业通过持续的经营活动获取现金的能力，可以从两个方面加以分析，一是收益增长的变化趋势，二是成本费用的约束程度。需要注意的是，自主运营模式和授权模式下，公司营业成本很低，毛利率很大，应综合考虑近几年的研发投入。由于网络游戏行业的快速迭代性质，在关注目前盈利能力的基础上，更要关研发投入中的在研发游戏和在洽谈代理游戏等关系网络游戏企业的重要信息。

基于重要性、全面性和非相关性（或相关性较弱）原则，从债权资本角度，联合评级重点以网络游戏企业最近一年的营业利润率和总资产报酬率对其

盈利能力进行评估，其中营业利润率从业务收入的角度评价网络游戏企业的获利能力，而总资产报酬率是从网络游戏企业整体可动用资源的角度评价其整体获利能力。

联合评级对企业盈利能力的分析将重点关注：

- （1）收入和利润结构的稳定性及变化趋势；
- （2）对成本费用的控制力度、期间费用构成；
- （3）扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利水平和盈利指标等。

5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础。将企业在一段时期内可支配的现金与企业应偿还的全部债务相比较，评价企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

经营活动方面，通过比较互联网游戏企业销售商品收到的现金和销售金额，可以得出企业的销售现金回流情况，同时分析现金收入比，也可以判断互联网游戏企业的收入实现质量。经营活动现金净额是互联网游戏企业游戏研发或运营的综合体现，持续稳定的正经营现金净额反映互联网游戏企业的发展策略较为稳健，一般的互联网游戏企业由于 IP 采购或者游戏研发费用一般在游戏开发前或者开发过程中支付完毕，在游戏正常运营的生命周期内维护费用很少，因此在游戏的正常运营过程中，游戏产品将会带来持续稳健的净现金流入。因此经营活动现金大规模净流出的游戏企业也反映出该企业 IP 采购规模较大、发展策略比较激进或者在运营游戏产品收入流水情况不善。

投资活动方面，作为轻资产行业，互联网游戏企业并购活动较为频繁，大规模投资活动净流出可能反映出企业的投资发展策略较为激进，要重点关注近几年被收购企业的经营情况以及盈利实现情况。

筹资活动现金流入量反映企业筹资来源和规模的变化，联合评级关注筹资活动产生的现金流量的变动情况，分析企业对融资的依赖程度和融资环境的变化，另外在筹资分析时应该考虑公司筹资规模和现有业务发展的匹配度。

联合评级关注企业在持续经营前提下可分配给企业资本供应者（债权人和股东）的自由现金流，即企业在持续经营过程中所产生、在满足日常营运性开支及必要的营运资金和固定资本投资之后，可供分配给债权人和股东的现金流

量。联合评级认为，自由现金流为负的企业将消耗账面货币资金或将需要依赖于增量股权或债权融资以满足日常经营，蕴含更高的信用风险，联合评级采用筹资活动前现金流量净额这一指标衡量互联网游戏企业持续经营过程中可供分配给债权人和股东的现金流量。

联合评级对企业现金流的分析将重点关注：

- (1) 经营活动产生的现金流量净额、自由现金流、经营流动负债比率，现金流量及稳定性，包括经营活动现金流量、留存现金流、自由现金流及上述现金流的增长率或波动率；
- (2) 投资支出与资产负债表匹配程度；
- (3) 筹资活动现金流与债务规模变化匹配程度；
- (4) 现金存量规模、现金/到期负债；
- (5) 现金流对到期债务的覆盖，包括 EBITDA/利息支出、经营活动现金流/利息支出、经营活动现金流/到期债务；
- (6) 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。

6、偿债能力

网络游戏企业的偿债能力分析以评价其债务偿还信用记录和债务偿还能力为目的，包括银行借款、发行的公司债券等借入性负债的债务偿还能力、应付账款等经营性负债的债务偿还能力。由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对网络游戏企业的约束力更强。由于游戏行业轻资产和产品高速迭代的特点，网络游戏企业的债务规模一般较小。联合评级在对网络游戏企业的偿债能力进行分析时，在考量公司以往的债务偿还能力及状况的基础上，综合考虑公司在运营、在研发和在洽谈游戏的生命周期特点，预测未来一个时期公司现金流入量是否充足和稳定，从而判别在未来的特定时刻公司能按期偿还到期债务的可能性和可信程度。

信用记录

主要考察网络游戏企业近 3 年信用记录，包括银行借款、公司债券、短期融资券等债务偿还情况。

综合授信情况

主要考察网络游戏企业目前所获得银行授信情况，包括总额、授信银行及授信额、授信条件、已用授信额度及剩余授信额度。

短期偿债能力

主要考察网络游戏企业整体债务短期偿债能力，包括近 3 年流动比率及其稳定性与变化趋势；近 3 年现金短期债务比率及其稳定性与变化趋势；近 3 年筹资活动前现金流量净额利息偿还能力及其稳定性与变化趋势。

长期偿债能力

主要考察网络游戏企业整体债务长期偿债能力，包括近 3 年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；近 3 年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；近 3 年筹资活动前现金流量净额债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；并分析公司或有负债的风险及其对公司偿债能力的影响；未来 3 年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；未来 3 年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；偿债高峰及未来 3 年到期长期债务偿还能力。同时，考虑到公司游戏产品的生命周期，对企业长期偿债指标的判断，不能单纯依据企业最近年度的现金流和 EBITDA 对债务的保障程度下结论。

联合评级对企业偿债能力的分析将重点关注：

- (1) 流动比率、现金短期债务比、经营现金流流动负债比等短期偿债能力指标；
- (2) EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比、经营现金债务保护倍数等长期偿债能力指标；
- (3) 企业信用记录与融资环境等；

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）、母公司财务分析

对于集团公司，特别是控股型企业、下属子公司较多或对子公司控制力不强的集团公司，合并范围财务数据无法完整、切实体现受评企业的实际偿债能力，需单独分析集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力等。

（四）、其他调整事项

调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或是这些事件对企业的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，这些事项一旦发生，将对受评主体的信用水平或偿债能力产生重大不利或有利影响。因此，联合评级将这些因素作为受评主体基础信用等级的调整事项，通过评估该事件对受评主体的影响程度，可下调或上调一个甚至多个级别。其中可能下调级别的重大事项如下：

（1）公司外部环境发生重大变化，如游戏行业政策出现重大不利调整，游戏审批中止等情况；

（2）公司股权质押比例高、股价发生较大波动导致可能面临实际控制人变更风险的情况；

（3）发生可能影响公司偿债能力的资产被查封、扣押、冻结、抵押、质押、出售、转让、划转或报废的情况；

（4）公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险；

（5）公司涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚；公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违纪被有权机关调查或者采取强制措施，可能影响企业经营状况的；

（6）审计意见为非标准意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑；

- (7) 公司合作银行停止发放贷款，间接融资渠道受限；
- (8) 公司对外担保比例在 80%及以上，且没有反担保措施，担保待偿风险较大；
- (9) 可能对公司信用水平或偿债能力产生重大影响的其他情形。

四、关键假设

联合评级主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合评级会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合评级假设：

1、企业违约率的大小主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量；

2、企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度；

3、从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

4、经营风险方面，通常情况下，国内宏观经济向好、资源国政治环境稳定、国际贸易关系良好、产业的供求现状及前景良好、行业集中度和竞争适中、产业在上下游产业链中的地位越高、产业政策变化趋势向好、下游应用广泛、市场容量尚未饱和、可替代性低的行业，企业面临的行业风险越低；企业规模越大、资源禀赋越高、市场地位越强、产业链布局越合理、产品结构多元化、高端化、技术水平越先进、越易获得外部支持如股东、政府的企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业经营投资业务范围合理、市场地位较高、价格影响力较高、产品多样化、客户多样化、经营效率高、原料获取稳定供应量及价格、交通运输体系发达、生产成本适度、生产销售能力较高、客户留存能力

强、符合国家发展政策的企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力较好。

5、财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业应收项目、预付项目、存货和非流动资产中在建工程、固定资产的质量较高，其资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率，营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；在产品价格变动、不同产品周期以及其他不利条件变动下现金流量仍可持续且维持适当水平的企业，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

6、额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业预期出现权益减少如资产剥离、股东减资等方式将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式，重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源，签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业预期出现经营、投资、筹资现金流大额净流出如原料价格大幅上涨、项目建设投入、债务集中兑付，造成企业资金链紧张将提高企业面临的风险。企业获得政府支持如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约

条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1 互联网游戏企业主体长期信用等级设置及其含义

联合评级主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年到两年内可能的评级方向的预测，体现了对受评主体财务趋势、行业风险、竞争环境和市场状况等的判断。具体含义如下：

评级展望	含义
正面	预示有可能导致升级的评级行动
稳定	预示信用等级变化的可能性较小
负面	预示有可能导致降级的评级行动
评级观察（含可能下调的观察）	预示短期内可能导致信用等级调整事项的结果尚不明确
发展中（不确定）	预示可能导致信用等级调升或调降事项的结果在较长时间内不能确定