



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪424号

北京掌趣科技股份有限公司：

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“北京掌趣科技股份有限公司2016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，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十二日

北京掌趣科技股份有限公司 2016 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	北京掌趣科技股份有限公司		
债券简称	16 掌趣 01		
债券代码	112392.SZ		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2016/5/25~2021/5/25(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)		
上次评级时间	2017/6/22		
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

掌趣科技	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	64.23	84.78	86.01	86.78
总资产(亿元)	78.78	104.01	98.84	98.07
总债务(亿元)	1.00	7.96	7.97	7.97
营业总收入(亿元)	11.24	18.55	17.68	4.83
营业毛利率(%)	61.43	56.15	58.97	57.38
EBITDA(亿元)	6.42	8.23	4.16	-
所有者权益收益率(%)	7.80	6.57	3.40	6.62
资产负债率(%)	18.48	18.49	12.98	11.51
总债务/EBITDA(X)	0.16	0.97	1.92	-
EBITDA 利息倍数(X)	324.35	20.65	7.19	-

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指标经年化处理。

分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

芦婷婷 tllu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 22 日

基本观点

2017 年，北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”或“公司”）作为运营多年的游戏研发商和发行商，具有较强的自主研发实力，较为丰富的 IP 资源储备，当年精品游戏持续为其贡献较大规模的收入。此外，公司自有资本实力较强，能够为公司日常运营资金提供良好的支持，负债规模持续降低。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注公司主打游戏产品面临热度消退、资产减值风险，以及高级管理等人员变动等因素对公司经营和信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持掌趣科技主体信用级别为 AA，评级展望为稳定；维持“北京掌趣科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正面

- 保持较强的研发实力，IP 资源储备较丰富。公司作为运营多年的游戏研发商和发行商，具有较强的自主研发实力，截至 2017 年末，累计取得 515 项软件著作权。此外，2017 年公司进一步加大对全球范围优质 IP 资源的获取布局，除已取得的《初音未来》、《ONE PUNCH MAN》、《BLEACH》等 IP 的游戏改编权外，还获得《仙剑奇侠传：六界情缘》、《我的英雄学院》等多款重量级 IP 的游戏改编权，丰富了公司的 IP 储备。
- 精品游戏产品收费规模可观，对公司业绩贡献度较大。2017 年公司《拳皇 98 终极之战 OL》实现收入 8.50 亿元，占当年游戏收入的 49.08%，持续贡献较大规模的收入来源。
- 财务杠杆水平降低且财务结构稳健。公司自有资本实力较强，负债规模持续降低，2017 年末资产负债率和总资本化比率较上年分别下降 5.51 和 0.11 个百分点。2018 年 3 月末，公司财务杠杆比率进一步降低，且债务均为长期



债务，债务期限结构合理，财务结构稳健。

关 注

- 主打游戏产品面临热度消退风险。公司《拳皇 98 终极之战 OL》和《全民奇迹》等主要贡献收入来源的游戏均已上线多年，其中《拳皇 98 终极之战 OL》在 2017 年新增用户数量和付费用户数量累计明显下滑 48.56%和 39.33%，游戏热度存在消退现象，负面影响经营稳定性。
- 资产减值风险。2017 年末公司可供出售金融资产和长期股权投资总和与商誉占总资产的比例分别为 20.27%和 54.55%，受被投资公司业绩不及预期以及估值变动等原因的影响，当年末计提相关资产减值准备和商誉减值分别为 2.40 亿元和 2.08 亿元，公司未来将持续面临相关企业经营业绩不及预期带来的资产减值风险。
- 高级管理等人员的变动。自 2017 年 10 月至 2018 年 3 月末，公司多名高级管理人员变动；2018 年 6 月 8 日公司控股股东、实际控制人姚文彬先生将其所有公司股份 140,075,010 股（占公司总股本的 5.08%）转让给刘惠城先生的股权转让过户手续办理完毕，公司变更为一家无控股股东和实际控制人的上市公司。公司公告表示，高级管理人员变动，控股股东、实际控制人变动未对公司日常经营管理产生重大不利影响，但中诚信证评将持续关注公司高管变动及控股股东、实际控制人变动对公司未来发展战略产生的影响并及时评估公司信用状况。

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）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

人事变动方面，2017年10月31日起公司发布多则关于公司高管人员离职的公告，2017年10月31日李好胜先生因个人原因申请辞去公司第三届董事会董事、第三届董事会战略委员会委员、副总经理、董事会秘书职务，辞职后，李好胜先生不再担任公司任何职务；2017年12月15日，孙娟霞女士因个人原因辞去监事职务，辞任后不在公司担任任何职务；2017年11月29日，胡斌先生因个人原因辞去总经理职务，辞职后将担任公司第三届董事会董事、董事会战略委员会委员，2018年4月3日，胡斌先生辞去公司第三届董事会董事、董事会战略委员会委员，辞职后将不再担任公司任何职务；2018年2月27日，高嵩先生因个人原因辞去副总经理职务，辞职后将不在公司担任任何职务。公司公告表示，高级管理人员变动未对公司日常经营管理产生重大不利影响，但中诚信证评将持续关注公司高管变动对公司未来发展战略产生的影响。

控股股东方面，2017年6月26日，公司控股股东、实际控制人姚文彬先生通过大宗交易方式减持公司股份26,046,224股，占公司总股本的0.94%。2017年6月30日，姚文彬先生通过大宗交易方式减持公司股份29,371,273股，占公司总股本的1.06%。前述两次交易的受让方为林芝腾讯科技有限公司（以下简称“林芝腾讯”）。截至2017年12月21日，姚文彬先生持有公司股份387,732,912股，占公司总股本14.06%。2018年3月19日，公司第一期员工持股计划通过“华泰资管掌趣科技共赢1号定向资产管理计划”以大宗交易方式受让姚文彬先生转让的公司股份27,900,000股，占公司总股本的1.01%。2018年3月20日，公司第一期员工持股计划通过大宗交易方式受让姚文彬先生转让的公司股份20,000,000股，占公司总股本的0.73%。2018年3月21日，公司第一期员工持股计划通过大宗交易方式受让姚文彬先生转让的公司股份7,250,000股，占公司总股本的0.26%。截至2018年3月31日，姚文彬先生持有公司股份332,582,912股，占公司总股本的12.06%，仍是公司第一大股东。

2018年5月2日公司接到控股股东、实际控制

人姚文彬先生通知，姚文彬先生与刘惠城先生签署了《股份转让协议》：姚文彬先生持有公司股份332,582,912股（占公司总股本的12.06%），以协议方式将其所有的公司股份140,075,010股（占公司总股本的5.08%）转让给刘惠城先生，2018年6月8日上述股份协议转让过户手续办理完毕，姚文彬先生持有公司股份变动为192,507,902股（占公司总股本的6.98%），公司变更为一家无控股股东和实际控制人的上市公司。公司公告表示，控股股东、实际控制人变动情况，未对公司日常经营管理产生重大不利影响，但中诚信证评将持续关注公司控股股东、实际控制人变动情况对公司未来发展战略产生的影响并及时评估公司的信用状况。

此外，2015年12月11日公司通过发行股份及支付现金的方式收购北京天马时空网络技术有限公司（以下简称“天马时空”）80%的股权，根据天马时空交易对方与公司签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》，天马时空交易对方刘惠城、邱祖光、李少明、杜海、天马合力、金星投资承诺天马时空2015年、2016年、2017年实现的净利润（合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润）分别不低于2.11亿元、2.59亿元和3.30亿元，2015年、2016年、2017年天马时空实际完成扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为2.64亿元、2.63亿元和2.57亿元，三年累计实现率97.87%，未完成业绩承诺。根据交易协议，涉及业绩补偿义务人刘惠城等人以其未获付的现金对价进行补偿5,126.37万元，以及刘惠城以其所取得的掌趣科技股份补偿508,671股。对于补偿义务人的股份补偿，公司以总价人民币1元的价格进行定向回购并予以注销。2017年公司对天马时空计提商誉减值损失1,381.93万元。

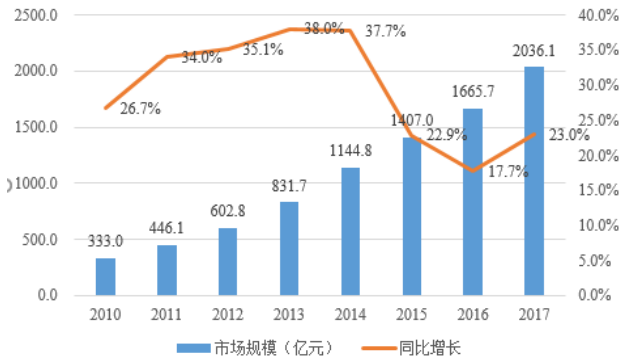
行业分析

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

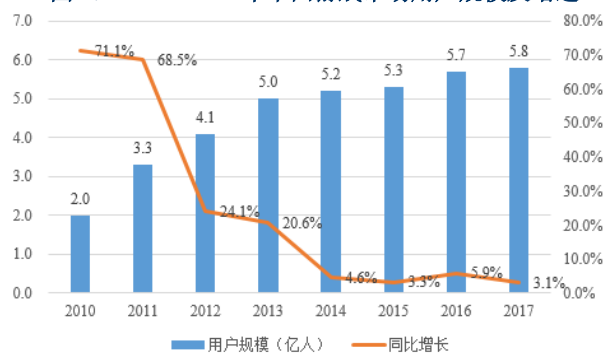
物质层面日益得到满足的基础上，人们对于精神娱乐层面的需求不断提高，网络游戏基于其故事性、社会性和交流特效，已经成为当代人群休闲娱乐的主要方式之一。2017年中国游戏行业整体依然保持稳健发展，根据《2017年中国游戏产业报告》，全年国内游戏市场规模增至2,036.1亿元，同比增长23.0%，受益于端游市场回暖及移动游戏市场高速增长的拉动，同比增速较2016年提高5.3个百分点，自2014年出现收入增长率下滑后首次回暖。用户规模方面，2017年国内游戏用户规模为5.8亿人，同比增长3.1%，增速较2016年减少2.8个百分点，增速趋缓表现出国内游戏用户数量已趋于饱和，市场进入存量用户市场。

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

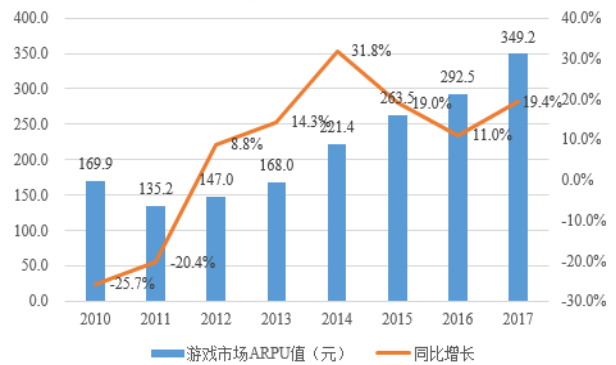
图 2：2010~2017 年中国游戏市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

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。

图 3：2010~2017 年中国移动游戏 ARPU 值及增速

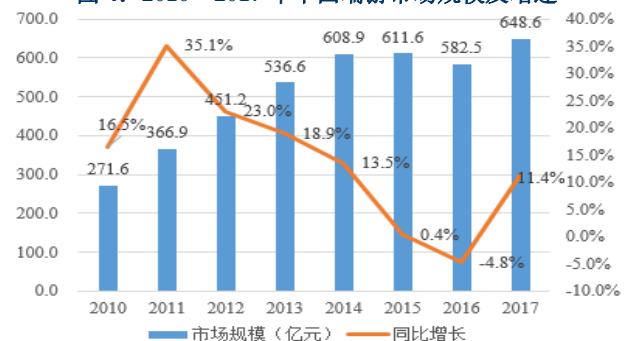


资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

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。

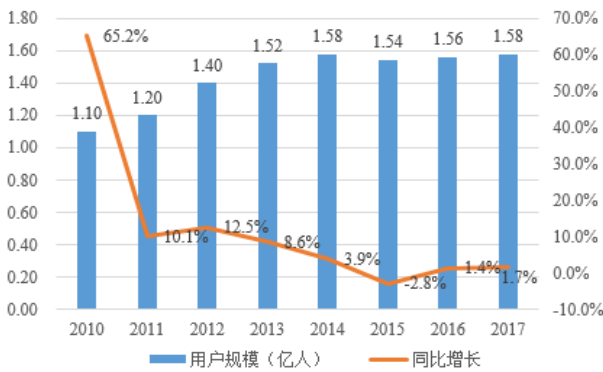
具体来看，2017年，国内端游用户达1.58亿人，同比增长1.7%，端游市场规模648.6亿元，同比增长11.4%。一方面，受电竞产业发展催化，竞技类游戏在较长周期内维持稳定增长态势，例如腾讯《英雄联盟》借助电竞赛事推出纪念皮肤等虚拟道具提升收入；同时，当年腾讯《地下城与勇士》、西山居《剑网3》等MMORPG端游实现较快增长；此外，《绝地求生》掀起全球“吃鸡”热，上述休闲竞技类、沙盒类等端游在玩法上更具创新性，吸引更多追求竞技性、游戏性、沉浸感的用户。未来国内端游市场规模预期将缓慢增长并逐渐趋于稳定。

图 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

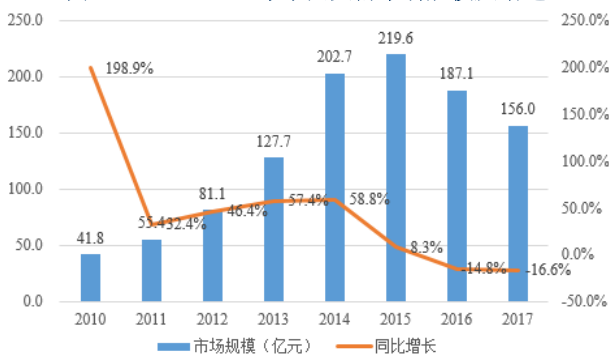
图 5：2010~2017 年中国端游市场用户规模及增速



资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

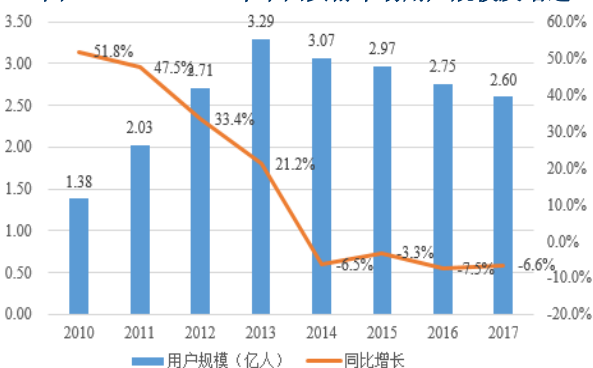
2017年，国内页游市场规模为156.0亿元，同比减少16.6%，继2016年市场规模负增长之后，降幅增大。目前，页游市场出现用户规模、ARPU值双重衰减态势，2017年页游用户规模仅2.6亿人，同比减少6.6%，连续4年负增长；用户ARPU值60.7元，同比减少10.8%。随着移动游戏市场份额的持续提升，加之H5游戏等新兴游戏形态对页游具有取代性，国内页游市场份额不断被挤占，需求不断下降；另一方面许多游戏公司逐渐减少页游研发而转向手游，市场供给减少，页游市场的衰减态势预期仍将持续。

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

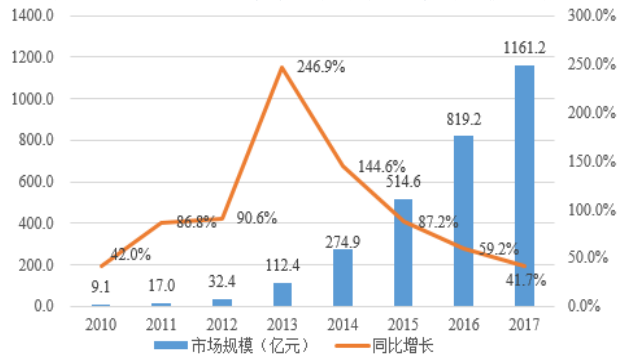


资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

2017年，国内移动游戏市场规模为1,161.2亿

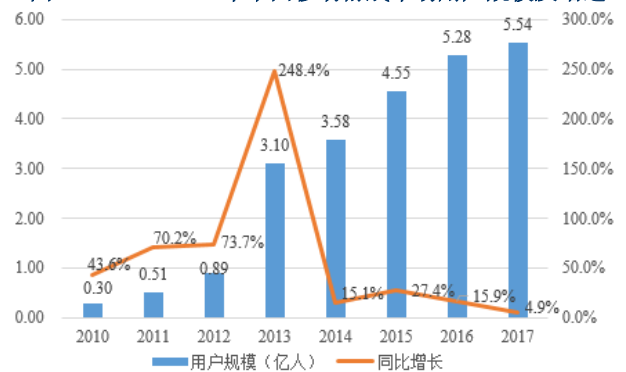
元，同比增长41.7%，增速虽有所下降，但仍处于快速增长阶段，其中，《王者荣耀》对当年移动游戏增长贡献较大。从产品供给上来看，2017年，广电总局批准出版游戏约9,800款，其中移动游戏占比达95.0%，占据游戏供给的主要部分。移动游戏市场仍将是国内游戏市场核心增长点。

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



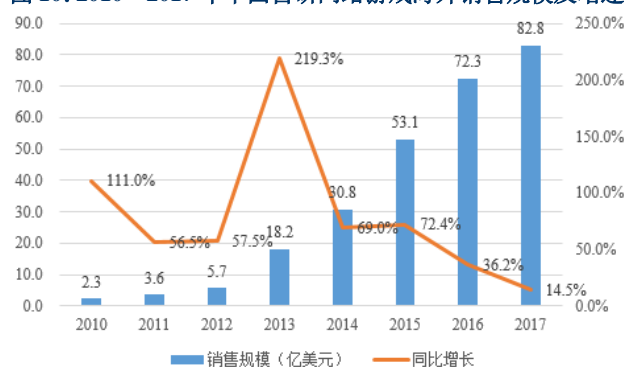
资料来源：GPC、IDC、CNG，中诚信证评整理

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%，增速同比放缓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海外销售规模及增速



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，可增加游戏的覆盖广度，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，有利于建设良好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	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

中事后监管工作的通知（2017）》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

公司是一家主要从事网络游戏尤其是移动游戏产品开发、发行和运营的综合型游戏开发商和发行商，2017年围绕游戏业务进行资源整合，当年6月引入腾讯旗下公司林芝腾讯作为战略合作伙伴，通过与腾讯开展业务上的合作，增强公司在发行、渠道、运营端的行业竞争力。但受精品游戏产品收费下滑、研发成本增长且自研《奇迹MU：觉醒》和《大掌门2》的重点游戏产品上线时间有所推迟等因素影响，2017年公司收入规模下滑，当年实现营业总收入17.68亿元，同比减少4.66%。

公司游戏产品主要分为移动终端游戏和互联网页面游戏两大类，2017年移动终端游戏实现收入15.86亿元，较上年略有增长；互联网页面游戏实现收入1.45亿元，同比减少41.33%。2018年1~3月，公司自研重点游戏产品《奇迹MU：觉醒》、《大掌门2》陆续上线，业绩表现良好，根据Sensor Tower和App Annie等第三方数据公司统计，《奇迹MU：觉醒》位列1月IOS全球手游收入榜第七位和2月国内IOS手游收入榜第六位；《大掌门2》也于上线后排名行业前列。当期公司实现营业收入4.83亿元，同比增长5.75%，中诚信证评将持续关注该两款游戏的市场表现及对公司经营的影响。

表 2：2017 年公司营业收入构成及变动情况

单位：亿元、%

业务名称	收入	收入占比	收入较上年增减
移动终端游戏	15.86	89.71	0.51
互联网页面游戏	1.45	8.17	-41.33
其他	0.37	2.12	24.08
合计	17.68	100.00	-4.66

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2017年公司自研的重点产品上线时间推迟，精品游戏收入规模明显减少，整体业务规模略有萎缩，同年公司发行多款自研及代理产品，良好的市场表现对当年收入形成一定的补充

移动终端游戏方面，2017年公司结合市场发展趋势，围绕游戏主业，延伸娱乐投资布局，力求通过有效整合产业资源，增强市场竞争力。业务方面，2017年公司自研的重点产品上线时间有所推迟，当年两款精品游戏《拳皇98终极之战OL》、《全民奇迹》仍为公司营业收入的主要来源并为公司持续带来可观收入，2017年《拳皇98终极之战OL》实现收入8.50亿元，占当年游戏收入的49.08%。《拳皇98终极之战OL》是一款卡牌手游，上线以来累计流水突破48亿元。《全民奇迹》是一款MMORPG手游，全球累计流水收入突破77亿元。但是值得关注的是，公司《拳皇98终极之战OL》和《全民奇迹》等游戏均已上线多年，其中《拳皇98终极之战OL》在2017年四个季度中，新增用户数量和付费用户数量皆逐季递减，第四季度新增用户数量和付费用户数量相较于第三季度分别减少39.96%和12.81%，同时全年累计数相较于上年同期亦下滑明显，分别减少48.56%和39.33%。2017年公司《拳皇98终极之战OL》实现收入8.50亿元，同比下降10.57%，游戏热度存在消退风险。

表 3：2017 年《拳皇 98 终极之战 OL》分季度运营数据

单位：个

	新增用户数量	活跃用户数	付费用户数
第一季度	1,476,789	3,362,011	424,231
第二季度	1,339,343	2,960,080	330,120
第三季度	1,371,629	2,812,566	283,014
第四季度	823,529	2,232,090	246,764

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

表 4：2017 年公司主要精品游戏收入及变动情况

单位：亿元、%

业务名称	收入	较上年增减
拳皇 98 终极之战 OL	8.50	-10.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，公司2017年发行了多款自研及代理产品，包括《街头篮球》、《魔法门之英雄无敌：战争纪元》、《神话永恒》、《斗罗大陆3-龙王传说》、《龙族世界》、《饥饿鲨：世界》等，对当年的营业收入形成一定的补充，在贡献效益同时也为公司在产品研发、运营发行、品类扩展以及IP价值运作等方面奠定了坚实基础。2017年公司前五大游戏产品合计实现收入13.58亿元，占当年营业收入的比重为77.03%，同比下降3.08个百分点。

互联网页面游戏方面，受网页游戏同质化严重及移动游戏市场快速发展等因素影响，网页游戏市场竞争激烈，根据游戏行业当前的行业环境，公司研发力量进一步向移动终端游戏倾斜，互联网页面游戏的业务规模有所降低，2017年互联网页面游戏收入1.45亿元，同比减少41.33%。

从销售区域来看，公司在境外主要开展游戏发行业务，借助于苹果和谷歌的渠道，获取收入分成，2017年公司境外收入较为稳定，当年实现收入8.48亿元，同比增长2.86%；受自研重点产品上线时间推迟的影响，国内业务收入下滑明显，2017年实现收入9.20亿元，同比减少10.68%。

表 5：2017 年公司营业收入分地区构成情况

单位：亿元、%			
地区	收入	收入占比	收入较上年增减
国内	9.20	52.06	-10.68
境外	8.48	47.94	2.86
合计	17.68	100.00	-4.66

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体来看，2017年公司两款精品游戏收入规模有所减少，同时受自研重点游戏产品上线时间推迟的影响，国内销售收入下降明显；同年公司发行多款自研及代理产品，良好的市场表现对当年收入形成一定的补充。中诚信证评对公司精品游戏后续收入以及新游戏产品推出后盈利情况保持关注。

2017年公司继续加大研发投入，增强研发实力；加大对全球范围优质IP资源的获取布局，扩大IP资源储备；同时引进战略投资者，促进业务的进一步发展。

研发方面，2017年公司加大研发投入，构建可持续产出精品游戏的强研发体系，同时完善发行体

系建设，努力打造更多品质过硬、玩法创新、长生命周期的作品，当年研发投入金额4.51亿元，同比增长19.02%。2018年公司计划发行多款产品，包括《奇迹MU：觉醒》、《大掌门2》、《仙剑奇侠传：六界情缘》和《初音未来：梦幻歌姬》等，以期带动整体营业收入的增长。此外，截至2017年末，公司累计取得软件著作权515项。

表 6：2016~2017 年公司研发投入情况

	2016	2017
研发投入金额（亿元）	3.79	4.51
研发投入占营业收入比例（%）	20.43	25.51

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

IP资源方面，2017年公司进一步加大对全球范围优质IP资源的获取布局，除已取得的《初音未来》、《ONE PUNCH MAN》、《BLEACH》等IP的游戏改编权外，还获得《仙剑奇侠传：六界情缘》、《我的英雄学院》等多款IP的游戏改编权，丰富了公司在客户端游戏、二次元、动漫等领域的IP储备。

除此之外，2017年公司围绕游戏业务进行资源整合，引入林芝腾讯作为战略合作伙伴，增强公司在发行、渠道、运营端的行业竞争力。2018年公司新上线游戏《奇迹MU：觉醒》由腾讯进行独家代理，公司与腾讯方面建立了良好的业务合作关系，公司有望通过战略合作伙伴的引进促进业务的进一步发展。

财务分析

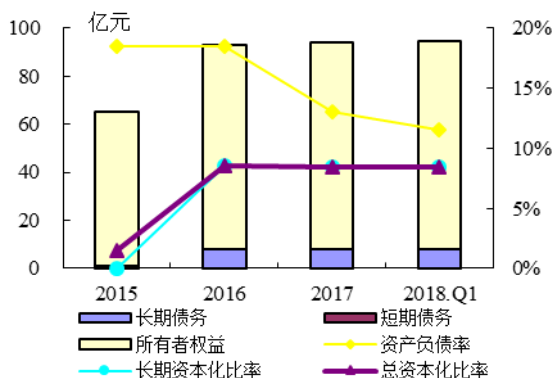
以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表。

资本结构

受2017年公司计提较大规模资产减值准备，及偿还股东借款影响，当年末总资产规模减少4.97%至98.84亿元，负债合计12.83亿元，同比减少33.27%。所有者权益方面，受益于持续盈余积累，所有者权益小幅提升，截至2017年末，公司所有者权益合计86.01亿元，同比增长1.44%。截至2018年3月末，公司资产总额98.07亿元，负债合计11.29亿元，所有者权益合计86.78亿元。

财务杠杆比率方面，近年来，公司自有资本规模能够为日常运营流动资金提供良好支持，负债规模持续减少。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 12.98% 和 8.48%，较上年分别下降 5.51 和 0.11 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 11.51% 和 8.41%，财务杠杆比率进一步降低。

图 11：2015-2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主，2017 年末非流动资产 79.71 亿元，占总资产的 80.65%，主要包括可供出售金融资产 8.83 亿元、长期股权投资 11.20 亿元和商誉 53.92 亿元，分别占非流动资产的 11.08%、14.05% 和 67.64%。其中，2017 年由于被投资公司北京乐享方登网络科技有限公司、北京大神圈文化科技有限公司及北京橙子维阿科技有限公司的经营业绩未达预期，北京体育之窗文化股份有限公司、掌上纵横信息技术（北京）股份有限公司在全国中小企业股份转让系统（三板）的市值出现较大跌幅，当期公司对可供出售金融资产计提资产减值准备 2.23 亿元，同期公司处置欢瑞世纪联合股份有限公司、Unity Software Inc 等公司的股份导致当期可供出售金融资产规模同比减少 29.25%；长期股权投资方面，2017 年公司对联营、合营企业计提资产减值准备 0.17 亿元，减少对上海涵凌网络科技有限公司投资 0.17 亿元，当年长期股权投资规模同比减少 5.63%。值得注意的是，公司金融资产规模较大，2017 年末可供出售金融资产和长期股权投资合计占总资产的 20.27%，未来公司仍面临被投资企业经营不达预期所带来的资产减值风险，中诚信对此予以关注；商誉主要是并购

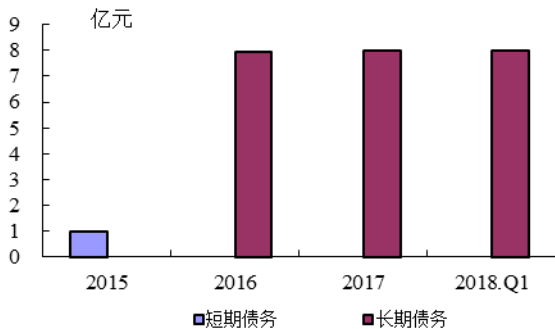
北京玩蟹科技有限公司、上游信息科技（上海）有限公司、天马时空等公司形成，2017 年公司对被收购企业的可回收金额进行测算，对海南动网先锋网络科技有限公司、上游信息和天马时空的商誉合计计提减值 1.91 亿元，同时公司子公司广州市好运通讯科技有限公司（以下简称“好运通讯”）正在办理注销，当年对合并好运通讯形成的商誉全额计提减值准备（0.05 亿元），又由于北京富姆乐信息技术有限公司（以下简称“富姆乐”）不再具备持续研发能力，当年对合并富姆乐形成的商誉全额计提减值准备（0.12 亿元），基于以上原因，2017 年公司商誉规模同比减少 3.87%。公司商誉资产规模在总资产中占比较大（2017 年末占比 54.55%），在当前游戏行业竞争加剧的背景下，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。当年末公司流动资产合计 19.13 亿元，占总资产的 19.35%，主要包括货币资金 13.95 亿元、应收账款 2.75 亿元和预付款项 1.88 亿元，分别占流动资产的 72.93%、14.40% 和 9.82%，其中，货币资金主要为银行存款和库存现金，截至 2017 年末，货币资金未被质押、冻结等，流动性良好；由于业务规模的下降，当年末应收账款规模同比减少 11.71%，年末坏账准备余额为 0.15 亿元。当年公司购置 IP，相应预付分成款增加，当年末预付款项同比增长 31.77%。

从负债构成看，公司负债以流动非负债为主，2017 年末非流动负债 8.06 亿元，占负债总额的比例为 62.81%，主要为 2016 年公司公开发行的公司债券 8 亿元，截至 2017 年末应付债券账面余额 7.97 亿元，占非流动负债的 98.89%。此外，2017 年公司支付收购天马时空的款项 1.78 亿元，当年末长期应付款无余额。2017 年末公司流动负债合计 4.77 亿元，占负债总额的 37.19%，主要包括应付账款 1.24 亿元、应交税费 1.96 亿元和一年内到期的非流动负债 0.12 亿元，分别占流动负债的 25.94%、41.13% 和 2.50%。其中一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期应付款，2017 年公司支付天马时空原股东收购款使得当年末一年内到期的非流动

负债减少 92.49%。

从债务期限结构来看,2017 年末公司无短期债务,长期债务为 2016 年发行的公司债券。2017 年末和 2018 年 3 月末,公司债务分别为 7.97 亿元和 7.97 亿元,债务期限结构合理。但需要关注的是,公司 2016 年 5 月发行的债券附有第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权,中诚信证评将持续关注未来一年公司债券票面利率的调整及投资者回售情况。

图 12: 2015~2018.Q1 公司债务结构分析

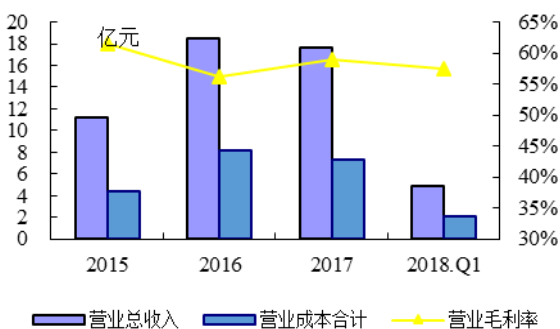


资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

整体来看,公司财务杠杆水平较低,债务均为长期债务,债务期限结构合理,财务结构仍稳健。但是,公司金融资产和商誉资产规模大,占总资产的比重高,中诚信证评将持续关注金融资产和商誉资产可能面临减值风险,以及对公司资产质量及盈利造成的影响。此外,公司债券未来一年的票面利率的调整及投资者回售情况亦需加以关注。

盈利能力

图 13: 2015~2018.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

2017 年公司自研的重点游戏产品《奇迹 MU: 觉醒》、《大掌门 2》上线时间推迟,直接影响当年营收表现,2017 年实现营业收入 17.68 亿元,同比

减少 4.66%。2018 年 1~3 月,公司自研重点游戏产品已在一季度陆续上线,业绩表现良好,当期实现营业收入 4.83 亿元,同比增长 5.75%。

毛利率方面,2017 年公司营业毛利率为 58.97%,同比提高 2.82 个百分点,近两年整体保持较为稳定的毛利率水平。具体分产品来看,当年公司移动终端游戏毛利率为 59.16%,同比上升 2.59 个百分点;由于互联网页面游戏研发成本和推广费用的减少,当年互联网页面游戏毛利率上升至 68.93%,同比上升 13.42 个百分点。

表 7: 2017 年公司分产品毛利率及增减情况

产品类型	2017	同比增减
移动终端游戏	59.16	2.59
互联网页面游戏	68.93	13.42
合计	58.97	2.82

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

期间费用方面,2017 年公司不断加大研发投入,当年计入费用的研发支出同比增长 59.93%至 3.79 亿元,导致管理费用同比增长 45.50%;2017 年由于债券利息支出和汇率变动导致汇兑损失增加,公司财务费用增至 0.58 亿元,同比增长 467.43%。2017 年,公司三费收入占比为 32.98%,较上年上升 12.47 个百分点。2018 年 1~3 月,公司期间费用合计 1.38 亿元,占营业收入比例为 28.56%。总体来看,公司期间费用控制能力有所降低。

表 8: 2015~2018.Q1 公司期间费用分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.29	0.28	0.26	0.08
管理费用	1.84	3.43	4.98	1.12
财务费用	-0.12	0.10	0.58	0.18
三费合计	2.01	3.80	5.83	1.38
营业总收入	11.24	18.55	17.68	4.83
三费收入占比	17.90	20.51	32.98	28.56

注: 小数点差异由四舍五入导致

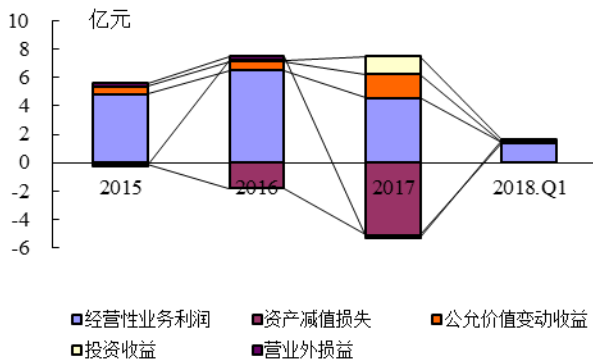
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面,公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和投资收益构成。2017 年由于自研重点游戏产品延迟上线,公司营业收入

有所下滑，同时受期间费用增长的影响，当年经营性业务利润下滑至 4.54 亿元，同比减少 30.30%；2017 年天马时空未完成业绩承诺，公司调整股权收购或有对价并以尚未支付的现金对价冲抵业绩补偿共计 16,653.92 万元，同年公司收到因 2016 年上游信息未完成业绩承诺，原股东退回股息 94.29 万元，当年公允价值变动收益上升至 1.67 亿元，同比增长 174.36%；2017 年公司可供出售金融资产在持有期间的投资收益增长同时处置部分参股公司使得当年投资收益增长 1,218.55% 至 1.28 亿元。此外，2017 年公司计提大额可供出售金融资产减值损失、商誉减值准备导致当年资产减值损失增至 5.12 亿元，同比增长 180.32%，负面影响公司利润情况。2017 年公司利润总额 2.34 亿元，同比减少 58.93%。总体来看，公司盈利能力有所减弱。

2018 年 1~3 月，公司实现经营性业务利润 1.38 亿元，投资收益 0.20 亿元，最终实现利润总额 1.62 亿元。

图 14：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

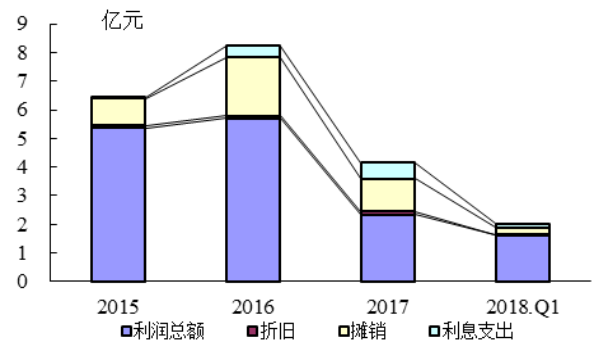
总体来看，2017 年受自研的重点游戏产品上线时间推迟、被投资公司业绩开展情况不及预期、并购企业估值变动等原因影响，公司收入规模下滑，盈利能力有所下降。公司精品游戏仍为其贡献了较大部分的收入来源，2018 年自研重点游戏产品在第一季度已陆续上线，中诚信证评将持续关注其后续经营情况。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2017 年受利润大幅下滑的影响，当年 EBITDA 减至 4.16 亿元，同比减少 49.48%。从

EBITDA 对债务利息的保障来看，2017 年总债务/EBITDA 为 1.92 倍，较上年增长 0.95 倍；EBITDA 利息保障倍数为 7.19 倍，较上年下降 13.46 倍，EBITDA 对债务利息保障程度下滑。2018 年 1~3 月公司 EBITDA 为 2.02 亿元，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.99 倍和 16.01 倍，整体看，EBITDA 对现有债务的保障程度维持良好。

图 15：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2017 年受营业收入下滑、劳务成本上升的影响，当年公司经营性现金净流入规模下降至 6.69 亿元；同期经营活动净现金流/总债务为 0.84 倍，经营活动净现金流/利息支出为 11.57 倍，当年经营性现金流对利息和债务的保障程度维持良好。2018 年 1~3 月，由于支付代收股权转让款个人所得税，公司经营性现金流净额为下降至 0.55 亿元，同比减少 67.38%。整体来看，公司经营性现金流对利息和债务的保障程度仍表现良好。

表 9：2015~2018.Q1 公司主要偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产 (亿元)	78.78	104.01	98.84	98.07
总债务 (亿元)	1.00	7.96	7.97	7.97
资产负债率 (%)	18.48	18.49	12.98	11.51
总资本化比率 (%)	1.53	8.59	8.48	8.41
经营活动净现金流 (亿元)	4.85	8.76	6.69	0.55
经营活动净现金/总债务 (X)	4.85	1.10	0.84	0.28
经营活动净现金/利息支出 (X)	244.86	21.97	11.57	4.36
EBITDA (亿元)	6.42	8.23	4.16	-
总债务/EBITDA (X)	0.16	0.97	1.92	-
EBITDA 利息倍数 (X)	324.35	20.65	7.19	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年 3 月末，公司无银行授信。作为上市公司，公司可通过发行公司债券、短期融资券和定向增发等多种渠道筹集资金。

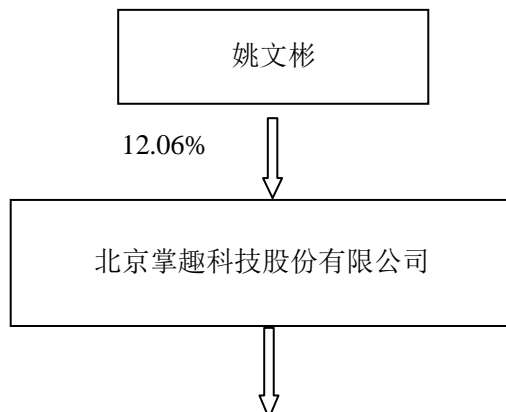
或有负债方面，截至 2017 年末，公司无未清对外担保，且不存在重大诉讼、仲裁事项。

总体来看，公司盈利能力有所减弱，但自有资金实力较强，负债水平低，财务结构稳健，同时 EBITDA 和经营性现金流对现有债务的保障程度良好，整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评维持北京掌趣科技股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“北京掌趣科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**。

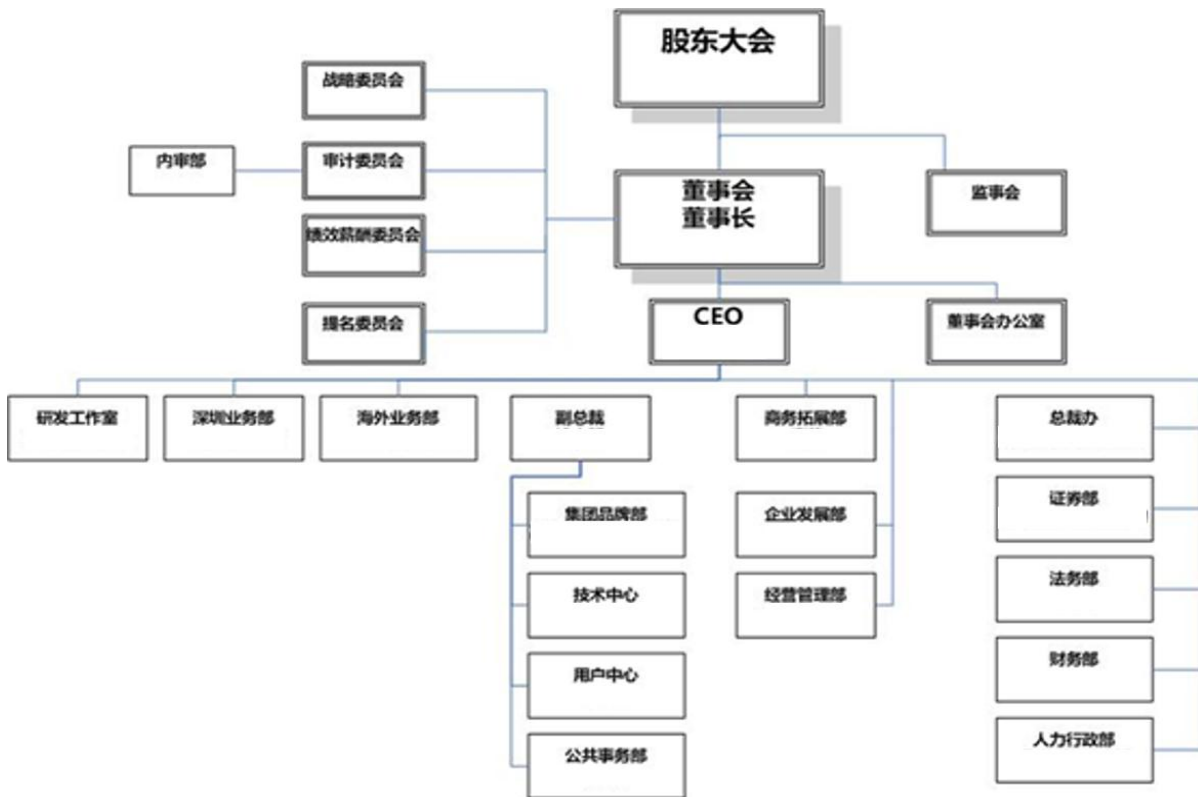
附一：北京掌趣科技股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



序号	主要子公司名称	持股比例
1	北京华娱聚友科技发展有限公司	100.00%
2	北京丰尚佳诚科技发展有限公司	100.00%
3	北京华娱聚友兴业科技有限公司	100.00%
4	北京聚游掌联科技有限公司	100.00%
5	北京九号科技发展有限公司	100.00%
6	广州市好运通讯科技有限公司	100.00%
7	指尖娱乐（香港）有限公司	100.00%
8	天津星娱科技有限公司	100.00%
9	天津泛游科技有限公司	100.00%
10	天津文渊科技有限公司	100.00%
11	天津掌趣投资管理有限公司	100.00%
12	海南动网先锋网络科技有限公司	100.00%
13	北京玩蟹科技有限公司	100.00%
14	上游信息科技（上海）有限公司	100.00%
15	北京天马时空网络技术有限公司	80.00%

注：2018 年 6 月 8 日公司原控股股东、实际控制人姚文彬先生与刘惠城先生的股份转让协议过户手续办理完毕，姚文彬先生持有公司股份变动为 192,507,902 股，占公司总股本的 6.98%，刘惠城先生持有公司 6.07% 的股份，公司变更为一家无控股股东和实际控制人的上市公司。

附二：北京掌趣科技股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：北京掌趣科技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	48,921.77	137,250.72	139,515.46	137,454.90
应收账款净额	26,108.76	31,198.58	27,544.80	25,665.68
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	84,787.52	189,444.67	191,304.04	186,747.50
长期投资	91,898.86	243,545.67	200,333.46	197,299.70
固定资产合计	10,918.19	10,781.31	10,254.16	10,158.29
总资产	787,824.93	1,040,141.63	988,403.37	980,710.37
短期债务	10,000.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	79,630.02	79,714.91	79,735.61
总债务（短期债务+长期债务）	10,000.00	79,630.02	79,714.91	79,735.61
总负债	145,572.18	192,319.67	128,335.26	112,901.49
所有者权益（含少数股东权益）	642,252.75	847,821.96	860,068.12	867,808.88
营业总收入	112,377.86	185,468.78	176,821.45	48,278.66
三费前利润	68,568.82	103,161.82	103,700.10	27,597.11
投资收益	-881.94	973.17	12,831.75	2,044.76
净利润	50,119.40	55,719.62	29,223.03	14,354.40
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	64,201.39	82,334.83	41,598.15	-
经营活动产生现金净流量	48,467.31	87,591.32	66,942.25	5,494.20
投资活动产生现金净流量	-100,204.39	-226,698.64	-17,863.09	-3,946.65
筹资活动产生现金净流量	6,421.87	223,999.83	-42,888.66	0.00
现金及现金等价物净增加额	-45,190.16	88,328.96	2,264.74	-2,060.57
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	61.43	56.15	58.97	57.38
所有者权益收益率（%）	7.80	6.57	3.40	6.62
EBITDA/营业总收入（%）	57.13	44.39	23.53	-
速动比率（X）	0.81	2.99	4.01	5.73
经营活动净现金/总债务（X）	4.85	1.10	0.84	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	4.85	-	-	-
经营活动净现金/利息支出（X）	244.86	21.97	11.57	4.36
EBITDA 利息倍数（X）	324.35	20.65	7.19	-
总债务/EBITDA（X）	0.16	0.97	1.92	-
资产负债率（%）	18.48	18.49	12.98	11.51
总资本化比率（%）	1.53	8.59	8.48	8.41
长期资本化比率（%）	0.00	8.59	8.48	8.41

注：1、上述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、公司三年一期一年内到期的非流动负债为未支付的交易对价，进行相关财务指标计算时计入其他流动负债；

3、2018年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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。