

大连天神娱乐股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司
债券(第一期)2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【581】号 01

债券简称：17 天神 01
债券剩余规模：10 亿元
债券到期日期：2022 年 1
月 19 日
债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附第
3 年末公司调整票面利率
选择权及投资者回售选
择权

分析师

姓名：
汪永乐 游云星

电话：
0755-82879719

邮箱：
wangyl@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

大连天神娱乐股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）2020 年跟踪信用评级报告¹

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	C	C
发行主体长期信用等级	C	C
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 29 日	2020 年 1 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对大连天神娱乐股份有限公司（以下简称“天神娱乐”或“公司”）及其 2017 年 1 月 19 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 C，发行主体长期信用等级维持为 C，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司违约债务规模很大，偿债能力不足，持续经营能力存在重大不确定性；公司持续亏损，面临退市风险，部分子公司股权、银行账户等被冻结，资产流动性差，并涉及多起诉讼（仲裁）案件。

关注：

- 公司违约债务规模很大，缺乏偿债能力。2020 年 1 月公司未能支付本期债券的回售款及本期债券未回售部分的利息，已构成实质性违约。截至 2019 年末，公司已逾期但尚未偿还的流动负债规模 28.50 亿元，2020 年 3 月末公司资产负债率持续上升至 87.49%，流动负债高于流动资产 23.76 亿元，短期流动性压力巨大，缺乏偿债能力。
- 公司持续亏损，面临退市风险。由于债务负担过重，加之游戏竞技、广告营销等板块营运资金紧张，导致经营规模与相关业务的开展未达预期，经营业绩持续大幅下滑，以及部分子公司被转让处置、终止运营及不再纳入合并范围，公司 2019

¹ 2020 年 1 月 21 日，《中证鹏元关于下调大连天神娱乐股份有限公司主体长期信用等级和“17 天神 01”信用等级的公告》（中证鹏元公告【2020】19 号），中证鹏元将公司主体长期信用等级下调为 C，展望调至稳定，将“17 天神 01”信用等级下调为 C。

年实现营业收入 13.35 亿元，比上年下降 48.63%；加之受利息支出等期间费用持续攀升及资产减值损失较大等影响，净利润亏损 11.31 亿元，比上年同期减亏 83.79%。2020 年一季度仍持续亏损，2020 年 3 月末未分配利润为-61.51 亿元。

- **公司涉及多起诉讼（仲裁）案件，大量资产被冻结，已被债权人申请重整，持续经营能力存在重大不确定性。**截至 2019 年 5 月末，公司或子公司作为被告或被申请人尚在审理或执行中的诉讼（仲裁）事项，涉案金额合计达 29.15 亿元。2019 年末公司部分子公司股权或所持合伙企业份额被司法冻结、16 个银行账户处于冻结状态，被冻结资金 704.95 万元。2020 年 4 月公司债权人已向法院申请对公司进行重整，但申请能否被法院受理，公司是否进入重整程序尚具有不确定性，且存在因重整失败而被法院裁定终止重整程序并宣告破产清算的风险，公司持续经营能力存在重大不确定性。
- **公司资产持续大幅减少，仍以商誉、长期股权投资及应收款项为主，流动性差。**2019 年公司对商誉、应收款项和可供出售金融资产等共计提减值准备 7.41 亿元，资产规模同比大幅减少 25.82%。截至 2020 年 3 月末，公司商誉、长期股权投资及应收款项（应收账款和其他应收款）账面价值合计 45.56 亿元，占总资产的 71.44%，且仍存在减值风险。
- **公司受到监管部门行政处罚，且人员变动较大。**因存在未按规定完整及时披露 5 只并购基金重要事项、未按规定及时披露相关事项重大进展、未按规定披露控股子公司主要业务陷入停顿重大事项的相关违法行为，2020 年 4 月中国证券监督管理委员会大连监管局给予公司及相关人员警告和罚款行政处罚。2019 年公司中小股东对公司董事会和监事会进行了改选，董事会和监事会成员均发生变更。公司目前无实际控制人、无控股股东。截至 2019 年末，公司在职员工人数合计为 735 人，同比减少 382 人，其中技术人员 372 人，同比减少 165 人。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	637,758.90	635,756.43	856,991.83	1,460,843.85
归属于母公司所有者权益合计	71,805.07	77,640.58	201,730.82	918,343.81
有息债务	410,069.36	402,729.95	420,181.71	199,407.69
资产负债率	87.49%	86.70%	72.65%	34.67%
流动比率	0.40	0.40	0.63	1.02
速动比率	0.39	0.39	0.63	1.00
营业收入	21,610.29	133,490.62	259,881.12	310,137.50
营业利润	-5,807.51	-115,984.47	-534,479.38	135,465.76
净利润	-6,086.62	-113,137.02	-697,795.85	123,705.18
综合毛利率	43.60%	49.34%	65.09%	65.38%
总资产回报率	-	-11.03%	-57.76%	13.16%
EBITDA	-	-74,028.16	-659,198.14	150,785.89
EBITDA 利息保障倍数	-	-1.96	-41.99	12.69
经营活动现金流净额	-1,603.29	46,544.51	27,529.53	89,481.48

注：2017年数据来自2018年审计报告期初数。

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年1月19日面向合格投资者公开发行5年期10亿元公司债券，募集资金计划用于调整公司债务结构和补充流动资金。根据公司公告，截至2019年末，本期债券募集资金账户余额为11.19万元，系取得的利息收入，目前该账户已被冻结。

公司未能支付本期债券的回售款及本期债券未回售部分的利息，已构成实质性违约

本期债券持有人有权在债券存续期间第三个计息年度（2020年）付息日将其持有的全部或部分本期债券按票面金额回售给公司，根据公司公告，本期债券的回售数量为8,556,610张，回售金额为92,231.70万元（含利息），回售资金到账日为2020年1月19日（遇法定休息日，顺延至其后的第1个交易日支付，即2020年1月20日）。同时，本期债券应于2020年1月19日（遇法定休息日，顺延至其后的第1个交易日支付，即2020年1月20日）支付2019年1月19日至2020年1月18日期间未回售部分的利息1,124.40万元。截至本报告出具日，公司未能支付本期债券的回售款及本期债券未回售部分的利息，已构成实质性违约。

二、发行主体概况

公司受到监管部门行政处罚，目前无控股股东、无实际控制人，管理层及在职员工人数变动较大

跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为93,214.29万元，仍无实际控制人和控股股东，朱晔先生为公司第一大股东，持有公司130,603,964股，占公司总股本14.01%，其中已质押129,220,280股，占公司总股本的13.86%，占其所持股份的98.94%；其所持有公司股票130,603,964股均被冻结和轮候冻结。根据公司公告，朱晔先生于2020年5月12日不可撤销地承诺放弃持有130,603,964股上市公司股份对应的表决权，本次权益变动不会导致公司控制权发生变化，本次权益变动前后，公司均无控股股东、无实际控制人，朱晔先生持有公司股数不变，仍为公司第一大股东。

公司于2020年4月28日收到中国证券监督管理委员会大连监管局下发的《行政处罚决定书》【2020】1号，并给予公司及相关人员警告和罚款处罚。经查，公司存在以下违法事实：（一）公司未按规定完整及时披露上海凯裔投资中心（有限合伙）、深圳天神中慧投资中心（有限合伙）、宁波梅山保税港区天神乾坤问道股权投资合伙企业、深圳泰悦投资中心（有限合伙）（以下简称“深圳泰悦”）、深圳浦睿投资中心（有限合伙）5只并购基金重要事项；（二）公司未按规定及时披露深圳泰悦重大进展；（三）公司未按规

定披露控股子公司主要业务陷入停顿的重大事项。

公司人员变动较大，2019年4月公司三分之一以上董事发生变动，2019年8月公司董事长、总经理辞职，2019年8月公司中小股东发起提议召开临时股东大会，改选董事会和监事会成员，2019年9月公司中小股东完成了董事会和监事会的换届选举，聘请由职业经理人组成的管理团队。公司现任董事长为沈中华先生，现任总经理为徐德伟先生。截至2019年末，公司在职工人数合计为735人，同比减少382人，其中技术人员372人，同比减少165人。

公司已被债权人申请重整，未来持续经营能力存在重大不确定性

因2018年度、2019年度连续两年亏损，公司股票被实施“退市风险警示”特别处理。为化解债务风险，摆脱经营困境，公司制定了“化解债务、提升存量、发展增量”三大战略。在化解债务方面，公司积极推动多个并购基金管理费成功豁免，2019年实现基金管理费豁免营业外收入5,683.88万元，以及债务重组利得133.14万元，2020年4月公司债权人向法院申请对公司进行重整，以推动公司整体债务化解。

公司于2020年4月26日收到辽宁省大连市中级人民法院通知，公司债权人周永红已经向法院申请对公司进行重整。公司对债权人的申请无异议，但重整申请能否被法院受理，公司是否进入重整程序尚具有不确定性。如果法院正式受理对公司的重整申请，且公司顺利实施重整并执行完毕重整计划，将有利于优化公司资产负债结构，摆脱债务和经营困境；但如果重整计划不能顺利实施执行，公司仍存在因重整计划失败而被法院裁定终止重整程序并宣告破产清算的风险。

盘活存量方面，公司重启了棋牌竞技、互联网广告等传统优势业务；发展增量方面，公司与大连市合作共建电竞产业园，与WCAA世界电子竞技大赛合作组织棋牌云电竞赛事。当前公司主营业务涵盖游戏竞技、移动数字营销、品牌内容营销与影视娱乐业务等。2019年公司新纳入合并范围的子公司有4家，不再纳入合并范围的子公司有9家，具体如表1所示。其中，公司作为劣后级有限合伙人持有深圳天神中慧投资中心（有限合伙）78.16%的份额，公司与优先级合伙人及中间级合伙人签订了回购或差额补足义务承诺函，对优先级合伙人及中间级合伙人承担回购或差额补足义务，在投资决策委员会中取得的表决权能够影响关于标的公司处置等相关活动，2019年将其纳入合并范围。此外，2019年12月嘉兴乐玩网络科技有限公司（以下合称“嘉兴乐玩”）第二大股东与第三大股东签署一致行动协议，其持股达到了53%，公司丧失了对嘉兴乐玩的董事会的控制，因此嘉兴乐玩不再纳入公司合并范围，公司对其投资转入长期股权投资。截至2019年末，纳入公司合并范围的子公司共62家。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
北京智竞未来科技有限公司	100.00%	科技推广和应用服务业	新设
大连智竞产业园运营管理有限公司	100.00%	商务服务业	新设
Promapads Technology Limited	100.00%	-	新设
深圳天神中慧投资中心（有限合伙）	78.16%	投资及创业投资业务	收购
2、2019 年不再纳入公司合并范围的子公司			
子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
霍尔果斯华喜创科信息科技有限公司	65.00%	软件和信息技术服务业	股权转让
深圳泰悦投资中心(有限合伙)	20.06%	项目投资，投资管理	股权转让
雷尚（天津）科技有限公司北京分公司	100.00%	软件和信息技术	注销
宁波初聚网络科技有限公司	100.00%	应用产品服务推广	注销
北京合润指点文化传媒有限公司	100.00%	广告业	注销
大圣互动（天津）科技有限公司北京分公司	100.00%	软件开发	注销
喀什火力网络科技有限公司北京分公司	100.00%	技术开发	注销
霍尔果斯初聚网络科技有限公司	100.00%	广告业务	注销
嘉兴乐玩网络科技有限公司	42.00%	软件和信息技术服务业	丧失对董事会的控制

资料来源：公司 2019 年年度报告

三、运营环境

我国游戏版号发行重启，但内容审核趋严，总量开始控制，游戏厂商两极分化加剧，头部游戏厂商集中度提升，研发技术与运营能力相对处于弱势的中小游戏厂商被挤压

2019年我国游戏版号发行重启，但总量开始控制。2019年共有1,570款游戏成功获得版号，虽然有所恢复，但较2017年9,386个版号相比，仍然减少了83.27%。随着游戏版号发行重启，游戏行业销售收入增速开始回升，2019年市场整体销售额为2,330亿元，增速回升至9%。

图 1 2019 年中国游戏市场销售收入增有所回升



资料来源：公开信息

随着游戏行业内容审核趋严，总量开始控制，行业集中度提升，对研发技术与运营能力相对处于弱势的中小游戏厂商形成挤出效应，游戏行业更加趋向精品化和两极化。从移动游戏市场TOP10的市占率看，前十名厂商占全部中国移动游戏市场的总份额从2016年的67.0%，提升至2018年的78.9%。一方面，由于大多游戏产品生命周期较短，且一般游戏厂商并无版号储备，新游戏的断档使得依靠短期付费盈利的游戏厂商陷入用户持续流失、游戏流水持续下滑的困境。而那些具有较高制作水平的游戏，在上线时间较长的情况下，仍能保持在各大游戏畅销榜相对稳定的位置，也表明游戏精品化成大势所趋。另一方面，随着有效用户转化难度加大，游戏企业获取单个用户的成本已从几元钱迅速攀升到几十甚至上百元以上，网络游戏营销成本持续攀升。版号恢复审批后，新游戏整体获批的进度和数量均有所放缓，且棋牌类游戏发放数量锐减，无论是从总量控制角度，还是从规范游戏产品文化内涵角度，头部游戏厂商凭借自身在资金、人才、技术和渠道等各方面的优势，在对政策的理解及运营规范上具有较大优势，游戏行业的集中度将进一步提高。

四、经营与竞争

公司通过整合游戏、影视、广告营销、互联网应用分发等业务领域，重启棋牌竞技、互联网广告等传统优势业务，并快速推进电竞产业园项目，此外与WCAA合作组织棋牌电竞赛事，形成游戏竞技、移动数字营销、品牌内容营销与影视娱乐业务等。由于债务负担过重，游戏竞技、广告营销等板块营运资金紧张，导致经营规模与相关业务的开展未达预期，公司2019年实现营业收入133,490.62万元，比上年同期下降48.63%，综合毛利率同比下降15.75个百分点至49.34%。此外，2018年公司实现其他业务收入35,211.70万元，系霍

尔果斯华喜创科信息科技有限公司开展的助贷业务，受监管政策影响，公司已停止该业务。

由于财务费用高企，资金紧张制约相关业务开展等，2020年一季度公司经营业绩持续下滑，营业收入同比减少47.13%，且亏损幅度较上年同期继续扩大。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
游戏竞技	8,470.18	42.64%	71,858.41	61.82%	126,821.73	70.97%
移动数字营销	9,228.46	55.14%	45,833.84	47.73%	69,153.51	52.11%
品牌内容营销	3,911.65	18.44%	15,798.37	-2.58%	28,694.18	42.54%
其他	0.00	-	0.00	-	35,211.70	87.82%
合计	21,610.29	43.60%	133,490.62	49.34%	259,881.12	65.09%

资料来源：公司2019年年度报告、2020年第一季度报告及公司提供，中证鹏元整理

由于资金紧张难以进行持续运营研发，游戏业务收入大幅下滑，目前公司现有游戏产品大多已处衰退期，且营运资金持续紧张将进一步制约业务运营、新游戏研发等，此外子公司雷尚（北京）科技有限公司终止运营，嘉兴乐玩不再纳入合并范围，未来公司游戏业务收入仍将存在萎缩风险，而业务盈利下降可能将进一步引发商誉减值

游戏业务板块，公司通过出售部分老游戏产品等方式以回笼资金，继续维护运营剩余存量游戏产品，并重点提升其海外游戏发行及地方棋牌等休闲竞技游戏领域的竞争力，形成了游戏研发、发行及竞技业务布局。

在游戏研发方面，针对资金紧张难以进行持续研发与运营投入的现状，公司精简组织结构，优化产品布局，对《傲剑》、《飞升》、《苍穹变》等存量游戏持续进行低成本运营维护，不断延长游戏生命周期；对《坦克风云》、《超级舰队》、《极品大官人》等已至衰退期的游戏产品进行出售用以回笼资金；对《黎明之光》、《十万个冷笑话》等游戏产品的运营维护进行了外包。

游戏发行方面，公司是国内网络游戏海外发行商，通过自主研发的游戏发行平台，在全球范围内搭建发行渠道，同时与国内游戏开发商建立合作关系并获取网络游戏产品的储备，主要由子公司北京幻想悦游网络科技有限公司（以下简称“幻想悦游”）负责运营。2019年公司在持续运营《火影忍者》、《神曲》、《轩辕传奇》、《攻城三国》、《无敌舰队》等存量游戏的基础上，重点针对《一拳超人》、《霸道总裁》、《战国少女》、《异世界》、《大圣归来》等新游戏产品进行了推广与宣发。公司2020年计划发行《死神》、《雪鹰领主》、《奇与骑士》、《火影忍者》（手游）等新游戏，涵盖RPG、SLG、MMO等不同游戏品类，其中《死神》已于2020年3月底上线；《雪鹰领主》已于2020年4月中旬

上线。2019年幻想悦游净利润为-36,137.31万元，公司2019年对其新增计提商誉减值15,081.84万元，2019年末幻想悦游形成商誉仍达107,503.98万元，考虑到短期内公司营运资金紧张难以改善，幻想悦游未来业绩仍存在较大波动性，公司仍面临较大的商誉减值风险。

棋牌竞技方面，公司在集团层面成立了棋牌运营中心，2019年11月与大连花园口经济区管委会达成战略合作，将在大连花园口经济区合作共建电子竞技产业园区，公司负责园区的产业招商与运营工作。2020年1月继在大连成功举办WCAA2020国际高校对抗赛后，公司与WCAA世界电子竞技大赛合作，将公司旗下棋牌游戏产品全面接入WCAA云电竞平台，陆续推出WCAA棋牌系列春节赛、WCAA2020季前赛等“云电竞”赛事。

整体来看，2019年以来受营运资金紧张制约业务发展，且游戏版号审批总量调控及棋牌游戏整顿等监管政策影响，公司游戏业务收入持续大幅下滑，2019年公司游戏竞技业务收入为71,858.41万元，同比下降43.34%。目前公司现有游戏产品大多已处衰退期，且营运资金持续紧张将进一步制约业务运营、新游戏研发等，此外全资子公司雷尚（北京）科技有限公司（2018年营业收入11,141.50万元，占公司合并报表比重为4.29%，净利润-2,118.95万元，占公司合并报表比重为0.30%）已于2019年9月终止运营，嘉兴乐玩从2019年12月不再纳入公司合并范围（2019年嘉兴乐玩营业收入25,395.87万元，占公司游戏竞技业务收入的35.34%，净利润9,979.16万元），未来公司游戏业务收入仍将存在萎缩风险。

公司移动数字营销收入持续下降，且移动应用分发平台仍存在经营风险

公司移动数字营销业务主要来自子公司深圳市为爱普信息技术有限公司（以下简称“为爱普”）运营的移动应用分发平台“爱思助手”，以及北京初聚科技有限公司（以下简称“初聚科技”）运营的数字营销平台Altamob。爱思助手经营模式主要分APP应用广告合作（CPA、CPT）和手机游戏联运分成合作（CPS），2019年爱思助手游戏联运收入、CPA及CPT占总收入的比重分别为49.73%、26.03%及24.23%。截至2019年末爱思助手总用户数20,289.16万人，新增用户数2,877.68万人，月活跃用户数1,998.44万人，总合作产品数4,968款。

初聚科技系精准化移动广告服务商，其运营的数字营销平台Altamob主要为移动游戏及各类手机应用软件客户提供广告投放、精准营销等服务，通过多种方式帮助广告主实现对媒体流量的优化管理，提高广告投放效率，也可以帮助拥有优势流量资源的APP开发者对广告内容进行筛选过滤，取得更好的流量变现价格，投放营销区域主要为北美市场，为多家知名企业如Alibaba、Lazada、LBE、Amazon、StarMaker等执行投放方案。因公司营运资金紧张，Altamob对上游媒体流量采购支出减少，导致广告投放渠道数量与质量下滑，

造成客户资源一定流失，2019年Altamob广告系统日均活跃用户数8,770.48万，日均广告展示次数13,155.72万次，日均点击次数176.54万次，日均转化次数2.13万次。

2019年公司实现移动数字营销收入45,833.84万元，同比下降33.72%。考虑到游戏审批趋严、苹果设备销量面临激烈竞争、苹果系统限制增加，营运资金制约等因素影响，爱思助手游戏产品接入、用户活跃度和客户需求面临收缩，公司移动数字营销收入仍存在较大下滑可能。此外需要注意的是，爱思助手平台所从事的移动应用分发业务是以苹果公司iOS平台为支撑，且与苹果公司的App Store存在竞争关系，未来存在苹果公司继续加大平台限制导致经营风险。

受广告主需求和预算减少，以及公司资金持续紧张影响，公司品牌内容营销业务收入大幅下降

公司品牌内容营销业务主要分为电梯媒体业务、电视剧和电影品牌内容营销业务，以及艺人代言业务等，主要由子公司北京合润德堂文化传媒有限责任公司（以下简称“合润德堂”）负责运营。

2019年受宏观经济影响，广告主需求和预算均出现一定程度下滑，电梯媒体和影视剧行业的整体环境也出现较大波动，对公司品牌内容营销业务造成较大影响。电梯媒体业务方面，随着市场竞争加剧，利润率呈下降趋势。电视剧品牌内容营销业务，公司2019年制作完成了影视剧《因法之名》中的西王食品、五粮液、Jeep、中国人寿；电视剧《少年派》中的纯享酸奶；电视剧《遇见幸福》中的贝壳找房；电视剧《在远方》中的舍得酒；电视剧《精英律师》中的礼橙专车等优质广告植入。但受行业政策影响，电视剧开机项目锐减，适合合作的项目同比例下降。电影品牌内容营销业务，随着2019年暑期档、国庆档电影的热播，公司操盘完成了《攀登者》中的自然堂、君乐宝和长城天赋、《我和我的祖国》中的科大讯飞、长城五星、《雪人奇缘》中的自然堂、《哪吒之魔童降世》中的好彩头小样等品牌广告的植入营销。艺人代言业务方面，公司已促成陈宝国代言郎酒、乐华艺人代言雅芳等，目前已签约滴滴夸夸机器人（Angelababy、李诞、蔡明、魏大勋）。

2019年合润德堂实现品牌内容营销收入15,798.37万元，同比下降44.94%，实现净利润-14,044.97万元，公司当年对其新增计提商誉减值8,382.14万元，2019年末合润德堂形成商誉仍达24,100.74万元，考虑到公司资金紧张短期难以缓解，未来品牌内容营销业务仍将受到不利影响，且仍面临较大的商誉减值风险。

整体来看，由于公司债务规模很大，利息费用等负担重，不仅对公司经营利润形成严重侵蚀，而且造成营运资金紧张，制约了业务的开展，并影响公司偿债能力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具保留意见的2018年度审计报告、大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带持续经营重大不确定性段落的无保留意见2019年审计报告以及未经审计的2020年第一季度财务报表。其中2019年审计报告中关于解释性说明段涉及事项为：截止2019年12月31日，公司累计未分配利润-60.80亿元，流动资产15.50亿元，流动负债39.04亿元，流动负债高于流动资产23.54亿元。截止本期末已逾期未偿还的短期借款总额为1.95亿元，以劣后级身份参与设立的并购基金已到期未能顺利退出，需承担26.12亿元应付优先级及中间级合伙人份额的回购义务和差额补足义务。这些事项或情况表明存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。报告均采用新会计准则编制。2019年公司新纳入合并范围的子公司有4家，不再纳入合并范围的子公司有9家。

资产结构与质量

2019年公司计提大额资产减值准备、合并范围减少导致资产规模持续大幅减少，资产仍以商誉、长期股权投资等为主，流动性差，且仍存在一定减值风险

2019年公司对商誉、应收款项、长期股权投资等资产共计提减值损失74,101.28万元，导致公司资产规模同比大幅减少25.82%至635,756.43万元。截至2020年3月末，公司资产仍以非流动资产为主，流动资产规模较小，且仍存在减值损失风险。

表 3 公司资产减值损失情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
坏账损失（应收款项）	20,428.23	17,468.97
可供出售金融资产减值损失	0.00	105,517.35
长期股权投资减值损失	16,856.51	100,793.35
固定资产减值损失	880.00	5,763.37
商誉减值损失	28,252.77	405,962.34
其他	7,683.76	2,019.18
合计	74,101.28	637,524.57

资料来源：公司 2018-2019 年年度报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金40,103.33万元，同比减少49.18%，主要系偿还贷款及合并范围

减少所致，期末受限货币资金710.33万元，其中作为履约保证金5.37万元，法院冻结资金704.95万元，冻结银行账户数16个；此外存放在境外的款项8,792.60万元。2019年末公司交易性金融资产48,069.75万元，主要系公司根据子公司一花科技、合润传媒、幻想悦游在未完成业绩承诺情形下，确认的应由业绩承诺方承担并预计可收回的业绩补偿款，近年规模无变动，需关注款项回收进度及损失风险。

公司应收账款主要为应收影视广告款及应收游戏运营商的收入分成，近年加大款项回收力度，2019年末应收账款为28,286.87万元，同比减少55.67%，2019年计提坏账损失14,982.36万元。截至2020年3月末，预付款项为16,140.12万元，主要系预付的游戏分成款及授权金、广告制作费等。公司其他应收账款主要由其他单位的暂借款、押金及备用金等构成，2019年末其他应收款为15,314.74万元，同比下降73.79%，主要系合并范围减少及收回部分款项所致，2019年计提坏账损失5,445.87万元，前五名其他应收款账龄大多在1年以上，未来仍存在坏账损失风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、商誉等构成。2019年公司执行新金融工具准则，将可供出售金融资产转入其他权益投资工具核算，系公司对外股权投资，同比减少36.81%，主要系公司2019年出售持有的浙江世纪华通集团股份有限公司股份所致。2019年末长期股权投资为221,030.02万元，同比增长13.98%，主要系嘉兴乐玩不再纳入公司合并范围，对其投资转入长期股权投资44,265.25万元所致；2019年公司权益法核算的长期股权投资收益为-1,322.27万元，长期股权投资减值损失16,856.51万元，受被投资企业经营财务状况影响，未来仍存在一定的投资损失风险。2019年末公司商誉为185,633.04万元，同比大幅减少29.10%，系嘉兴乐玩和深圳泰悦不再纳入合并范围转出商誉47,932.11万元，2019年公司计提北京幻想悦游网络科技有限公司、北京合润德堂文化传媒有限责任公司等商誉减值损失合计28,252.77万元；截至2020年3月末，商誉仍高达185,633.04万元，占总资产的29.11%。

2019年末公司其他非流动资产为5,743.13万元，同比减少78.08%，主要系公司对深圳天神中慧投资中心（有限合伙）投资调整至长期股权投资，并全额计提了减值损失所致。整体来看，公司对外投资的企业多集中于游戏、影视等行业，受监管政策影响较大，且公司债务高企并涉及多起诉讼案件，对公司正常经营产生较大影响，公司资产中商誉、长期股权投资和应收款项等规模仍较大，2019年共计提资产减值准备74,101.28万元，未来仍存在一定资产减值风险。

表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	38,101.78	5.97%	40,103.33	6.31%	78,913.28	9.21%
交易性金融资产	48,069.75	7.54%	48,069.75	7.56%	48,069.75	5.61%
应收账款	27,552.09	4.32%	28,286.87	4.45%	63,814.70	7.45%
预付款项	16,140.12	2.53%	15,560.11	2.45%	20,399.03	2.38%
其他应收款（合计）	20,387.23	3.20%	15,314.74	2.41%	58,421.64	6.82%
流动资产合计	157,361.73	24.67%	155,000.67	24.38%	284,270.71	33.17%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	57,933.31	6.76%
其他权益工具投资	36,606.56	5.74%	36,606.56	5.76%	0.00	0.00%
其他非流动金融资产	6,891.46	1.08%	6,891.46	1.08%	0.00	0.00%
长期股权投资	221,999.50	34.81%	221,030.02	34.77%	193,911.50	22.63%
商誉	185,633.04	29.11%	185,633.04	29.20%	261,817.91	30.55%
其他非流动资产	5,480.07	0.86%	5,743.13	0.90%	26,196.91	3.06%
非流动资产合计	480,397.17	75.33%	480,755.77	75.62%	572,721.12	66.83%
资产总计	637,758.90	100.00%	635,756.43	100.00%	856,991.83	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司经营业绩持续下滑，财务费用负担重加之资产减值损失对盈利形成严重侵蚀，盈利持续大额亏损

由于债务负担过重，游戏竞技、广告营销等板块营运资金紧张，制约了游戏竞技、广告营销等相关业务的开展，导致经营规模与相关业务的开展未达预期，经营业绩持续大幅下滑，公司2019年实现营业收入133,490.62万元，比上年同期下降48.63%。

受债务利息大幅增长及销售、管理及研发费用支出较大影响，2019年公司期间费用率达到82.31%，加之资产减值损失合计为74,101.28元，同时需承担对深圳泰悦担保债务、未决诉讼、违约金、赔偿金等营业外支出12,043.02万元，公司盈利持续亏损。2019年公司利润总额亏损120,054.30万元，比上年同期减亏82.48%；净利润亏损113,137.02万元，比上年同期减亏83.79%。由于公司2018年度、2019年度连续两个会计年度经审计的归属于上市公司股东的净利润均为负值，公司股票于2020年5月6日起被实施“退市风险警示”特别处理。2020年一季度公司持续亏损，若2020年公司仍无法扭转亏损实现盈利，公司股票将面临退市风险，经营环境和盈利能力将持续恶化。

表 5 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
营业收入	21,610.29	133,490.62	259,881.12
销售费用	1,766.15	21,921.54	33,149.64
管理费用	4,588.88	30,619.23	34,484.91
研发费用	1,657.57	21,327.23	36,674.49
财务费用	8,062.77	36,006.95	15,628.49
资产减值损失	0.00	-53,673.05	-637,524.57
信用减值损失	-518.66	-20,428.23	0.00
营业利润	-5,807.51	-115,984.47	-534,479.38
营业外支出	110.25	12,043.02	151,589.86
利润总额	-5,609.35	-120,054.30	-685,098.70
净利润	-6,086.62	-113,137.02	-697,795.85
综合毛利率	43.60%	49.34%	65.09%
期间费用率	74.39%	82.31%	46.15%
营业利润率	-26.87%	-86.89%	-205.66%
总资产回报率	-	-11.03%	-57.76%
净资产收益率	-	-70.95%	-117.40%
营业收入增长率	-47.13%	-48.63%	-16.20%
净利润增长率	-1,028.22%	-83.79%	-664.08%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2019年公司加大催收力度，经营性现金流持续净流入，但融资功能丧失，偿债资金需求仍难以满足

公司收入主要来源于游戏业务，占款较少，业务回款较好，加之公司加大回款回收力度，2019年实现经营活动现金净流入46,544.51万元。

投资活动方面，公司支付股权对价款及对外投资减少，2019年投资活动小幅净流入8,190.34万元。筹资活动方面，公司偿还债务本息规模较大，2019年筹资活动现金净流出80,863.21万元，考虑到公司融资渠道受阻、融资功能丧失，并形成多项逾期债务，经营性现金流仍难以满足债务偿还资金需求。

表 6 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
净利润	-6,086.62	-113,137.02	-697,795.85

营运资本变化	-	56,191.97	107,313.73
其中：存货减少（减：增加）	-	-1,511.83	1,806.83
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	73,207.98	-18,131.86
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-15,504.18	123,638.76
经营活动产生的现金流量净额	-1,603.29	46,544.51	27,529.53
投资活动产生的现金流量净额	-75.60	8,190.34	-53,791.35
筹资活动产生的现金流量净额	-48.96	-80,863.21	-91,953.34
现金及现金等价物净增加额	-1,952.59	-26,308.31	-116,486.99

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务和逾期债务规模很大，短期流动性压力巨大，缺乏偿债能力

2020年3月末公司负债总额为557,972.78万元，较2018年末有所下降。受公司大幅计提资产减值准备及持续大幅亏损影响，截至2020年3月末，公司所有者权益大幅降至79,786.12万元，产权比率大幅升至699.34%。公司负债仍以流动负债为主，截至2019年末，公司已逾期但尚未偿还的流动负债规模较大，包括短期借款逾期金额19,484.34万元、其他应付款逾期金额2,947.79万元、一年内到期的非流动负债逾期金额为197.00万元、其他流动负债逾期金额262,349.79万元，合计284,978.92万元。截至2020年6月15日因公司未归还上述逾期负债，新增了向金融机构的借款利息共计9,945.02万元。

表 7 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	557,972.78	551,223.53	622,617.66
所有者权益	79,786.12	84,532.91	234,374.17
产权比率	699.34%	652.08%	265.65%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司2020年3月末短期借款下降至19,435.38万元，均为已逾期未偿还的短期借款。公司应付账款主要为应付广告栏目植入购买相关款项以及应付游戏分成，2020年3月末为25,038.30万元。其他应付款有所减少，主要系支付部分款项所致，2020年3月末其他应付款为59,544.82万元。2019年末一年内到期的非流动负债同比有所增长，系即将到期的长期应付款核算的融资租赁借款。其他流动负债系公司以劣后级身份参与设立的并购基金因未能顺利退出，2019年末需承担261,228.00万元应付优先级及中间级合伙人份额的回购义务和差额补足义务，均为已逾期未偿还的债务，2020年3月末其他流动负债增长至267,610.46万元。

公司非流动负债主要包括应付债券和长期应付款。应付债券为本期债券，2020年1月公司未能支付本期债券的回售款及本期债券未回售部分的利息，已构成实质性违约。长期应付款主要为应付一花科技原股东的股权收购款及融资租赁款等，2020年3月末为49,935.27万元，其中融资租赁款为13,594万元。预计负债系未决诉讼形成款项，因借款合同纠纷，中江国际信托股份有限公司起诉公司，一审判令公司向其偿还贷款本金支付利息并支付违约金894.08万元。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,435.38	3.48%	19,484.34	3.53%	56,854.66	9.13%
应付账款	25,038.30	4.49%	24,495.59	4.44%	27,830.05	4.47%
其他应付款	59,544.82	10.67%	58,354.07	10.59%	89,889.64	14.44%
一年内到期的非流动负债	11,730.33	2.10%	11,730.33	2.13%	6,394.26	1.03%
其他流动负债	267,610.46	47.96%	262,349.79	47.59%	249,153.45	40.02%
流动负债合计	394,993.21	70.79%	390,444.97	70.83%	448,072.39	71.97%
应付债券	109,429.52	19.61%	107,498.82	19.50%	99,565.94	15.99%
长期应付款	49,935.27	8.95%	49,738.27	9.02%	56,285.01	9.04%
预计负债	894.08	0.16%	894.08	0.16%	0.00	0.00%
非流动负债合计	162,979.57	29.21%	160,778.56	29.17%	174,545.26	28.03%
负债合计	557,972.78	100.00%	551,223.53	100.00%	622,617.66	100.00%
其中：有息债务	410,069.36	73.49%	402,729.95	73.06%	420,181.71	67.49%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模410,069.36万元，其中短期有息债务规模为298,776.17万元；资产负债率持续提升至87.49%，若剔除商誉资产，公司已资不抵债，此外流动负债高于流动资产237,631.48万元，短期流动性压力巨大，且盈利持续亏损，经营活动产生的现金流和盈利均无力偿还债务。

表 9 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	87.49%	86.70%	72.65%
流动比率	0.40	0.40	0.63
速动比率	0.39	0.39	0.63
EBITDA（万元）	-	-74,028.16	-659,198.14
EBITDA 利息保障倍数	-	-1.96	-41.99

有息债务/EBITDA	-	-5.44	-0.64
债务总额/EBITDA	-	-7.45	-0.94
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.12	0.06
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.08	0.04

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

2020年1月公司未能支付本期债券的回售款及本期债券未回售部分的利息，已构成实质性违约。截至2019年末，公司已逾期但尚未偿还的流动负债规模28.50亿元。根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年6月11日），公司本部未结清信贷存在逾期利息及其他206.51万元，存在不良类短期借款余额3,138.37万元，保证人/反担保人存在不良类余额709.34万元；子公司北京天神互动科技有限公司未结清信贷存在逾期利息及其他26.00万元，存在不良类短期借款余额709.34万元。

（二）或有事项分析

截至2020年5月末，公司或子公司作为被告或被申请人尚在审理或执行中的诉讼（仲裁）事项，涉案金额合计达29.15亿元。此外，2019年末公司共有16个银行账户处于被法院冻结状态，合计被冻结资金704.95万元；公司存在所持部分子公司股份或者所持合伙企业份额被法院冻结情况，中国民生信托有限公司向北京市第二中级人民法院提出财产保全申请，冻结了公司持有的宁波梅山保税港区天神乾坤问道股权投资合伙企业（有限合伙）的出资份额人民币 5,100.00万元。深圳平安大华汇通财富管理有限公司申请冻结了公司持有的深圳天神中慧投资中心（有限合伙）78.16%的股权、北京合润德堂文化传媒有限责任公司96.36%的股权、霍尔果斯华喜创科信息科技有限公司65%的股权、雷尚（北京）科技有限公司100%的股权、北京幻想悦游网络科技有限公司93.54%的股权、北京妙趣横生网络科技有限公司95%的股权、北京天神互动科技有限公司100%的股权、嘉兴乐玩网络科技有限公司42%的股权。上述事项可能对公司正常经营产生重大影响，并严重影响公司再融资能力。

表 10 截至 2020 年 5 月末，公司作为被告/被申请人尚在审理或执行中的诉讼/仲裁事项

诉讼（仲裁）基本情况

涉案金额(万元)

诉讼（仲裁）进展

周永红诉天神娱乐股权转让纠纷	646.56	二审审结，执行中
芜湖歌斐资产管理有限公司诉天神娱乐、朱晔合伙企业权益份额回购及差额补足纠纷	94,542.14	裁决完毕，执行中
中江国际信托股份有限公司诉天神娱乐、朱晔借款合同纠纷	16,783.44	二审审理中
中国民生信托有限公司诉天神娱乐股份有限公司、朱晔合同纠纷案	32,232.74	二审审理中
东证融汇证券资产管理有限公司诉天神娱乐、朱晔合同纠纷	8,269.10	裁决完毕，执行中
恒丰银行股份有限公司诉天神娱乐、朱晔合同纠纷	78,840.00	审理中
国投泰康信托有限公司诉天神娱乐、朱晔财产份额转让纠纷	31,140.27	审理中
浦发银行大连分行诉公司、朱晔、石波涛金融借款合同纠纷	3,244.34	审理中
深圳市青松股权投资企业（有限合伙）诉天神互动股权转让纠纷	1,391.56	裁决完毕，执行中
北京银行股份有限公司国兴家园支行诉公司、天神互动金融借款合同纠纷	714.86	审理中
光大资本投资有限公司诉天神娱乐、王玉辉、朱晔股权转让纠纷	250.00	审理中
上海美术电影制片厂有限公司诉妙趣横生、蓝港在线(网络)科技有限公司、上海乐蜀网络科技股份有限公司、北京四月星空网络技术有限公司、天津仙山文化传播有限公司侵害著作权及不正当竞争纠纷	57.54	二审审理中
太平洋证券股份有限公司诉天神娱乐公司债券交易纠纷	5,928.45	一审判决已生效，执行中
北京市文化科技融资租赁股份有限公司诉公司、天神互动、朱晔融资租赁合同纠纷	13,990.10	审理中
中国文化产业投资基金（有限合伙）诉公司股权转让纠纷	3,000.06	审理中
飞拓无限信息技术（北京）股份有限公司诉合润传媒合同纠纷	402.00	审理中
其他诉讼（公司为被告）	37.42	审理中
合计	291,470.58	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司未能支付本期债券的回售款及本期债券未回售部分的利息，本期债券已构成实质性违约，且逾期债务规模很大；公司持续大幅亏损，若2020年仍无法扭转亏损，公司将面临退市风险，且资产流动性差，并涉及多起诉讼（仲裁）案件，部分子公司股权、银行账户、证券账户被冻结，公司已被债权人申请进行重整，持续经营能力存在重大不确定性，债务无法得到偿还。

基于以上分析，中证鹏元对公司及本期债券的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为C，公司主体长期信用等级维持为C，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	38,101.78	40,103.33	78,913.28	182,193.52
长期股权投资	221,999.50	221,030.02	193,911.50	231,970.25
商誉	185,633.04	185,633.04	261,817.91	654,143.28
资产总计	637,758.90	635,756.43	856,991.83	1,460,843.85
短期借款	19,435.38	19,484.34	56,854.66	72,625.00
其他应付款（合计）	59,544.82	58,354.07	89,889.64	191,877.97
一年内到期的非流动负债	11,730.33	11,730.33	6,394.26	0.00
其他流动负债	267,610.46	262,349.79	249,153.45	27,483.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	109,429.52	107,498.82	99,565.94	99,299.24
负债合计	557,972.78	551,223.53	622,617.66	506,512.00
有息债务	410,069.36	402,729.95	420,181.71	199,407.69
归属于母公司所有者权益合计	71,805.07	77,640.58	201,730.82	918,343.81
所有者权益合计	79,786.12	84,532.91	234,374.17	954,331.86
营业收入	21,610.29	133,490.62	259,881.12	310,137.50
营业利润	-5,807.51	-115,984.47	-534,479.38	135,465.76
净利润	-6,086.62	-113,137.02	-697,795.85	123,705.18
经营活动产生的现金流量净额	-1,603.29	46,544.51	27,529.53	89,481.48
投资活动产生的现金流量净额	-75.60	8,190.34	-53,791.35	-198,366.76
筹资活动产生的现金流量净额	-48.96	-80,863.21	-91,953.34	238,526.06
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	43.60%	49.34%	65.09%	65.38%
期间费用率	74.39%	82.31%	46.15%	32.27%
营业利润率	-26.87%	-86.89%	-205.66%	43.68%
总资产回报率	-	-11.03%	-57.76%	13.16%
净资产收益率	-	-70.95%	-117.40%	16.25%
营业收入增长率	-47.13%	-48.63%	-16.20%	85.17%
净利润增长率	-1,028.22%	-83.79%	-664.08%	126.74%
资产负债率	87.49%	86.70%	72.65%	34.67%
流动比率	0.40	0.40	0.63	1.02
速动比率	0.39	0.39	0.63	1.00
EBITDA（万元）	-	-74,028.16	-659,198.14	150,785.89
EBITDA 利息保障倍数	-	-1.96	-41.99	12.69
有息债务/EBITDA	-	-5.44	-0.64	1.32

债务总额/EBITDA	-	-7.45	-0.94	3.36
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.12	0.06	0.26
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.08	0.04	0.18

注：2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

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

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。