

游族网络股份有限公司公开发行可转换公司债券 跟踪评级报告（2021）

项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 25 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1400 号

游族网络股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，将主体信用等级撤出信用评级观察名单，评级展望为负面；

维持“游族转债”的信用等级为 **AA**，将债项信用等级撤出信用评级观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持游族网络股份有限公司（以下简称“游族网络”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，将主体信用等级撤出信用评级观察名单，评级展望为负面；维持“游族转债”的债项信用等级为**AA**，将债项信用等级撤出信用评级观察名单。将评级展望调整为负面主要基于以下因素：公司游戏产品具有开发风险、2020年公司净利润亏损、内部控制存在缺陷，治理结构较不稳定，股权继承过户面临一定不确定性等；同时中诚信国际也肯定了公司海外发行及运营优势、优质IP储备及原创优势对公司整体信用实力的支持，未来将持续关注公司盈利、偿债能力、公司治理及信用水平变化情况。

概况数据

游族网络（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	73.33	89.26	85.93	82.42
所有者权益合计（亿元）	45.06	49.46	50.60	52.32
总负债（亿元）	28.26	39.80	35.33	30.10
总债务（亿元）	22.89	31.93	23.77	17.70
营业总收入（亿元）	35.81	32.21	47.03	9.44
净利润（亿元）	10.11	2.56	-1.87	1.87
EBIT（亿元）	11.45	2.75	0.72	--
EBITDA（亿元）	12.97	4.97	3.40	--
经营活动净现金流（亿元）	2.73	5.50	8.33	3.41
营业毛利率(%)	56.08	30.86	31.25	38.80
总资产收益率(%)	16.39	3.38	0.82	--
资产负债率(%)	38.54	44.59	41.12	36.52
总资本化比率(%)	33.68	39.23	31.96	25.27
总债务/EBITDA(X)	1.76	6.43	6.99	--
EBITDA利息倍数(X)	14.57	4.53	3.55	--

注：中诚信国际根据2018-2020年审计报告及2021年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **海外发行及运营优势。**公司拥有成熟的海外发行及运营经验，具备开拓全新市场的实力，2020年公司发行网络已覆盖277个国家，同期海外收入同比增长约27.68%。

■ **优质IP储备及原创优势。**公司自研策略卡牌产品《少年三国志：零》于2020年11月在国内上线，产品继承了“少年”系列的热血风格并从多角度进行玩法创新，进一步丰富了以“少年”系列为代表的卡牌移动游戏；目前公司已先后储备《盗墓笔记》、《三体》等经典IP资源。

关注

■ **游戏产品开发风险。**由于游戏产品生命周期较短，产品更新迭代较快，若研发和开发进度较慢，对公司未来业务发展将产生不利影响。

公司研发人员变动对公司技术水平及产品研发能力的影响有待持续关注。

■ **2020年公司净利润亏损。**2020年，因对应收账款中联合运营商销售款计提坏账准备大幅增加，以及对其他应收款中预期无法收回的投资款计提坏账准备大幅增加，公司资产减值损失明显上升，对当期利润总额造成较大侵蚀，2020年公司净利润亏损。

■ **公司内部控制存在缺陷。**2020年，《游族网络内部控制自我评价报告》提出，公司发现非财务报告内部控制2个重要缺陷，三位独立董事对此投弃权票。同时，公司部分高管辞去相关职位，目前正在推进董事会换届工作，公司面临一定的治理风险。

■ **股权继承过户面临一定不确定性。**公司原控股股东、实际控制人持有公司股权质押比例较高，林奇先生逝世后，股权由三位未成年子女继承。根据规定，在继承非交易过户程序上需先解除拟过户股票上的所有股权质押后才可申请实施过户程序，许芬芬女士作为原控股股东继承人的法定监护人，拟将通过筹集资金、协商解决等方式代为解决上述股权质押问题，能否最终完成过户及完成过户时间尚存在不确定性。

评级展望

中诚信国际认为，游族网络股份有限公司信用水平在未来12~18个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**公司核心研发人员大量流失、投资出现大幅亏损、盈利水平和获现能力持续大幅弱化、债务规模增长过快、流动性压力大幅增加等。

■ **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**公司游戏业务市场占有率大幅提升，公司治理结构稳定，资本实力显著增强，盈利能力持续大幅提升。

同行业比较

公司名称	2020年（末）部分游戏企业主要指标对比表			
	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
文投控股	72.43	61.13	5.28	-35.13
游族网络	85.93	41.12	47.03	-1.87

注：“文投控股”为“文投控股股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
游族转债	AA	AA，列入信用评级观察名单	2020/12/28	11.50	6.83	2019/09/23~2025/09/23	赎回条款、回售条款、转股价格向下修正条款

注：债券余额为截至2021年3月末的数据。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“游族转债”实际募集资金总额 11.50 亿元，截至 2021 年 3 月末，公司募集资金尚未使用完毕。募集资金投入如下项目：（1）网络游戏开发及运营建设项目，拟使用募集资金 65,332.00 万元，全部用于软硬件购置、游戏 IP 购置及版权金支出、研发人员资本化投入，截至 2021 年 3 月末已使用 8,351.27 万元。（2）网络游戏运营平台升级建设项目，拟使用募集资金 15,168.00 万元，全部用于软硬件购置，截至 2021 年 3 月末已使用 10,058.57 万元。（3）补充流动资金，拟使用募集资金 34,500.00 万元，调整后实际使用募集资金 32,509.19 万元，截至 2021 年 3 月末已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费

两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体

经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年以来，中国游戏产业抵御疫情冲击，稳中有升；移动游戏市场份额领先且持续增加，游戏出海规模逐年攀升，海外影响力不断增强，但随着国际形势的变化，游戏“走出去”将面临机遇与挑战并存的新格局

2020年以来，中国游戏产业抵御疫情冲击，稳中有升。当期中国游戏市场实际销售收入2,786.87亿元，同比增长20.71%，其中“游戏出海”规模进一步扩大，自主研发游戏海外市场实际销售收入154.50亿美元，同比增长33.25%，国际化水平进一步提升。

图 1：2015~2020 年中国游戏市场规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），中诚信国际整理

图 2：2015~2020 年中国游戏市场用户规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），中诚信国际整理

随着硬件技术的提升以及用户游戏习惯的转变，网络游戏内部结构有较大分化。2020年，国内移动游戏市场实际销售收入为2,096.76亿元，占中国游戏市场实际销售收入的75.24%，市场份额领先且持续增加；端游市场规模占比为20.07%，仍维持第二大品类地位；页游市场规模占比为2.73%，受页游产品开服量减少影响而持续下降。智能信息技术为移动游戏的开发提供了全新平台和发展机会，未来伴随着5G技术在中国市场上的发展，移动游戏市场规模占比有望进一步提升。

海外拓展方面，2020年，我国自主研发的游戏产品出海规模逐年攀升，海外影响力、海外市场份额、全球用户规模不断扩大，“走出去”的范围从港澳台地区、东南亚地区为主逐步转向全球。2020年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入保持稳定增长，国产游戏在海外市场份额稳步提升。未来，我国游戏出海市场覆盖区域将继续扩大，产品类型将更加多元，越来越多的海外玩家将深刻感受中国

文化的魅力，但随着国际形势的变化，中国企业游戏出海也受到来自各方面的不确定因素影响，游戏“走出去”将面临机遇与挑战并存的新格局。

图 3：近年来中国自研网络游戏海外销售规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），中诚信国际整理

2019年10月25日，国家新闻出版署印发《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，落实防止未成年人沉迷游戏的相关要求，明确了网络游戏行业为未成年人提供服务应遵循的原则和规范，严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。2020年正式修订通过《中华人民共和国未成年人保护法》，要求网络服务提供者应当针对未成年人使用其服务设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能，提出网络游戏服务提供者不得在每日二十二时至次日八时向未成年人提供网络游戏服务，并向网络平台提出了未成年人个人信息保护义务、有害信息阻断义务、违法犯罪行为记录和报告制度，夯实了互联网企业的平台责任。国家建立统一的未成年人网络游戏电子身份人认证系统将于2021年6月起实施，为未成年人游戏保护提供了有力的法律支持。2021年4月，教育部办公厅印发《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》，再次强调每日22:00到次日8:00不得为未成年人提供游戏服务。

中诚信国际关注到，2020年以来，国内网络游戏行业发展迅速，市场规模不断扩大，随着智能技术及5G网络的发展，移动游戏市场仍为市场核心增长点。我国“游戏出海”规模攀升，影响力不断扩大，但随着国际形势的变化，游戏“走出去”将

面临机遇与挑战并存的新格局。

2020年以来，公司在国内和海外市场推出多款新款游戏，带动当期营业收入同比大幅增长且移动游戏占比进一步提升

公司主要从事移动游戏和网页游戏的研发、发行与运营，已发展成为集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。2020年，公司于国内和海外市场推出多款新款游戏，当期实现营业总收入47.03亿元，同比大幅增长46.04%。

分产品来看，公司游戏产品分为移动游戏和网页游戏两大类，以移动游戏为主。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，近年来公司移动游戏收入占比呈波动上升态势。2020年，公司新推出的游戏以手游为主，带动公司移动游戏收入规模以及收入占比同比均有所增长。网页游戏方面，2020年公司《女神联盟》等成熟系列产品收入下滑，同期仅上线一款网页新游戏《天空之剑》，网页游戏收入整体较为稳定，但受公司收入增长较快影响，网络游戏收入占比有所下降。

表 1：公司营业总收入分产品经营情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
移动游戏	25.68	22.52	37.59
网页游戏	8.94	8.81	8.93
其他	1.20	0.87	0.51
合计	35.81	32.21	47.03
占比	2018	2019	2020
移动游戏	71.70	69.93	79.92
网页游戏	24.96	27.37	18.99
其他	3.34	2.70	1.09
合计	100.00	100.00	100.00

注：合计数与各分项加总存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，公司游戏业务收入主要来源于国外。公司主要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，海外业务发展势头向好。公司坚持“全球化产品，区域化运营”的方式，确保产品在海外各个区域都有良好表现，2020年，公司继续在欧美、东南亚等地区稳健深耕，公司海外收入有所增加；同时于国内上线《少年三国志2》、

《山海镜花》和《少年三国志：零》，带动国内收入同比增长 77.39%，当期国内收入占总收入的比重同比亦有所上升。

表 2：公司分地区收入及占比情况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
国内	17.37	11.90	21.11
国外	18.44	20.30	25.92
合计	35.81	32.21	47.03
占比	2018	2019	2020
国内	48.51	36.96	44.89
国外	51.49	63.04	55.11
合计	100.00	100.00	100.00

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏种类方面，2020 年，公司继续深耕卡牌和

SLG 赛道，公司自研策略卡牌产品《少年三国志：零》于 2020 年 11 月在国内上线，产品继承了“少年”系列的热血风格并从多角度进行玩法创新，进一步丰富了以“少年”系列为代表的卡牌移动游戏。同时，公司结合日本、韩国、欧美及东南亚地区不同的市场需求，推出多款休闲及 MMO 品类产品，公司游戏品类进一步多元化。2021 年 1 月，《Infinity Kingdom》（战火与永恒）在欧美区域首发上线，《少年三国志：零》于 2021 年一季度上线港澳台地区及日本市场，另外公司储备有《Simure Vikings（代号：维京）》、《新盗墓笔记》、《第五方舟》、《金属对决》、《放置童话》等自研及代理游戏，能够为公司业务发展提供一定支撑。

表 3：近三年公司主要网络游戏产品情况

游戏名称	类型	来源	类型	上线时间
天使纪元	手游	自研	ARPG	2018 年 1 月
猎龙计划	手游	代理	ACT	2018 年 6 月
女神联盟：天堂岛	手游	自研	卡牌	2017 年 4 月
女神联盟 3	页游	自研	卡牌	2018 年 8 月
战神三十六计	手游	自研	SLG	2018 年 8 月
封神战天门	手游	自研	卡牌	2019 年 1 月
圣斗士星矢	手游	代理	卡牌	2019 年 2 月
权力的游戏（页游）	页游	自研	SLG	2019 年 3 月
拜托了经纪人	手游	代理	女性向	2019 年 5 月
权力的游戏（手游）	手游	自研	SLG	2019 年 6 月
少年三国志 2	手游	自研	卡牌	2019 年 12 月
神都夜行录	手游	代理	MMO	2020 年 1 月
塞尔之光	手游	代理	MMO	2020 年 2 月
神魔大陆	手游	代理	MMO	2020 年 2 月
天空之剑	页游	代理	MMO	2020 年 2 月
山海镜花	手游	自研	卡牌	2020 年 4 月
少年三国志 2-海外	手游	自研	卡牌	2020 年 4 月
领主总动员	手游	代理	SLG	2020 年 6 月
荒野乱斗	手游	代理	休闲	2020 年 6 月
伊甸园的骄傲	手游	代理	卡牌	2020 年 7 月
GOT-M 亚太	手游	自研	SLG	2020 年 7 月
造物法则 2	手游	代理	MMO	2020 年 9 月
少年三国志零	手游	自研	卡牌	2020 年 11 月

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司继续实行自主运营和联合运营的双重经营策略，研发投入及研发人员数量持续增加；但受公司管理层变动影响，2021 年以来研发人员数量有所减少，对公司后续业务发展的影响有待关注

公司游戏产品均采用按虚拟道具收费的盈利

模式；运营模式主要分为自营模式和联营模式，以联营模式为主。2020 年，公司联营收入占比较上年变化不大，合作的前五大联合运营商分别为苹果、谷歌、华为、腾讯和 ULT COMPANY LIMITED。结算方面，2020 年，联营模式下公司与各联合运营商

分成比例与上年基本保持不变。账期方面，联合运营由联运商统计后按比例逐月返款，账期一般为2~3个月；2020年以来，受宏观经济环境影响，国家外汇收入合规要求趋严，公司海外业务的客户回款周期有所延长，一定程度上将加大公司资金周转压力。

表 4：公司两种运营方式收入情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
联合运营	27.73	24.79	38.49
自主运营	6.84	6.60	8.42
其他	1.24	0.82	0.12
合计	35.81	32.21	47.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

游戏来源方面，2020年公司继续实行研发与代理并行策略，在坚持自主研发的同时，通过代理运营优质游戏产品提升自身品牌影响力。研发方面，2020年，研发投入和研发人员数量均有所增长。从数量来看，公司运营游戏中以代理发行游戏为主，2020年主要上线自研游戏4款，代理游戏8款，2021年3月末公司代理游戏数量占运营游戏总数的占比为57.14%；但从营业收入贡献度方面来看，公司自研游戏收入贡献较高，2020年占营业总收入的比重为68.50%。

资源储备方面，公司IP资源大多通过购买引进，需向IP持有者支付版权金采购费用，支付方式包括一次性支付、分期（次）支付及后期分成等形式。目前公司已储备《三体》和《盗墓笔记》等经典IP资源。

表 5：公司研发投入情况（人、%、亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
研发投入	4.94	5.27	5.69	1.24
占当年销售收入比重	13.80	16.37	12.10	13.14
研发人员数量	1,493	1,350	1,485	1,300
研发人员数量占比	76.49	73.13	69.59	73.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司部分高管辞去相关职位，公司面临一定的治理风险，公司作为轻资产的网络游戏企业，对游戏研发核心技术团队依赖程度

较高，核心技术人员的技术水平与研发能力是公司维系研发优势和核心竞争力的关键，公司治理对技术水平及产品研发能力造成的影响有待持续关注。

跟踪期内，公司非财务报告内部控制存在重要缺陷，中诚信国际将持续关注公司治理水平对公司日常经营管理、风险控制等方面带来的影响

2020年12月25日，公司发布公告称，公司于当日收到公司董事长暨总经理、实际控制人、控股股东林奇先生家属的通知，林奇先生因病救治无效于2020年12月25日逝世。林奇先生直接持有公司219,702,005股，占公司总股本23.99%，为公司控股股东、实际控制人。2021年3月24日，公司发布公告称，林奇先生所持股票经公证由其未成年子女林小溪、林芮璟及林漓三人共同继承，XU FENFEN（中文名：许芬芬）（以下简称“许芬芬”）女士系未成年人林小溪、林芮璟及林漓（以下简称“继承人”）三人之母亲暨法定监护人，继承人持有的公司股票之股东权益统一由其法定监护人许芬芬女士行使，公司无控股股东，实际控制人为许芬芬女士。此外，上述部分股票存在股权质押情况¹，许芬芬女士保证表示将继续全面履行相关合同。截至目前，原控股股东林奇先生名下的股票尚未完成继承非交易过户登记手续，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司的要求，在继承非交易过户程序上需先解除拟过户股票上的所有股权质押后才可申请实施过户程序，而因目前尚未筹足用于解除股权质押的资金，因此质权人未同意解除质押，部分拟过户股票仍处于质押状态中，继而无法启动继承非交易过户登记手续。许芬芬女士作为原控股股东继承人的法定监护人，拟将通过筹集资金、协商解决等方式代为解决上述股权质押问题，能否最终完成过户及完成过户时间尚存在不确定性。

2021年4月30日，公司发布《游族网络内部控制自我评价报告》，根据非财务报告内部控制缺

¹ 截至2021年3月末，上述股票质押占其持股比例为78.18%。

陷认定标准，2020年，公司发现非财务报告内部控制2个重要缺陷。第一，2020年存在原实际控制人林奇先生占用公司自有资金的情况。经内部审查，公司在项目投资后和产品引进后未能够严格按照公司内部控制制度的相关流程进行操作，说明公司对投资后的项目资金流向和引进产品的被授权资金流向未能严格履行应有责任义务。上述问题发现后，截至2021年4月28日，占用资金已由继承人的法定监护人许芬芬女士以货币资金方式全部归还。第二，2020年度归属于上市公司股东的净利润较《2020年第三季度报告全文》及《2020年度业绩预告修正》披露的数据差异很大，且盈亏性质发生改变，公司未按规定准确披露2020年度业绩预告。该事项表明公司与经营业绩预测相关的内控存在缺陷。基于上述因素，公司独立董事陈冬华、冯仑、李心丹对公司的内部控制和会计核算水平持一定保留态度，对《2020年度内部控制自我评价报告》的议案投弃权票。**中诚信国际认为**，公司内部控制存在一定缺陷，中诚信国际将持续关注公司治理水平对公司日常经营管理、风险控制等方面带来的影响。

此外，**中诚信国际关注到**，公司年报披露后，公司财务总监费庆先生及公司非独立董事、副总经理兼董事会秘书许彬先生辞去公司相关职位，根据《深圳证券交易所股票上市规则》、《公司章程》的规定，公司在聘任新的财务总监之前，暂由董事长许芬芬女士代行财务总监职责；在董事会秘书空缺期间，由公司非独立董事兼总经理陈芳先生代行董事会秘书职责。截至目前，公司正在进行董事会换届工作。

中诚信国际认为，公司面临一定的治理风险，现实际控制人许芬芬女士对公司战略发展方向及主业经营的影响有待关注。此外，中诚信国际将持续关注林奇先生持有的公司股份继承、公司治理结构的稳定性、业务经营状况、外部融资环境变化及

股价波动等因素对公司整体经营以及偿债能力的影响。

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2018~2019年财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带强调事项段²的无保留意见的2020年财务报告以及公司提供的未经审计的2021年一季报。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据。

2020年，受益于公司当期推出多款新游戏，公司经营性业务利润扭亏为盈；但资产减值损失对公司利润总额造成较大侵蚀

2020年，公司营业毛利率整体较为稳定。其中，公司新推出多款移动游戏，公司流水较好，当期移动游戏毛利率同比有所增加；老款网页游戏收入下滑，使得网页游戏毛利率同比进一步减少。2021年一季度，公司已上线游戏回款情况较好，公司营业毛利率较2020年有所上升。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
移动游戏	55.64	22.64	28.92	35.09
网页游戏	59.03	50.25	42.55	55.27
其他	43.51	47.32	4.92	50.39
营业毛利率	56.08	30.86	31.25	38.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2020年，公司在国内与海外推出多款新产品，新产品在上线初期推广费用较高；同时，公司为强化卡牌、SLG赛道的战略聚焦，停止部分在研和在营游戏项目，并按照相关会计准则进行费用化，2020年公司期间费用合计同比有所增加；但受营业总收入大幅增加影响，期间费用率同比有所下降。整体来看，期间费用规模较大且期间

² 截至2020年末，公司应收原实际控制人非经营性资金占用余额801,659,402.50元，截至财务报告日，实际控制人已全额偿还上述占用款项。此外，截至2020年末，公司应收账款原值240,722,188.05元、其

他权益工具投资40,348,360.62元和其他非流动金融资产80,621,000.00元涉及未决诉讼，涉诉结果存在不确定性。

费用率处于较高水平，对公司利润产生侵蚀。

利润方面，2020年受益于营业总收入大幅增加，公司经营业务利润扭亏为盈。同期，因对应收账款中联合运商销售款计提坏账准备大幅增加，以及对其他应收款中预期无法收回的投资款计提坏账准备大幅增加，公司资产减值损失明显上升，对当期利润总额造成较大侵蚀，呈亏损态势。此外，公允价值变动收益及投资收益对公司利润形成补充，其中，受公司子公司游素香港有限公司（以下简称“游素香港”）投资标的公允价值变动影响，对公司2020年利润总额影响金额相较2019年减少2.60亿元；因2019年公司处置广州掌淘网络科技有限公司（以下简称“掌淘网络”）股权确认较大规模投资收益，但2020年无此事项，当期投资收益规模有所减少。受公司利润总额大幅减少影响，EBITDA利润率和总资产收益率大幅回落。

因去年同期疫情拉动游戏需求爆发式增长，2021年一季度，公司利润总额同比有所下降，但公司出售部分交易性金融资产及处置河北铸梦文化传播有限公司股权形成的投资收益有一定贡献。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	4.08	3.37	4.04	0.94
管理费用（含研发费用）	8.23	7.47	8.92	1.86
财务费用	0.80	0.86	1.02	0.02
期间费用合计	13.11	11.71	13.97	2.82
期间费用率(%)	36.60	36.36	29.71	29.85
经营性业务利润	8.40	-1.16	1.41	1.01
资产减值损失合计	0.17	1.12	2.61	0.02
公允价值变动收益	--	2.57	0.70	0.19
投资收益	2.27	1.37	0.31	0.72
营业外损益	0.06	-0.01	-0.06	0.00
利润总额	10.56	1.65	-0.24	1.90
EBITDA 利润率(%)	36.21	15.42	7.23	--
总资产收益率(%)	16.39	3.38	0.82	--

注：资产减值损失合计为公司财务报表中“资产减值损失”和“信用减值损失”科目的合计数，损失以正值填列。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年末，受公司偿还债务及可转债转股影响，资产负债率及总资本化比率同比均有所下降

³2016年，公司公告称投资8,000万欧元收购100%股权，产生商誉

2020年末，公司总资产较上年末小幅下降。公司资产以非流动资产为主，非流动资产主要由其他非流动金融资产、长期股权投资、无形资产、开发支出、商誉和其他非流动资产构成。公司其他非流动金融资产主要为公司债务工具投资和权益工具投资，主要包括Havana Investments Limited、嘉兴优亮投资合伙企业（有限合伙）、北京光信股权投资基金合伙企业（有限合伙）等，受市场波动影响，2020年末其他非流动金融资产规模同比有所下降。公司长期股权投资主要为公司对掌淘网络、上海仙知机器人科技有限公司等合营及联营企业的投资，2020年末较上年末变化不大。受新产品上线转入无形资产影响，2020年末开发支出规模较上年末有所减少，无形资产有所增加。公司商誉主要为溢价收购Bigpoint HoldCo GmbH³产生；2020年末同比变化不大。公司其他非流动资产主要为预付版权金及预付股权投资款，受终止部分项目及投资影响，2020年末其他非流动资产同比大幅下降。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成。2020年末，货币资金整体较为稳定，其中受限的货币资金为2.81亿元，主要为贷款保证金；公司应收账款主要为应收联合运商销售款，受公司计提坏账准备影响，2020年末应收账款规模同比小幅减少。预付款项主要为广告费和代理游戏分成费，2020年末预付款项较年初有所减少，主要系新游戏上线后结转相应预付款项所致。公司其他应收款主要为与关联方之间的往来款，受原实际控制人非经营性占用公司资金影响，2020年末其他应收款较上年末大幅增加，截至2021年4月28日，上述占用资金已收回。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	11.56	15.79	16.05	14.51
应收账款	8.86	7.73	7.02	6.33
预付款项	6.98	4.07	1.37	1.29
其他应收款	0.99	1.58	11.56	12.05
流动资产	31.84	34.00	42.21	39.20
可供出售金融资产	11.46	--	--	--

4.52亿元。

其他非流动金融资产	--	16.48	12.94	12.99
长期股权投资	4.33	7.33	7.64	7.57
无形资产	1.47	3.17	4.10	4.39
开发支出	2.08	4.16	2.22	1.77
商誉	9.84	4.52	4.73	4.55
其他非流动资产	3.12	7.50	0.46	0.33
非流动资产	41.49	55.26	43.71	43.23
总资产	73.33	89.26	85.93	82.42

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，受可转债转股及公司偿还部分借款影响，2020年末，总负债规模同比有所下降。公司负债以流动负债为主，流动负债主要由短期借款和应付账款构成。受公司偿还部分借款影响，2020年末短期借款规模较上年末有所下降。应付账款主要为游戏分成款及版权金，公司游戏收入增长，对应分成款金额同比增加，带动2020年末应付账款规模同比大幅增加。非流动负债以长期借款及应付债券构成，其中，受可转债转股影响，2020年末应付债券规模同比有所下降。同期末，公司总债务规模亦有所下降，从债务结构来看，截至2020年末，短期债务占总债务的比重为75.35%，短期债务占比较高，公司债务结构有待优化。

所有者权益方面，受公司当期亏损影响，2020年末未分配利润同比有所下降；但受可转债转股影响，股本及资本公积同比有所上升，带动所有者权益较上年末小幅上升。杠杆比率方面，受债务规模下降影响，2020年末资产负债率及总资本化比率同比均有所下降。

2021年以来，公司使用自有资金偿还较大规模短期借款，2021年3月末，公司资产、负债规模较上年末均有所下降。受益于此，资产负债率及总资本化比率进一步下降。

表 9：近年来公司主要负债及所有者权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	18.90	22.47	17.66	11.62
应付账款	1.77	2.68	6.17	7.41
流动负债	23.93	29.52	28.27	23.08
长期借款	--	0.10	0.14	0.05
应付债券	3.99	9.18	5.72	5.78
非流动负债	4.33	10.28	7.06	7.03
总负债	28.26	39.80	35.33	30.10
短期债务	18.90	22.65	17.91	11.87

总债务	22.89	31.93	23.77	17.70
股本	8.88	8.88	9.16	9.16
资本公积	8.43	7.44	11.98	11.97
未分配利润	31.41	33.91	31.24	33.11
所有者权益合计	45.06	49.46	50.60	52.32
资产负债率	38.54	44.59	41.12	36.52
总资本化比率	33.68	39.23	31.96	25.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营回款有所优化，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力小幅提升；但受利润总额下滑影响，EBITDA对债务本息的覆盖能力有所弱化

经营活动现金流方面，受益于公司提升销售及效率，公司经营回款有所优化，且当期上线多款新游戏，带动2020年经营活动净现金流同比有所增加。投资活动现金流方面，公司缩减投资规模且收回部分投资款，2020年投资活动净现金流净流出规模同比有所减小。筹资活动现金流方面，公司新增借款减少，使得当期筹资活动净现金流呈净流出态势。

从偿债指标来看，2020年，EBITDA随着利润总额大幅下滑而减少，EBITDA对债务本息的覆盖能力有所弱化。得益于经营活动净现金流增长，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力小幅提升。从短期偿债能力来看，公司经营获现能力较强，2020年债务规模大幅下降后现有货币资金余额可基本覆盖短期债务，实际控制人变更事项逐步被市场消化，外部融资环境得到改善，短期流动性压力缓解。但中诚信国际也关注到公司股权承继手续尚未完成，股东控制力的稳定性及其影响仍有待观察。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售商品、提供劳务收到的现金	35.15	35.97	53.77	12.55
购买商品、接受劳务支付的现金	20.05	18.28	28.68	5.08
经营活动净现金流	2.73	5.50	8.33	3.41
投资活动净现金流	-5.59	-11.26	-3.82	1.79
筹资活动净现金流	-4.62	12.04	-3.59	-3.91
总债务/EBITDA	1.76	6.43	6.99	--
经营活动净现金流/总债务	0.12	0.17	0.35	0.77*
EBITDA 利息保障倍数	14.57	4.53	3.55	--
经营活动净现金流利息保障系数	3.07	5.02	8.69	--

货币资金/短期债务	0.61	0.70	0.90	1.22
-----------	------	------	------	------

注：带*指标已经年化处理；由于缺少相关数据，2021年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信以及股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持；原控股股东持有的股份质押比例较高，后续股权解质押及过户情况有待持续关注

截至 2021 年 3 月末，公司获得主要合作银行的授信总额为 15.98 亿元，其中尚未使用的授信额度为 4.01 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接股权融资渠道。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 8.40 亿元，包括货币资金 0.34 亿元（主要为保证金）、固定资产及投资性房地产合计 6.05 亿元和债权投资 2.02 亿元，受限资产账面价值占总资产的比例约为 10.19%。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保情况。未决诉讼方面，截至 2020 年末，公司应收账款原值 2.41 亿元、其他权益工具投资 0.40 亿元和其他非流动金融资产 0.81 亿元涉及未决诉讼，涉诉结果存在不确定性。

此外，截至 2021 年 3 月末，公司原控股股东、实际控制人林奇先生生前直接持有公司股份 219,702,005 股，占公司总股本的 23.99%；其中累计质押 171,769,168 股，占其直接持有公司股份的 78.18%，质押比例较高。根据公司 6 月 21 日发布公告称林奇先生持有的部分股份解除质押，尚未解质押的股票占其所持股份比例为 53.75%。根据相关规定，上述股权需解质押后才能办理股权过户手续，能否最终完成过户及完成过户时间尚存在不确定性。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，2018 年~2021 年 5 月 18 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

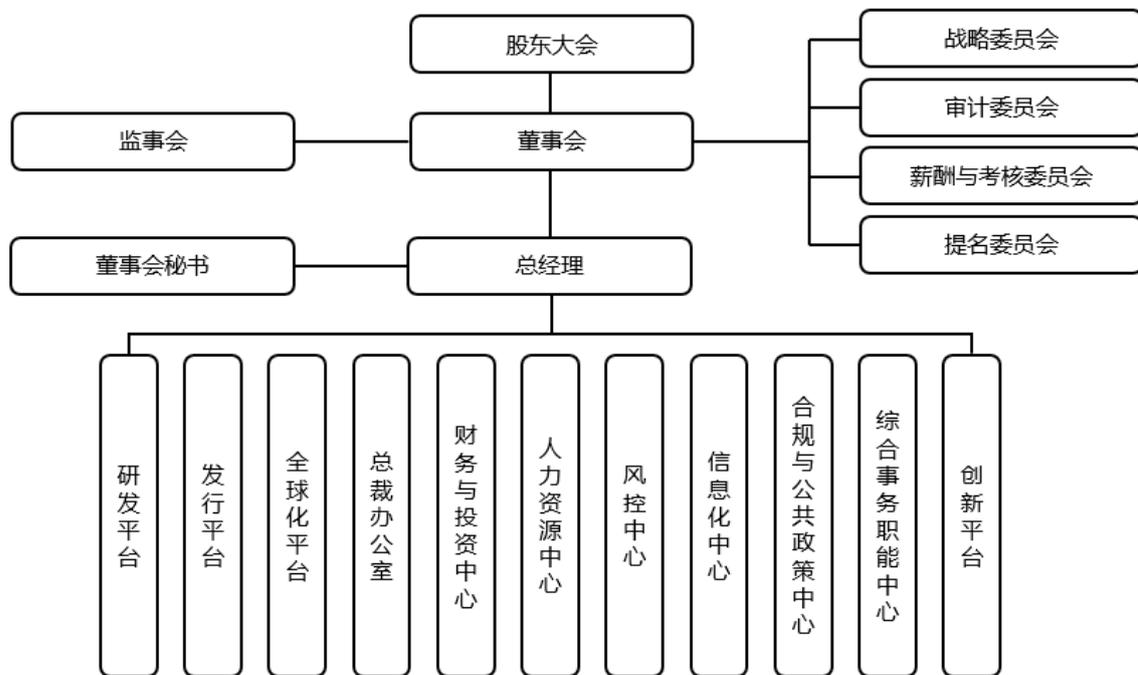
评级结论

综上所述，中诚信国际维持游族网络股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，将主体信用等级撤出信用评级观察名单，评级展望为负面；维持“游族转债”的债项信用等级为 **AA**，将债项信用等级撤出信用评级观察名单。

附一：游族网络股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）

股东名称	总持有数量（股）	持有比例（%）
林奇	219,702,005	23.99
太平基金-长安信托-稳健增利 1 号集合资金信托计划-太平基金锐进 3 号单一资产管理计划	44,464,726	4.86
王卿伟	41,177,479	4.50
王卿泳	32,438,319	3.54
香港中央结算有限公司	21,738,714	2.37
游族网络股份有限公司-第一期员工持股计划	11,196,090	1.22
游族网络股份有限公司回购专用证券账户	8,522,393	0.93
崔荣	7,652,852	0.84
招商证券股份有限公司	6,071,042	0.66
华泰证券股份有限公司	5,702,995	0.62
其他公众股东	517,517,259	56.47
合计	915,823,874	100.00

注：王卿伟及王卿泳为一致行动人；崔荣持有的公司股权中，限售股数量为 5,739,639 股；林奇先生持有的股权暂未过户。



资料来源：公司提供

附二：游族网络股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	115,606.07	157,900.49	160,477.03	145,058.60
应收账款净额	88,604.71	77,256.59	70,182.38	63,321.22
其他应收款	9,884.39	15,789.33	115,590.37	120,502.84
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	157,879.81	261,173.65	230,107.01	230,106.83
固定资产	71,499.34	69,894.04	71,944.40	71,796.27
在建工程	--	--	1,100.85	1,073.89
无形资产	14,660.77	31,694.62	41,017.69	43,947.70
总资产	733,257.53	892,631.46	859,271.20	824,245.50
其他应付款	4,980.73	12,888.04	4,150.59	5,788.11
短期债务	188,981.97	226,511.67	179,112.87	118,701.04
长期债务	39,895.11	92,740.84	58,596.02	58,269.92
总债务	228,877.07	319,252.51	237,708.89	176,970.96
净债务	113,271.00	161,352.02	77,231.86	31,912.36
总负债	282,631.98	398,021.21	353,308.84	301,033.52
费用化利息支出	8,897.48	10,958.96	9,584.08	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	450,625.55	494,610.25	505,962.36	523,211.98
营业总收入	358,125.39	322,050.19	470,313.77	94,420.32
经营性业务利润	84,008.75	-11,600.51	14,090.78	10,063.12
投资收益	22,735.12	13,701.05	3,054.14	7,234.38
净利润	101,135.93	25,641.59	-18,693.56	18,726.54
EBIT	114,505.98	27,456.53	7,176.47	--
EBITDA	129,677.20	49,660.27	34,001.33	--
经营活动产生现金净流量	27,333.85	55,043.73	83,258.88	34,091.70
投资活动产生现金净流量	-55,862.31	-112,648.07	-38,166.70	17,857.70
筹资活动产生现金净流量	-46,182.09	120,438.09	-35,897.59	-39,105.51
资本支出	33,253.75	64,228.98	23,681.69	1,930.94
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	56.08	30.86	31.25	38.80
期间费用率(%)	36.60	36.36	29.71	29.85
EBITDA 利润率(%)	36.21	15.42	7.23	--
总资产收益率(%)	16.39	3.38	0.82	--
净资产收益率(%)	23.59	5.43	-3.74	--
流动比率(X)	1.33	1.15	1.49	1.70
速动比率(X)	1.33	1.15	1.49	1.70
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	5.27	3.88	6.38	5.96*
资产负债率(%)	38.54	44.59	41.12	36.52
总资本化比率(%)	33.68	39.23	31.96	25.27
短期债务/总债务(%)	82.57	70.95	75.35	67.07
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.17	0.35	0.77*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.24	0.46	1.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.07	5.02	8.69	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	5.11	13.59	27.71	--
总债务/EBITDA(X)	1.76	6.43	6.99	--
EBITDA/短期债务(X)	0.69	0.22	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	14.57	4.53	3.55	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12.87	2.51	0.75	--

注：1、2021 年一季度财务报表未经审计；2、公司无资本化利息支出；3、因缺少相关数据，公司 2021 年一季度部分指标无法计算；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。