

版本号：V3. 1. 202205

文化娱乐企业信用评级方法

2022 年 5 月

文化娱乐企业信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应文化娱乐行业的发展变化，完善对文化娱乐企业的评级体系，联合资信对文化娱乐企业信用评级方法进行本次调整和修订；《文化娱乐企业信用评级方法（版本号：V3.1.202205）》（以下简称“本方法”）是以 2019 年《文化娱乐企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》为基础进行的修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，于 2022 年 6 月 1 日起施行。

本次修订主要包括调整部分财务指标公式、更新信用等级设置及其含义。联合资信关于文化娱乐企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有文化娱乐企业的评级结果产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区文化娱乐企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关文化娱乐企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融

债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）和其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体信用等级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；发行的次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）的信用等级一般要低于主体信用等级；发行的优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

三、行业定义

文化娱乐也可称泛娱乐，包括游戏、影视、文学、动漫、音乐等“互联网+文化娱乐”。随着我国网络基础设施的逐步完善和网络强国建设步伐加快，泛娱乐产业逐渐成为数字经济发展的支柱。而影视和互联网游戏是泛娱乐产业中比较常见的两种细分产业，联合资信文化娱乐企业主体信用评级方法主要适用于主营业务中影视或互联网游戏收入占比不应低于 50%，收益贡献及现金流流入规模不低于总额的 50%的中国企业。

四、文化娱乐企业信用评级关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险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考量。

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。

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。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

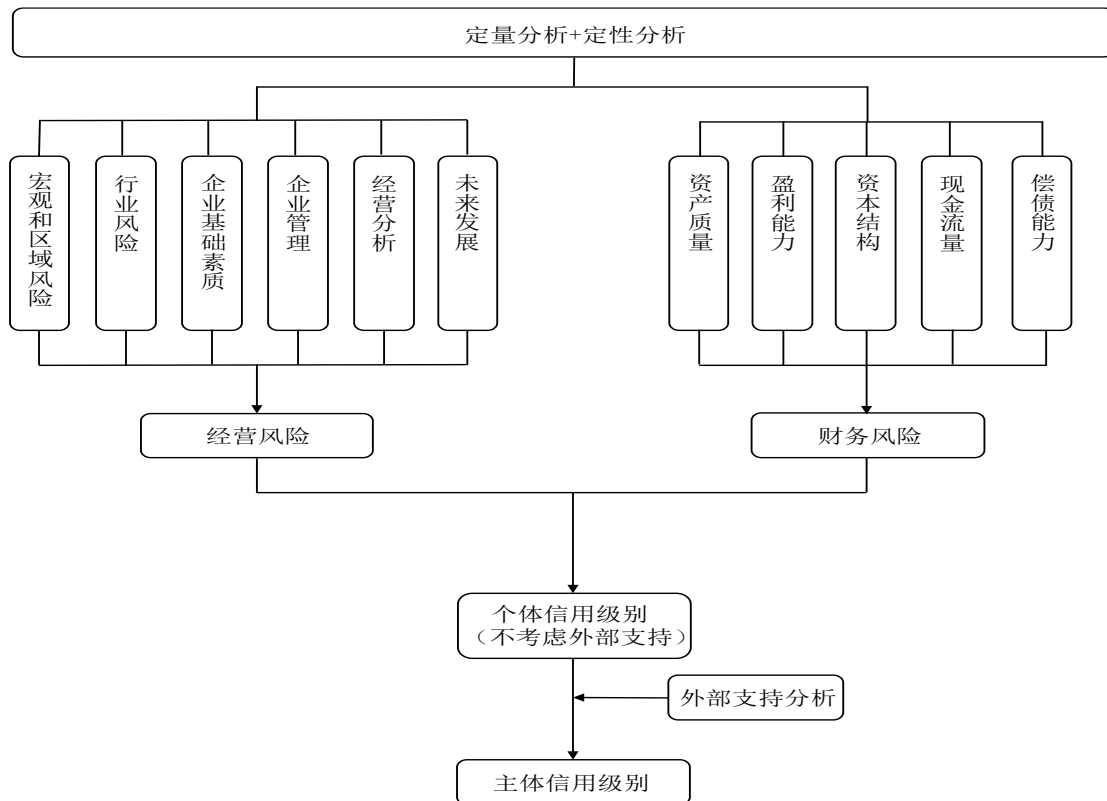
经营风险方面，企业面临的宏观风险、区域风险、行业风险，以及企业基础素质、管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险。通常情况下，面临的宏观风险、区域风险和行业风险越低，基础素质越好、管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险。通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、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。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面，通常情况下，如果企业能够获得一定程度的政府支持或者股东支持，将可以在一定程度上提升企业的抗风险能力。

图 1 文化娱乐企业评级框架



五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管部门认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

六、文化娱乐企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

（一）宏观和区域风险

对宏观和区域风险的分析主要从两方面进行：一是分析宏观经济形势和宏观政策及其变化对文化娱乐行业发展的影响；二是分析区域经济水平和财政实力、固定资产投资增速等情况来判断地区经济发展水平和发达程度对文化娱乐企业未来发展的影响。

1. 宏观经济分析

此部分主要考察文化娱乐行业对国民经济的重要性、与宏观经济的相关性以及与其他行业的关联关系。宏观经济分析的重点是了解宏观经济环境的变化对文化娱乐行业未来的服务需求、投资计划、外部融资环境等方面的影响，需关注整个宏观经济运行状态和国家宏观调控政策的变化趋势。文化娱乐行业与国民经济发展具有一定关联性。一方面，文化娱乐行业与国民经济增速表现出一定的相关关系，文化娱乐需求与经济发展、居民人均可支配收入等关系密切，经济增长及人均可支配收入的持续增加有利于保障对文化娱乐需求的增长，进一步推动行业可持续发展。

另一方面，宏观经济发展以及当期的宏观经济政策，对文化娱乐行业的投融资行为具有很大的影响作用，进而从供给端影响文化娱乐行业的产出。联合资信通过GDP增速变化、固定资产投资、基础设施投资增速来判断经济周期，进而评估文化娱乐行业发展的环境；通过财政政策、货币政策等宏观调控政策及其变化趋势及可能性判断未来经济增速、固定资产投资水平的变化。

2. 区域经济分析

文化娱乐产品如影视和游戏产品，多为“无形”产品，较易通过网络传播，因此，文化娱乐行业不具有明显的区域性特征，其经营区域的经济发展水平、固定资产投资增速、供需结构等对文化娱乐企业的经营影响较小。

（二）行业风险

行业风险分析时主要从行业政策、行业周期性、行业竞争、行业增长性与盈利能力、行业财务杠杆与偿债能力五个方面考量。

1. 行业政策

对于影视行业来说，主要考察国家对电影电视剧行业的政策导向，主要为产业政策和税收政策，进而确定影视行业在这些政策指导下的经营情况和发展趋势。对于互联网游戏行业来说，主要考察准入门槛、内容规范、交易形式等。

目前，国家对具有意识形态特殊属性的影视行业的监督、管理较为严格，国家对电视剧制作、进口、发行等环节实行许可制度，并禁止出租、出借、出卖、转让或变相转让电视剧各类许可证。对影视企业而言，如果国家严格的行业准入和监管政策将来进一步放宽，影视行业的竞争将会更加激烈，外资企业及进口电影、电视剧对国内影视行业的冲击亦有可能加大。

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。

2. 行业周期性

行业的周期性特征，对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险越高。衡量行业周期性风险的指标可以通过计算各行业在经济周期下降过程中的行业景气指数、营业总收入和利润的平均下降幅度来判断。根据分析，文化娱乐行业与宏观经济呈现一定相关关系，但周期性一般，对宏观经济运行周期的敏感度一般。

3. 行业竞争

行业竞争程度将会影响到行业内经营企业的盈利水平及其稳定性。

对于影视行业来说，此部分主要考察影视行业的进入门槛高低、难易程度、主要障碍、退出成本大小、行业集中度、竞争激烈程度等。

从行业壁垒角度来看，影视行业属于国家管制较为严格的行业，国家在资格准入发行等方面制定了一套严格的法律法规体系以加强对该行业的行政性管理，进入电影行业的行业壁垒较高。我国影视行业属于资金密集型行业，具有较高的资金壁垒，尤其是电影行业，在电影技术进步日新月异的背景下，影片生产所需的投资规模越来越大，大制作影片投资规模普遍超过亿元，这对潜在的进入者构成了较高的资金壁垒。同时，在电影制片企业和放映企业设立之初，需要投入大量资金配置各类电影专业设备、器材，且这些专业设备除用于电影制片和放映外很难再用于其他行业。因此，该行业的潜在进入者面临着巨大的投资风险，若失败退出则需承担高额的投资损失。从人才壁垒来看，优秀的策划、编剧、导演、演员及各类电影专业技术人才是完成一部成功影视作品的必要因素。从品牌壁垒来看，拥有较强实力的影视公司凭借其企业品牌影响力和号召力，能够吸引一流的编剧、导演及其他演职人员，也更容易筹集到所需资金。

由于我国影视产业结构不均衡，且与进口影视剧相比行业缺乏竞争力。国内高质量的影视剧占比较小，中低质量影视剧占比大且同质化严重，随着政府逐渐放开对进口影片的限制，行业竞争将日趋激烈。为了强化盈利能力和对产业链各资源要素的控制能力，以此发挥各产业环节的协同效应、增强市场竞争力，国内电影行业中实力较强的企业纷纷开始全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线影院终端放映和衍生品产业投资之中，使得整个电影产业链的整合趋势日益明显。

一般而言，影视行业集中度越高，相对竞争激烈程度越低，行业内企业的竞争力越强，信用风险越低；另外，行业内从事多元化经营、且产业链完备的企业能够规避市场波动风险，具有较强的抗风险能力和较高的信用水平。

对于互联网游戏行业来说，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。

4. 行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快，行业风险越小。行业盈利水平越高，表明行业风险越小。行业的盈利和增长，需要判断上下游行业的影响，要对这些因素进行深入分析。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业总收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率、行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。联合资信主要通过行业收入增长趋势、行业利润增长趋势、营业利润率和总资本收益率四个方面对行业增长性与盈利能力进行分析。

5. 行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。文化娱乐行业为轻资产行业，行业财务杠杆相对较低。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务/EBITDA 或经营现金流量净额/EBITDA 等。

联合资信认为文化娱乐行业是轻资产行业，总体规模在我国国民经济中占比一般，但增速较快。同时，文化娱乐产品在一定程度上受国家意识形态管控，因此也面临比较严格的行业监管。我国文化娱乐行业准入门槛较低，市场竞争激烈，文娱内容产业天然具有较强的波动性。

（三）企业基础素质

企业基础素质分析中，联合资信对受评对象的股东背景、企业规模与行业地位、技术水平与研发能力、人员素质、企业信用记录等方面进行考察和评判，这些因素直接关系到受评对象的生存与发展前景。

1. 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。

有实际控制人的，要以此来分析判断企业性质。企业性质影响到其运营机制，重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。对于国有企业，要看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。

另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之间的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强的经济动机来关注子公司。兄弟公

司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需要关注兄弟公司之间的经营往来等。对于家族式民营企业，要关注其家族的整体情况。

2. 企业规模与行业地位

企业规模并不能等同于企业的信用质量，但企业规模的大小在一定意义上反映着企业抵御风险能力的强弱，同时，规模较大的企业，在一定程度上能产生相应的规模效应。行业地位也是判断企业竞争力的重要指标，行业地位突出的企业一般是行业的领军企业，不但对行业发展有着重要影响，对产品价格也有较大的话语权。

一般而言，产业链越完善（以电影举例，票房分账主要在制片方、发行方、院线和影院环节进行，因此同时拥有制作发行和院线业务的影视企业竞争力更强）、市场占有率越高，则企业规模效应和协同效应越强，抗风险能力越强。

对影视企业来说，取得规模优势和协同优势能降低成本，并增强风险抵御能力，因为规模较大的电影电视剧企业在市场知名度、电影电视剧制作数量质量，自主发行、广告营销和运营能力、对单一电影电视剧节目依赖程度、与上下游的议价能力、获得资源和客户的能力等方面有突出的竞争优势。此外，在宏观经济下行和行业周期性波动时，规模较大的电影电视剧企业依靠自身的资金储备、风险控制机制、获得政府支持的能力等方面的优势在一定程度上抵御外部系统性风险。

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他游戏公司、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。同时，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。

因此对文化娱乐企业规模分析，主要关注资产总额、所有者权益规模、主营业务收入、企业的版权、著作权及储备超级 IP 数量、实际播放集数（取得发行许可证集数和实际贡献收入权益集数）、实际放映数量、发行的游戏数量等因素。行业

地位主要考察文化娱乐企业市场份额及维持份额的能力，主要考量因素如总票房收入、发行游戏数量等在行业中占比与排名等。

3. 技术水平及研发能力

企业的技术水平和研发能力是企业发展的根本，其强弱直接关系到企业的产品创新、技术创新、工艺创新和管理创新等能力，在很大程度上可以综合反映出企业的市场适应能力、产品竞争能力、成本控制能力等，并最终会作用于企业的经营成果，影响着企业自身的信用状况。技术水平越高，研发能力越强，企业未来的发展潜力越大，产品的市场竞争优势也越明显。

文化娱乐企业属于技术密集型行业，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。联合资信对技术水平及研发能力的考察内容主要包括相关专业人才储备数量和质量、技术能力、每年研发投入规模及占收入的比重情况等。

4. 人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

5. 企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

（四）企业管理

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。对企业管理的考察，联合资信一般主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

1. 企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面：一是企业股权分散程度与企业独立性；二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况；三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况；四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况；五是信息披露情况。

法人治理结构主要功能之一就是保证企业重大决策的可靠和企业经常受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策会影响到企业的经营状况和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权构成及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性及分析是否存在重大的管理缺陷。

2. 管理水平分析

管理水平主要体现在公司管理架构、制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。管理体系是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象为人、财、物。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。评级时，在对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

（1）管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。因此，评级时需要根据文化娱乐企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

（2）财务和资金管理

主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

（3）投融资管理

主要考察企业的投融资决策流程、融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。对于投资项目，主要关注所投资的项目是否符合企业经营发展需要，未来的发展前景，投资成本与收益是否相符，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资方面，考察企业融资管理权限、管理流程、后续管理、授信管理、投资企业融资管理等方面管理制度是否健全及实际执行情况。

（4）对子公司管理

主要考察公司对下属子公司的管理制度，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理等多方面从而来判断母公司对子公司的管控能力。

（5）对外担保管理

主要考察公司对外担保审批流程及制度是否健全、明确及合理，是否对被担保企业进行充分调查了解，是否持续跟踪评估被担保企业风险，是否要求反担保措施等方面。

（6）关联交易管理

需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

（7）其他管理

如信息披露制度、预算管理制度等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察组织管理模式这一风险要素时主要关注：公司上市情况、法人治理结构是否完善、董事、监事以及高管是否正常履职、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理人员的行业经验和员工素质、核心管理团队是否受到处罚等。

（五）经营分析

对文化娱乐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、多元化经营情况、渠道资源、主要产品市场竞争力、在开发产品情况、回款方式及并购情况等方面进行分析来把握。对这些因素的了解与分析，是评级工作的重点，可以通过文化娱乐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。

1. 业务结构和经营业绩

收入结构方面，对文化娱乐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，对文化娱乐企业多元化经营情况的分析，需重点关注文化娱乐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，联合资信也注意到多元化经营在文化娱乐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，文化娱乐企业产业链条较长，控制下游资源使得企业拥有强的议价能力和行业竞争力，同时控制上游资源能给企业带来较多内容的选择空间，因此产业链完整有利于提升文化娱乐企业整体抗风险能力。同时，文化娱乐企业较易受到行业监管政策、主创团队等因素变化的影响，如果企业制作题材较为类似或主创团队较为集中，上述因素的不利变化将给企业带来较大损失，因此产业链分散有利于企业经营的稳定和连续。文化娱乐行业衍生业务品种较多，围绕主业展开的多元化经营有利于企业分散经营风险。

根据文化公司在产业链中的角色，可以分为文化娱乐开发商和运营商，在分析时需要对收入进行拆分，以判别其所处产业链中的位置。

联合资信在考察业务结构和经营业绩这一评级要素时重点关注：产品或业务类别、收入结构、公司业务所处产业链位置、各产品或板块的重要性以及盈利能力、业务涉及产业链长度、企业多元化或单一经营的风险等。

2. 产业链完整度及发行数量稳定性

联合资信认为，文化娱乐企业的产业链较长，价值分配明朗，主要分为产品开发、渠道和运营三个环节。在产业链上话语权和最终渠道的议价能力将决定企业的盈利能力。

移动网络游戏产业链的核心参与者包括：游戏研发商、游戏运营商和游戏分发渠道；同时还有基础设施，如支付工具和媒介资源等。其中游戏渠道分发商在移动网络游戏产业链中处于较为强势的地位，主要由手机厂商应用商店、腾讯和百度应用商店以及第三方应用商店构成，头部效应明显，呈垄断竞争态势；网络媒介是玩家了解一款新游戏重要的渠道。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。互联网游戏产品需要通过 APP 分发商面向最终客户，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，一般企业对渠道商议价能力很弱。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，不少综合互联网公司都有自己的发行渠道平台。

影视剧产业链分为制作、发行和放映三个环节，主要涉及影视制片企业、发行商、放映终端（影院、电视台、播放平台等）等主体，音像制品公司、书刊出版社和网络游戏等其他延伸产业则形成了对整个电视剧产业链的完善与附加值开发。影视剧企业包括自主发行和委托发行，委托发行又有卖断和代理两种操作模式。实力强的制片公司多自主发行，这样可以实现利润最大化；于小规模的制作公司或刚起步的制片公司通常采用委托发行方式，制作的影视剧在市场上多属于二、三档。影视剧下游需求是电视台、院线、音像出版商、新媒体及广告客户等。因此是否拥有卫星电视台及网络移动端播放平台、院线、影院等多元化的播放渠道、也是决定

其行业竞争能力的重要因素，已成为影视剧企业经营的关键，因而也是判断企业信用风险水平的重要因素之一。

联合资信在考察产业链完整度及发行数量稳定性这一评级要素时重点关注：拥有产业链的完整度；在产业链的相对地位；现有分发渠道质量和多元化；渠道成本；企业与渠道供应商的关系；企业取得优质媒介资源的能力、合作关系以及媒介资源单位获取成本；分成比例及结算方式等。

3. 主要产品的市场竞争力

联合资信认为，文化娱乐企业的收入主要来源于运营收入，主营业务收入主要依赖大众消费的主观判断。文化娱乐行业的产品本质上具有商品属性，但作为一种大众文化消费与日常的物质消费不同，没有一般物质产品的有形判断标准，对产品的好坏判断主要基于消费者的主观体验和独立判断，并具备很强的一次性特征。企业主要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。文化娱乐产品的市场竞争力在一定程度可以通过核心业务毛利率予以反映，市场竞争力强的文化娱乐公司，其核心业务毛利率通常较高。

具体来说，影视企业的产品的竞争主要是题材的竞争，一般来说，电影电视剧具备很强的一次性特征。作为一种大众文化消费主要基于消费者的主观体验和独立判断，而且消费者的主观体验和判断标准会随社会文化环境变化而变化，这种变化和特征不仅要求影视产品必须吻合广大消费者的主观喜好，而且在吻合的基础上必须不断创新，以引领文化潮流，吸引广大消费者。电影电视剧的创作者对消费大众的主观喜好和判断标准的认知也是一种主观判断，只有创作者取得与多数消费者一致的主观判断，电影电视剧才能获得广大消费者喜爱，才能取得良好的票房或收视率，形成市场需求。

对互联网游戏企业来说，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，付费用户和 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分析和预测提供有效依据。

联合资信在考察主要产品的市场竞争力这一评级要素时重点关注：核心业务毛利率，对于影视企业，关注其收视率、播放量、累计票房占比、首轮播放的平台实力、多元化的播放渠道及数量等；对于互联网游戏企业，关注其主要游戏产品的平均活跃用户数量、付费用户数量和比例、发行渠道排名、ARPU、收入流水等。

4. 存货周转率

联合资信认为，文化娱乐企业的存货周转率在一定程度上反映了其产品的竞争力，存货周转率高的企业，其产品竞争力较强。

5. 主要在开发产品与 IP 储备

联合资信认为，文化娱乐企业的产品生命周期较短，在运营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，企业则会形成损失。过往开发（或投资）的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（或投资）成功率的重要参考指标。应对在开发产品的数量、类型、产品特色、开发进度、过往开发（或投资）成功率充分了解，在此基础

上，结合现阶段市场偏好、公司资金压力情况，对在开发产品未来能否获得市场认可做出合理预测。

优秀的 IP 储备也是考量文化娱乐企业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 储备的产品更容易获得成功，并且更容易延长产品生命周期。制作及运营企业要有良好的 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 数量由企业未开发 IP 的数量来进行判断，未开发 IP 数量越多则企业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，制作及运营企业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战略合作关系决定了其 IP 的获取能力。

联合资信在考察在开发产品这一评级要素时重点关注：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；企业过往开发（投资）游戏成功率；IP 质量、IP 数量以及 IP 获取能力等。

6. 并购历史

联合资信认为，由于市场上文化娱乐企业众多，大型文化娱乐企业都在布局全产业链，并购是目前行业的经营常态，股权投资是文化娱乐企业通常的跨平台、跨区域的并购方式，企业经常通过并购获得优质的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验，成功的并购将有望在未来形成爆款产品，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。在分析并购历史时，应提示未来经营情况恶化的风险、并购带来的商誉减值风险和股权投资对文化娱乐企业带来的支出压力。此外，由于欧美市场较为成熟，国内大型企业

陆续通过收并购的形式积极布局海外市场，但是海外收购面临较大的政治、法律、经济等诸多方面风险，不确定性较大。

联合资信在考察重大并购这一评级要素时重点关注：企业重大项目的并购目的、进度情况、与目前业务的匹配程度；企业重大并购标的公司的经营状况；商誉规模及对经营的影响；并购完成后对现有业务经营的影响等。

（六）未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。对于文化娱乐企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；另一方面需关注企业发展战略是否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性。如企业核心业务拓展方向是否符合当前市场需求，进入分块市场存在的专业技术或经验难题及相应解决办法，价值链整合方式、相邻业务拓展是否能形成协同效应等。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、项目收益，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性。

联合资信认为，文化娱乐企业的发展战略更多在均衡产业结构、增强产业链话语权 and 持续不断的新产品推出。

对于影视企业，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影视企业发展能力的关键因素。若企业未来战略侧重于均衡产业结构、优化主创团队结构、提升设备先进性、控制上下游资源、增加项目储备及 IP 储备、稳定大客户等一系列有利于电影电视剧企业发展的战略，则企业未来可持续发展能力将更强，抵御风险的能力也更强。

对于互联网游戏企业，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互联网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。

（2）重大投资并购项目

投资并购是目前文化行业的经营常态，是文化娱乐企业达到向上下游扩张目的，实现外延式增长的重要手段。但很多失败的投资并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。因此对文化娱乐企业投资并购项目应重点进行以下方面内容的调查：

投资并购项目的基本情况，投资并购可行性研究。

投资规模，投资概算及投资概算的调整情况，实际将可能发生的投资额。

资金来源计划及已落实的情况，资金的落实计划及实际已落实情况，资金缺口及后续资金的解决途径。

投资收益测算以及压力性测试。

（3）其他影响企业发展的重大事项

如企业改制、上市、重组等。

联合资信在考察未来发展这一评级要素时重点关注：公司未来三年或五年发展规划和制定背景、企业的产业链布局、核心技术的提升规划、与当前业务的关联程度、未来经营发展的方向与激进程度、发展战略的可行性与合理性等。

（七）财务分析

1. 财务信息质量、会计政策及会计估计

（1）财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、审计机构的资质如何、财务资料的真实性

与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记帐的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。

（2）会计政策及会计估计

此部分主要考察文化娱乐企业会计政策，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。

联合资信认为，财务数据的可比性与会计政策的一致性在进行文化娱乐企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同企业甚至同一企业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。文化娱乐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。在分析文化娱乐企业的会计政策时，应重点关注：坏账准备计提标准、减值准备的计提标准、可供出售金融资产、长期股权投资的划分方法和计价方式、存货的确认和计量、无形资产的计价方式和摊销方法、表外负债的处理方式。需要注意的是根据财政部于 2004 年 12 月颁布的《电影企业会计核算办法》（财会〔2004〕19 号）所规定，影视企业采用计划收入比例法作为每期结转销售成本的会计核算方法。

联合资信察财务信息质量这一评级要素时重点关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

2. 资产质量

此部分主要考察文化娱乐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。

联合资信认为，资产质量是文化娱乐企业经营能力的保障。在判断资产质量时，主要关注：

货币资金：关注货币资金的充足性及受限情况。文化娱乐企业货币资金占比一般较高，充足货币资金储备是产品研发、推广、抗风险能力的有力保障。

应收账款：关注应收账款的比重、账龄及坏账计提情况。对影视企业来说，收入的确认一般采用应收账款模式，应收账款在收入总额中的比重一般较大，主要是企业向电视台、视频网站销售电视剧的播映权和网络传播权所形成的以及应收电影的票房分账款；当应收账款占收入总额比重超过行业平均水平的企业，可能会存在坏账风险，同时账龄超过一定期限的应收账款也可能发生坏账损失。对网络游戏企业来说，游戏研发商的应收账款一般为营收授权金及运营分成，发行商游戏的营收账款一般为应收渠道商的游戏充值款。

预付款项：关注预付款项的类别、账期和集中度。预付款项通常为发行商预付给制作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产品。预付授权金较集中可能存在产品较少、类型单一的风险；预付款项金额大、账龄长会存在坏账风险，并且对资金产生一定的占用。

存货：关注存货的比重、构成以及跌价情况。用于投资文化娱乐产业的资金一经投入生产即形成存货的特点导致企业存货规模通常较大，其中，对影视行业来说，原材料（拍摄影视剧所发生的文学剧本的实际成本）通常占比较低，库存商品（取得发行许可证的影视剧作品）可较快的随影视剧的供应情况结转成本，因此存货的主要构成为在产品（制作中的电影、电视剧等成本以及制作完成未取得许可证的产品）。需关注影视企业的存货规模、构成以及是否存在跌价等。需关注存货的比重过高所形成的作品审查风险及市场风险，以及大量电视剧（库存商品占比较高）未能在成本配比期间实现销售所导致存货跌价损失风险。

无形资产：关注无形资产的类别、计价方式、摊销和减值测算。对于网络游戏企业来说，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；关注互联网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在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。

商誉：关注商誉的比重及减值风险。通过并购上下游企业形成产业链一体化优势、分散经营风险的文化娱乐企业一般形成的商誉规模较大，需关注被并购企业的规模、资产评估情况、是否存在业绩承诺以及文化娱乐企业每个会计年度商誉减值测试情况等。

长期待摊费用：关注长期待摊费用的减值风险和转出。对于游戏运营商来说，预付的游戏授权金在游戏上线后转入长期待摊费用。

联合资信在考察资产质量这一评级要素时重点关注：现金类资产的充足性及受限情况；应收账款的比重及回收风险；预付款项的规模、集中度及坏账风险；存货的跌价风险；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；长期待摊费用的减值和转出风险等。

3. 资本结构

此部分主要考察文化娱乐企业的资本结构，即文化娱乐企业的资金来源结构，包括资本实力、债务结构与负债水平，以及理财观念和对财务杠杆的运用策略。

联合资信认为，由于文化娱乐行业的轻资产特点，债权融资规模一般较小，在对文化娱乐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、应付款项。互联网游戏企业的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，未来会转入营业总收入。

另外，联合资信还要考查以下方面：

所有者权益：文化娱乐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：主要考察文化娱乐企业利润分配政策、资本金增加的机制与政策。

负债水平及变化趋势：主要考察文化娱乐企业近 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：主要考察影响文化娱乐企业信用水平的其他情况，包括或有负债、重大诉讼等。文化娱乐企业的重大诉讼也有可能产生重大的支付，并对企业声誉产生不良的影响，对其融资便利和弹性会产生负面影响。此外，行政处罚、重大兼并收购、股权转让、公关危机等重大事项有时也会对文化娱乐企业的信用状况产生不利影响，对其进行评价也是非常重要的。

联合资信对资本结构这一评级要素将重点关注：企业资金来源结构；债权及股权融资能力；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；权益稳定性；利润分配政策；负债水平的变化趋势及或有负债情况等。

4. 盈利能力

主要分析文化娱乐企业的主营业务收入和利润的来源和构成，及成本、期间费用的稳定性及变化趋势，并对影响其未来营业总收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

盈利状况：主要考察文化娱乐企业近三年收入、成本、期间费用和利润的稳定性与变化趋势，以及近三年净利润状况，包括稳定性、变化趋势与扣除非经常性损益后净利润状况。联合资信认为，对文化娱乐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，如遇到单一非经常性损益较大，则要扣除非经常损益后再分析其净利润状况。特别要注意的是，影视企业采用计划收入比例法作为每期结转成本的会计核算方法，要关注因客观环境或宏观政策等原因导致预计收入与实际收入严重偏差导致当期结转收入偏低以及企业实现了全部预计收入后，后续形成的收入无相应成本结转对净利润产生的影响。

盈利能力：主要考察文化娱乐企业的盈利能力，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。联合资信认为，盈利能力的强弱反映了文化娱乐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。对影视企业，应更为关注行业内影视企业长期的盈利水平及盈利与其业务水平的匹配程度；对于互联网游戏企业，在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、在研发游戏和在洽谈代理游戏等关系互联网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，从债权资本的角度，联合资信重点以文化娱乐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文化娱乐企业的获利能力，而总资产报酬率是从文化娱乐企业整体可动用资源的角度评价其整体获利能力。

联合资信在考察企业盈利能力这一评级要素时重点关注：**收入和利润结构的稳定性及变化趋势；对成本费用的控制力度、期间费用构成；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，通过比较文化娱乐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，也可以判断文化娱乐企业的收入实现质量。经营活动现金净额是文化娱乐企业开发及运营成果的综合体现，持续稳定的正经营现金净额反映文化娱乐企业的发展策略较为稳健。对于影视企业来说，大规模净流出的经营活动现金反映企业影视剧投资规模大、发展策略较为激进；考虑到电影电视剧作品开发周期长，前期投资规模大，在分析时应重点关注经营活动所产生的现金流入在整体资金流入规模中所占比重、新增筹资规模的变化趋势、权益融资在筹资活动中所占比例等，以判断企业现金生成能力与现阶段的扩张速度是否匹配。对互联网游戏企业来说，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。经营活动现金大规模净流出的互联网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，文化娱乐企业并购活动较为频繁，集中度不断提升，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，可能对企业的流动造成一定不利影响，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，联合资信关注筹资活动产生的现金流入量的变动情况，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。

筹资活动前现金流量净额为经营性净现金流和投资性净现金流之和，主要反映企业筹资前，经营和投资活动现金流入对经营和投资活动现金流出的覆盖情况，体现企业自身经营和投资造现能力对经营和投资支出需求的覆盖能力。

联合资信在考察现金流这一评级要素时主要关注：经营活动现金流入规模及净现金流规模，现金收入比，投资活动现金流入与流出，筹资活动前现金流量净额，筹资活动产生的现金流入与流出等。

6. 偿债能力

文化娱乐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，也包括应付账款、预收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文化娱乐企业的约束力更强。由于文化娱乐行业轻资产和产品高速迭代的特点，对于影视企业来说，有息债务往往对其造成的偿还压力更大，主要侧重于偿还到期有息债务的能力；对于互联网游戏企业来说，债务规模一般较小，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。通常根据以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期公司现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别在未来的特定时刻能

否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。同时，为了解和分析文化娱乐企业的偿债意愿，还要对具体客户进行抽样调查，以及对其合同履行情况和债务按期偿还记录进行分析。

综合授信情况：主要考察文化娱乐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：主要考察文化娱乐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；近三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。此外，如果影视企业保有较大规模的可用货币资金且存货的变现速度较快、变现能力较强，也一定程度上对其短期偿债能力形成保障。

长期偿债能力：主要考察文化娱乐企业整体债务长期偿债能力，包括近三年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；近三年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；近三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；未来三年 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；偿债高峰及未来三年到期长期债务偿还能力。企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数），也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。同时，考虑到游戏产品的生命周期，对其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。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时重点关注：**速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、现金流对债务的覆盖倍数等长期偿债能力指标；融资环境等。**

7. 母公司财务风险分析

对于集团企业，母公司对子公司的管控能力和自身信用品质往往对债务的偿还产生一定影响。从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控

股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当公司优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

附件 1 信用等级设置及其含义

1. 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

2. 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出