



# 信用等级通知书

信评委函字[2016] G011-2号

## 天津天海投资发展股份有限公司：

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拟发行的“天津天海投资发展股份有限公司2016年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年五月十一日

## 天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA
<b>主体级别</b>	AA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	天津天海投资发展股份有限公司
<b>申请规模</b>	不超过人民币10亿元（含10亿元）
<b>债券期限</b>	本次公司债券的期限为3年，附发行人第2年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本次公司债券为固定利率债券，采取单利按年计息，逾期不另计息；票面利率由公司和主承销商通过市场询价协商确定。
<b>偿还方式</b>	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
<b>担保主体</b>	海航物流集团有限公司
<b>担保方式</b>	全额无条件不可撤销连带责任保证担保

### 概况数据

天海投资	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	0.32	118.87	122.27
总资产（亿元）	3.20	125.72	127.83
总债务（亿元）	0.36	2.61	0.04
营业收入（亿元）	3.35	4.24	7.20
营业毛利率（%）	12.92	7.28	8.95
EBITDA（亿元）	-1.17	1.05	3.12
所有者权益收益率（%）	-400.91	0.66	2.03
资产负债率（%）	89.86	5.45	4.35
总债务/EBITDA（X）	-0.31	2.48	0.01
EBITDA 利息倍数（X）	-82.38	5.57	31.74

海航物流	2014	2015
所有者权益（亿元）	172.52	253.13
总资产（亿元）	220.25	337.54
总债务（亿元）	8.80	48.87
营业收入（亿元）	41.61	85.08
营业毛利率（%）	2.28	5.20
EBITDA（亿元）	1.25	7.09
所有者权益收益率（%）	0.53	1.25
资产负债率（%）	21.67	25.01
总债务/EBITDA（X）	7.05	6.89
EBITDA 利息倍数（X）	10.10	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低，该级别同时也考虑了海航物流集团有限公司（以下简称“海航物流”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

中诚信证评评定天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定。该级别反映了发行人天海投资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。中诚信证评肯定了公司得到股东方的大力支持、货币资金充裕、财务杠杆比率、担保方海航物流提供的保证担保所起到的保障力度较强等有利因素对公司及本次债券信用质量的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到航运业景气度持续低迷、公司收入规模很小、盈利能力较弱等因素对公司及本次债券信用水平的影响。

### 正面

- 股东方的大力支持。公司作为海航集团有限公司、海航物流集团有限公司（以下简称“海航物流”）在物流业的投资平台，在资金、管理、资源等方面均能得到大力支持。
- 货币资金充裕。2014 年 12 月，公司通过增发融得约 117.74 亿元资金，该笔资金将主要用于购买 VLCC 油轮、LNG 船和补充流动资金。截至 2015 年末，公司账面现金资产仍有 90.32 亿元，资金实力雄厚。
- 财务杠杆比率很低。2015 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 4.35% 和 0.03%，均处于很低水平，公司财务杠杆比率很低，融资空间较大。
- 海航物流的保证担保具有一定的保障作用。海航物流系海航集团物流板块核心企业，2015 年 12 月 31 日，海航物流持有上市公司天海投资

6.02 亿股股票，以截至 2015 年 12 月 31 日收盘价 9.62 元/股计，市值达 57.91 亿元。

## 分析师

胡辉丽 hhu@ccxr.com.cn

廖文浩 wliao@ccxr.com.cn

余岑 cyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 11 日

## 关 注

- 全球航运业景气度持续低迷。受全球经济复苏乏力和贸易增速放缓影响，全球航运业出现较为严重的产能过剩，运价持续低迷，业内企业普遍存在较为严重的经营压力。
- 收入规模很小。公司目前营业收入主要来自于传统的航运和代理服务业务，2013~2015 年，公司分别实现营业总收入 3.35 亿元、4.24 亿元和 7.20 亿元，虽然保持一定增长态势，但收入规模很小。
- 盈利能力较弱。受全球航运业景气度下行影响，公司航运及代理服务业务均面临较为激烈的竞争，2013~2015 年公司营业毛利率分别为 12.92%、7.28%和 8.95%；同期净利润分别为 -1.30 亿元、0.79 亿元和 2.48 亿元。

## 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对象构成委托关系外，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 and 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](http://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评级对象提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并相关法律、法规对外公布。

## 概况

### 发债主体概况

天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”或“公司”）原名天津市海运股份有限公司（以下简称“天津海运”），于 1992 年依据天津市人民政府《关于同意天津市海运公司实行股份制试点的批复》（津政函（1992）53 号）的批准，以定向募集方式设立。1992 年 7 月 20 日，依据中国人民银行天津市分行《关于同意天津市海运股份有限公司发行内部股票的批复》（津银金[1992]420 号）批准，公司首次向境内投资人发行人民币普通股 12,000 万股，其中，向国有法人发行 7,244 万股，向公司内部职工发行 3,625.5 万股，向境内法人发行 1,130.5 万股。1996 年 3 月 29 日，依据天津市证券管理办公室“津证办字[1995]42 号”文及上海市证券管理办公室“沪证办[1996]052 号”文批准，公司发行 9,000 万股 B 种股票，公司成为一家同时在 A、B 股上市的公众公司。

2014 年 10 月 16 日，经中国证券监督管理委员会《证监发行字[2014]1075 号》文核准，公司非公开发行 2,006,688,963 股新股。其中海航物流集团有限公司（以下简称“海航物流”）认购 602,006,689 股，占发行后股本比例的 20.76%，成为公司第一大股东，公司实际控制人变更为海南航空股份有限公司工会委员会（以下简称“海航工会委员会”）。2015 年 7 月 1 日，公司更至现名。截至 2015 年 12 月 31 日，公司注册资本 28.99 亿元，海航物流持股比例 20.76%，同时公司实际控制人变更为海南省慈航公益基金会。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 127.83 亿元，所有者权益 122.27 亿元，资产负债率为 4.35%。2015 年公司实现营业总收入 7.20 亿元，净利润 2.48 亿元，经营活动净现金流-0.40 亿元。

## 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	天津天海投资发展股份有限公司
债券名称	天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券
申请规模	不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）
债券期限	本次公司债券的期限为 3 年，附发行人第 2 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本次公司债券为固定利率债券，采取单利按年计息，逾期不另计息；票面利率由公司和主承销商通过市场询价协商确定
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付
担保机构	海航物流集团有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销连带责任保证担保
募集资金用途	本次公开发行公司债券的募集资金扣除发行费用后，用于补充公司营运资金及适用的法律法规允许的其他用途

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 行业概况

在全球经济一体化进程加快，国际交往与跨国贸易日益频繁的背景下，航运业以其运量大、运距长、成本低、能耗少等特点成为全球运输的重要方式。据统计，全球 90% 以上的贸易量是通过国际航运完成的，因此航运业在国际贸易中起着巨大作用，发挥着物质生产和物质消费的衔接功能，是国民经济正常运行和发展的重要基础。

经过数百年的发展，国际航运已细分为大宗干散货远洋运输、远洋集装箱运输、远洋油轮运输以及远洋杂货运输等专业化市场。同时，中国经济的持续发展以及中国富煤贫油少气的能源结构带动了沿海运输尤其是沿海能源运输的巨大需求，并推动了中国沿海运输市场的发展。

航运业是强周期行业，其景气周期受整个宏观经济周期的影响很大，但波动幅度较经济周期波动幅度更大。此外，船运各子行业的供给、需求变动趋势并不完全相同，这使得干散货运输、油品运输等各子行业的影响因素和周期波动并不完全一致。

### 集装箱航运

集装箱海上运输自 20 世纪五十年代出现以来，

已迅速发展成为工业品与消费品货物（包括原材料及消费品的成品与半成品）的主要国际运输方式。基于集装箱运输的高效性，促使世界范围内集装箱化率的快速提升，目前全球集装箱化率已达到 70% 左右。中商情报网数据显示，全球集装箱船队运力规模逐年增长，近七年来，全球集装箱船队运力规模复合增长率为 10.4%，由 20 世纪 80 年代的 200 多万 TEU 增长至 2015 年末的 2,000 多万 TEU。

此外，贸易全球化的发展带动了各国海运的进出口，包括对散杂货等各类消费品的进出口，进一步刺激了航运业对集装箱的需求。自 2010 年以来，集装箱运输进入了成熟期，其货运量波动与宏观经济变动呈现较强的正相关性。2012 年全球经济增长速度放缓导致航运市场需求增长乏力，2013 年在货币宽松等政策刺激下，全球经济有所回暖，但大量新船订单在 2013 及 2014 年的集中交付使得运力供给持续呈现上升趋势，造成供求结构严重失衡，2012 年集装箱运价出现较大幅度下跌后，2013、2014 年运价虽有回升，但幅度较小。

2014 年全球集装箱航运市场仍然维持缓慢复苏态势，行业内运力供需矛盾长期存在，平均运费较上年基本持平。新船交付使用加剧了行业内运力供需的矛盾：根据欧洲海运咨询机构 Alphaliner 统计，2014 年全球集装箱船总运力达到 1,837 万 TEU，较去年增加 110 万 TEU，其中新造集装箱船总运力达到 147 万 TEU，同比增长 6.52%，旧船拆解和报废（如灭失和改装成其它船型）达到 39.4 万 TEU，低于 2013 年 46.3 万 TEU。截至 2015 年年末，全球集装箱总运力为 2186.8 万 TEU，同比增长 7.06%；船舶交付量持续走高，较 2014 年同期大涨 25.31%；船舶拆解量大幅下降，较 2014 年同期大幅下降 71.5%。

从运价上看，2014 年中国出口集装箱运价指数呈现出前高后低，旺季不旺，新兴市场增长趋缓的特征，在 2 月份达到最高值 1,170.59 点，随后呈现波动走低态势，全年平均值为 1,086 点，与上年的 1,082 点基本持平。年底，随着东西向主干航线传统淡季临近，我国出口集装箱运输市场总体需求稳中有降。2014 年 12 月 31 日，中国出口集装箱综合运价指数(CCFI)为 1,064.42 点，较年初下降 3.10%。

其中北美航线市场运输需求在美国稳健的经济增长带动下回暖，美西、美东航线运价指数分别为 989.49 点和 1,408.5 点，较年初分别上涨 1.38% 和 19.17%；而欧洲和日本市场运输需求表现疲软，航线运价指数分别为 1,329.71 点和 649.52 点，较年初相比分别下降 11.77% 和 18.23%。

图 1：2012 年以来中国出口集装箱综合运价指数走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2015 年以来，部分新船交货，运力过剩影响中国出口集装箱综合运价指数继续走低。2015 年 5 月，受多数航线运力规模不断扩张影响，市场运价回升乏力，综合指数明显下跌，中国出口集装箱综合运价指数平均值为 887.5 点，较上月平均下跌 7.5%。截至 2015 年 12 月 25 日，中国出口集装箱运价综合指数(CCFI)均值为 875.53 点，跌破 2009 年 879.01 点的历史最低点，较 2014 年大跌 19.39%。2015 年我国出口集装箱运输市场总体需求基本保持稳定增长态势，但新增运力大量交付导致运力过剩的状况将由主干航线逐级传递至次干、南北及其他航线，市场基本面仍将维持供大于求的局面。

由于贸易活动呈现季节性波动，航运市场表现出一定的季节性。一般而言，每年初为市场淡季，从第二季度开始，市场需求逐步上升，到第三季度达到高峰，进入第四季度之后市场需求逐步下降。受此影响，航运业运价水平一般在每年年初时较低，第三季度前后相对较高。

从国内集装箱航运市场来看，自 1992 年底以来，中国已逐步允许国外航运企业在中国境内成立外商独资或合资公司。至上世纪九十年代后期，国际主要集装箱航运公司已逐渐进入中国市场，大规模开辟中国直达航线。2001 年中国加入世贸组织

后，在海运服务及港口建设等方面实行了新的更加开放的政策，国外集装箱航运公司目前可以从事挂靠中国港口的国际航线运输服务。

我国集装箱航运迅猛的发展主要得益于进出口规模的增长。截至 2014 年，我国出口 2.34 万亿美元，进口 1.96 万亿美元，进出口总额达到 4.3 万亿美元，超越美国，跃居全球第一。同时，我国集装箱航运业面临着往返运量不均的挑战。根据 Clarkson 统计，亚洲出发至北美和欧洲的航线返程的运货量仅为去程的一半左右，主要系亚洲出口货物附加值较低但量较大而欧美出口的货物附加值高但量较少，造成进出口货物结构差距大，从而致使往返运力利用率不均，影响到集装箱航运商的盈利能力。

从未来增长点来看，我国货物进口因高关税、审批流程繁琐等一直受到一定程度的抑制，而关于跨境购物的 56 号文明确了海淘合法化，并从监管端进行优化、从简，使得跨境购物更为便捷，海淘需求的上升将带动集装箱航运量的增长；保税进口模式对集装箱航运是另一利好，由于该模式允许商家提前将进口货物储存到国内的保税仓库，因此商家可以选择具有成本优势的集装箱海运而不是传统的空运，将一定程度上刺激集装箱航运的景气度提升。此外，“一带一路”政策也将促进我国与其他国家质检的贸易往来，对集装箱航运构成利好。

总体来看，近年来集装箱航运市场供需矛盾突出，市场运价持续走低。尽管走低的燃油成本一定程度上缓解了行业内企业成本控制压力，但考虑到货源需求和运力供给失衡状况在短期内难以显著改善、集运市场船舶大型化的低成本优势逐渐显现，未来一定的时间内航运业复苏进程尚存在不确定性。

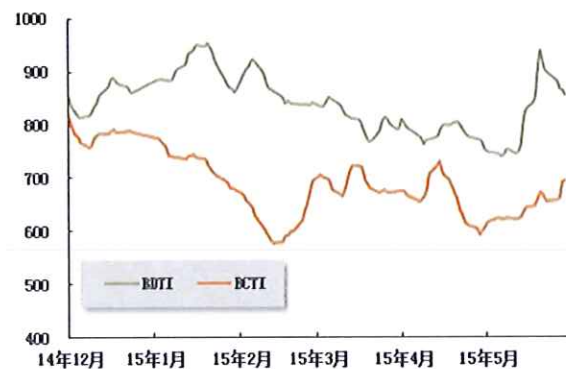
### 油轮运输

作为重要的战略资源，石油与油轮运输历来是国际经济、政治和军事角逐的焦点。从长周期来看，油轮运输市场已经持续 5 年处于低迷期，从短周期来看，2014 年国际油运市场总体好于上年。2014 年下半年，布伦特原油价格一路下跌，由年中的约 115 美元/桶跌至年末 58.6 美元/桶，导致运输需求

增长。与此同时，由于炼油产能内迁和战略储备提升，我国原油进口逐年扩张，中国因素在油运市场上的驱动作用明显，原油运输市场逐步回暖。

全球油轮运力增速下降趋势自 2011 年延续至今，运力增速为 1.4%，运力过剩的情况有所缓解。受益于油运市场运力供给增速低于需求增速，油运市场 2014 年运价均值高于上年，2014 年油轮原油运价指数平均值为 776 点，同比增长 20.9%。2015 年一季度 VLCC 市场中东-远东、中东-美湾、西非-中国等典型航线运价指数年均值同比上升约 12%，截至 2015 年 6 月，BDTI 指数继续回升。

图 2：2015 年油轮原油运价指数和成品油运价指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

石油供过于求的大局基本不变，国际油价 10 月继续在 50 美元/桶上下盘整，伦敦布伦特原油现货价小幅上移在 47 至 54 美元/桶之间，平均 49 美元/桶，环比上升 1.5%。全球原油即期运输市场大型船交易减弱，中小型船成交平稳。阿芙拉型船运价由降转升，超级油轮 (VLCC) 运价大幅震荡，综合运价波动上行。VLCC 运输市场受中国国庆节长假影响，交易波动、总量减弱，高位运价震荡回调。波斯湾东行航线国庆节后询盘猛增给船东提价创造了机会，同时台风造成船期延误，运力略有收紧，加之正值进入传统旺季，运价上旬摸高 WS88.12，等价期租租金 (TCE) 达到 10.2 万美元/日，创今年新高。

由于国际市场原油供应充足，2015 年国际油价继续保持低位震荡，中国原油对外依存度将继续增强。受进口增加带动，港口原油吞吐量预计将继续保持平稳增长，北方主要港口吞吐量完成情况将继续好于华东、华南主要港口。而成品油市场随着部

分主营炼厂装置开始检修，产量或小幅缩减，2015年上半年获得新批复的基建项目拉动经济效果将在下半年逐步显现，将对终端需求产生一定的积极影响。2015年下半年中国成品油市场持续保持低稳态势。

总体来看，虽然因部分国家石油战略储备维持了储油船的高利用率，但随着重回油运市场的船舶日益增多、原油储备逐步饱和，VLCC运输市场竞争将变得日趋激烈，VLCC局部景气难以为继。

### 液化天然气运输

近年来我国的天然气市场发展迅速，根据我国政府规划，到2015年我国天然气占一次能源消耗量的比重将由3%增加至9%，到2020年将进一步增长至15%。近期，政府为解决城市雾霾问题对清洁能源的需求增加，对于环境的担忧也成为推动天然气需求的重要力量。2014年6月10日，国际能源署（IEA）发布年度中期天然气市场报告，预计到2019年，中国天然气需求将增至3,150亿立方米，比2013年需求量增长90%。全球天然气的供应使积极建设LNG船队，发展清洁能源海上运输业务的需求也日益增加。天然气的不断推进为公司液化天然气运输（LNG）业务的发展提供了良好的外部条件。

### 行业关注

#### 成本控制

集装箱船作为运输必要资产对集装箱航运公司运营成本具有较大影响。但随着船只运力增大，单位容量的造价逐渐下降。同样，随着集装箱船容量的增加，单箱燃油成本不断降低。综合上述两个原因，大型集装箱船较小型船只具有较大优势。集装箱船只大型化发展趋势越来越显著，船只最大载箱量从集装箱起源初期的800TEU增长到了现今的19000TEU。随着大型集装箱船不断交付使用，小型船只，如3000TEU以下的船只逐渐失去竞争力。截至2014年末，3000TEU以下的小型集装箱船运力只占到了行业总运力的20%，较2010年水平下滑了约10个百分点；而8000TEU以上大型集装箱船运力占比已有2010年的20%上升至2014年的30%左右。行业内小型落后船只淘汰加速，同时

限入壁垒进一步提升。

此外，燃油也是运输成本的主要组成部分，因此燃油价格的波动对航运企业的盈利水平影响巨大，是集装箱航运公司需要控制的主要成本支出之一。而燃油价格走势又与国际原油价格高度相关，因此国际原油价格的变动对航运公司的盈利能力有着重要影响。国际原油价格的变动受全球经济、国际政治、金融资本等多重因素影响，波动性很高。

2014年国际石油供大于求特性突出，从7月份以来WTI原油现货价格持续走低，至2015年3月跌至43.18美元/桶，仅为2013年9月最高值（110.49美元/桶）的39.08%。2015年下半年国际原油价格波动屡创记录，原油价格进入巨幅震荡区间。据美国能源署发布的原油价格数据显示，WTI自2014年6月起持续震荡下跌，2015年8月更是跌破了40美元/桶关口，于8月24日收报38.24美元/桶的价格，创6年多以来的低点，并已趋近于2008年经济危机的水平。然而，8月31日因美国产油数据被下修，且报道称OPEC对低油价感到担忧，国际油价疯狂反弹逾8%，三日涨幅创25年来最大。国际原油价格的巨幅震荡主要是因为目前全球经济形势仍不明朗，另外目前的价格区间内，向上看多，向下看空的空间都存在。原油价格下降有利于航运企业进一步控制成本。

#### 人民币汇率波动

国际航运企业是外向程度很高的行业，受汇率波动影响大。航运公司在海外订购新船，日常收支等方面均有相当部分需要以外币结算。而且，公司外币形成的收入和支出规模并不对称，这使得人民币汇率波动将对航运公司的收入和成本带来影响。

在人民币汇率持续波动的背景下，远洋航运公司不可避免地受到影响。在中国对外贸易联系不断紧密以及中国航运公司不断拓展远洋市场的背景下，人民币汇率的波动对中国航运公司的影响将逐渐增大，尤其对国际化程度较高的航运公司影响更大。

#### 行业集中度

行业集中度方面，由于集装箱航运具有定点停靠、定点开船的特点，因此行业内一直在寻求规模



效应带来的低成本优势，本着先合作后竞争的主旨，在合作基础上获得竞争优势，合作方式主要包括共同投船、舱位互换、舱位买卖。经过近 20 年来 5 次大规模的行业联盟整合，目前已经形成了 2M（马士基、地中海）、CKYHE（中远集运、川崎汽船、阳明海运、韩进海运和长荣海运）、O3（中海集运、法国达飞、阿拉伯联合航运）、G6（美国总统轮船、赫伯罗德、现代商船、商船三井、日本邮船和东方海外）四大联盟。截至 2014 年底，全球集运运力排名前 20 的船公司已 17 家组建了四

大联盟，上述联盟在世界集运定期航线运力占比已经高达九成。从主要航线来看，四大联盟更是占据了更大的市场份额，中小型集装箱航运商经营压力巨大。以亚欧航线为例，四大联盟占有 99% 的市场份额，控制了利润较为丰厚的主航道；而非四大联盟航运商的市场份额仅为 1%，同时只能经营利润较低的支线运输。四大联盟的组建有利于通过增加航线密度、航线频率的方式提高运营效率，短期内取得一定的竞争优势，然而集装箱航运运力供求矛盾长期存在，行业景气度仍然难以回暖。

表 2：集装箱航运市场四大联盟历程

时间	阶段	主要事件
1994-1995 年	成立之初	五大联盟形成：总统轮船、渣华轮船、东方海湾、商船三井、马来西亚国际成立“全球联盟（Global Alliance）”；马士基与海陆组成“马士基海陆联盟”；赫伯罗德、东方海皇、日本邮船、铁行箱运组成“伟大联盟（Grand Alliance）”；韩进、德国胜利、朝阳商船组成“联合联盟”；川崎、中远、阳明组成“CKY 联盟”
1998-1999 年	第一次整合	铁行和渣华合并为铁行渣华；东方海皇收购总统轮船，集装箱业务由总统轮船经营；韩进收购德国胜利；马士基收购海陆；“全球联盟”解散，商船三井、现代轮船、新总统轮船组成“新世界联盟”；赫伯罗德、马来西亚国际、日本邮船、东方海外、铁行渣华组成新的“伟大联盟”
2002 年前后	第二次整合	韩进加入“CKY 联盟”，形成“CKHY 联盟”
2006 年前后	第三次整合	马士基收购铁行渣华
2011-2012 年	第四次整合	“伟大联盟”和“新世界联盟”组成“G6 联盟”；地中海和达飞组成“CMA-MSC 联盟”；长荣加入“CKHY 联盟”，组成“CKHY-Green 联盟”
2014 年	第五次整合	马士基与地中海航运组成“2M 联盟”；中海集运、达飞海运、阿拉伯联合航运组成“O3 联盟”

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 竞争实力

### 股东方的大力支持

依据中国证券监督管理委员会《关于核准天津市海运股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2014】1,075 号），公司于 2014 年 12 月向海航物流集团有限公司（以下简称“海航物流”）等投资方非公开发行人民币 A 股股票 2,006,688,963 股，每股发行价格为 5.98 元，实现融资约 120 亿元，其中海航物流认购 602,006,689 股。发行完成后海航物流持有本公司 20.76% 的股权，并成为本公司第一大股东。

海航物流系海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）全资子公司，同时也是其物流板块的核心企业，公司成为海航集团物流板块的重要上市平台。海航集团旗下拥有航空服务、金融服务、物流运输、旅游服务、酒店及房地产五大业务板块。

海航物流和海航集团在资金、管理、业务资源等方面给公司提供了大力支持。在资金方面，海航物流斥巨资参与认购公司增发股份，公司目前资金实力雄厚，在后续发展中，海航物流和海航集团可以继续为公司提供资金支持；在管理方面，天海投资纳入海航集团三级管控体系后，在资金管控、人员管理、业务管理等方面均得到进一步完善；在业务资源方面，新的管理层陆续到位，重新梳理了公司的发展战略、经营目标，提出在维持现有航运服务和代理服务业务的同时，积极向物流投资业务转型的目标，并引进物流投资业务人才，整合物流集团的物流投资业务资源。

整体来看，在引进海航物流和海航集团后，天海投资在资金、管理、业务资源上均得到了股东方的大力支持，为将来扩大业务规模、改善经营效果奠定了良好的基础。

### 航运业务具有一定的业务优势

航运业务是公司的传统业务，公司在过去的 20 多年的国内国际船舶运营过程中，不断积累业务关系和行业经验，打造和稳固了老牌航运公司的信誉。公司以北方国际航运中心天津港为母港，立足环渤海经济圈布局中国沿海内贸航线、近洋外贸航线。公司将依托天津自由贸易试验区以及“一带一路”等政策红利，稳抓机遇，探索创新具有国际竞争力的发展模式，实现转型升级。

在客户资源方面，公司通过长期的经营，积累了较为丰富的客户资源，包括国内外的货主、贸易商、港口代理、供应商以及港口关系，形成了一个稳固的关系网络，并以加强合作和建立办事处的方式，拓展了上下游客户网络布局。公司已与韩国斗宇、上海大新华航运发展有限公司等公司建立了良好的合作关系，公司集装箱运输和货物代理业务均采用大客户合作机制，大中型长期客户占比在 50% 以上。良好的客户资源，为公司克服航运周期波动、维持较高的舱位利用率奠定了良好的基础。

### 物流产业链及金融服务业具有较大的发展空间

2014 末公司成功实现 117.74 亿元融资，用于补充流动资金和物流投资业务。同时依托海航物流在物流领域的资源优势，公司引入高端物流投资人才，整合物流领域的各项资源。强大的资金实力和物流行业资源优势为公司开展物流业投资并购奠定了良好的基础，通过投资并购，公司将构建完善的物流产业链体系，和依托于物流产业链的金融服

务业，公司未来业务具有较大的发展空间。

整体来看，公司航运业务具有一定的业务优势，同时在 2014 年通过增发募集大量的资金，成功引入新的股东方海航物流，海航物流的大力支持为公司向物流投资业务转型奠定了良好的基础，同时募集的资金优势亦有利于公司物流产业链和金融服务业投资活动的开展。

### 业务运营

公司主要经营航运服务业务，主要为集装箱运输业务和货物代理服务业务，同时为改变原有业务单一，竞争能力差、受市场因素影响较大的业务模式，公司自 2015 年起进行业务升级，充分利用有效资源，向物流上下游产业以及相关配套金融产业延伸，于 2015 年第四季度增资控股深圳前海航空航运交易中心有限公司(以下简称“前海航交所”)、收购海航供应链管理(深圳)有限公司(以下简称“海航供应链”)100% 股权，打造物流金融基础信用平台及物流运输资源与业务交易平台、逐步搭建物流全供应链金融服务产业体系。

2013~2015 年，公司分别实现营业总收入 3.35 亿元、4.24 亿元和 7.20 亿元，年复合增长 46.60%。从 2015 年情况来看，船舶运输业务、代理服务业务和商品贸易业务是营业收入的主要构成部分，当年分别实现营业收入 3.54 亿元、1.13 亿元和 1.96 亿元，分别占当年营业总收入的 49.17%、15.69% 和 27.22%。

表 3：2013~2015 年公司营业收入构成情况

单位：亿元，%

业务类型	2013 年		2014 年		2015 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
船舶运输	1.67	49.85	3.17	74.76	3.54	49.17
代理服务	1.34	40.00	0.64	15.09	1.13	15.69
商品贸易	-	-	-	-	1.96	27.22
其他	0.34	10.15	0.43	10.14	0.57	7.92
合计	3.35	100	4.24	100	7.20	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 船舶运输

以集装箱运输为主的船舶运输是公司传统业

务，公司以天津、上海、宁波、青岛为基本港，经营至韩国的国际近洋及国内沿海多个口岸的集装箱班轮货物运输航线，2015 年集装箱市场环境

依然处于弱势，供过于求局面延续，公司快速应对市场变化，灵活调整航线布局，不断完善区域内航线网络，航线、货源机构持续优化，全年集装箱运输收入较上年同比增长 11.67%。

2015 年上半年内贸运价大幅下跌，公司前三季度船舶运输收入仅为 1.78 亿元，10 月以来，航运运价大幅提升；同时受益于“一带一路”政策的推进，公司大力推行“铁海联运”，以铁路带动航运业务发展，加之公司由传统的“港到港”运输方式逐渐转变为“门到门”，陆运延伸服务使得公司运输量有所提升。得益于运输量和运价的同时上升，公司 2015 年全年船舶运输收入较前三季度大幅提升。

船舶运力、规模方面，截至 2015 年末，公司经营（包括自有经营和租赁经营）的船舶共有 7 艘，平均船龄 19 年，总运力 8,083TEU。其中，3 艘为自有船舶，4 艘为租赁船舶。

航线方面，公司外贸线以具有航权的中韩航线为主，截至 2015 年末，公司的船队在韩国平泽、仁川、釜山三个港口挂靠，主要经营国际航线 5 条：天津—仁川线、天津—平泽线、青岛—平泽线、宁波—上海—平泽线、日照—连云港—釜山线。2015 年公司外贸航线共完成 351.5 个航次，总运输箱量 45.53 万 TEU，受中韩贸易额增速放缓影响，当年舱位利用率较低，舱位利用率仅有 55.30%。同时公司在中国沿海地区经营多条内贸航线，连接中国沿海和沿江各主要港口，截至 2015 年末，公司共经营内贸航线 2 条：大南北航线和日照—泉州—汕头线，主要停泊天津、上海、宁波、青岛、厦门和广州等港口，2015 年共完成 85 个航次。公司南下航线货物以煤炭和 PVC 为主，得益于良好的客户资源优势，舱位利用率一直处于较高水平，2015 年南下航线运输箱量达 8.26 万 TEU，舱位利用率 110.00%。北上航线货物以石粉和瓷砖为主，由于受到较为激烈的市场竞争，北上航线舱位利用率不高，2015 年公司北上航线运输箱量达 4.39 万 TEU，舱位利用率 58.30%。

表 4：2014~2015 年公司集装箱运输航线经营情况

2014 年航线	航次	运输总量 (万吨)	箱量 (万 TEU)	舱位利用率
外贸	316	47.37	3.38	60.77%
内贸	南下	202.20	6.74	107.00%
	北上	115.80	3.86	61.00%
合计	367	365.37	13.99	-
2015 年航线	航次	运输总量 (万吨)	箱量 (万 TEU)	舱位利用率
外贸	351.5	63.75	45.53	55.30%
内贸	南下	247.83	8.26	110.00%
	北上	131.83	4.39	58.30%
合计	436.5	443.41	17.21	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

船舶安全运营方面，公司不断完善安全管理体系和各种安全管理制度，安全管理体系运行持续有效。同时，公司已顺利获得 DOC 年度签注并取得由中华人民共和国交通运输部颁发的交通运输企业安全生产标准化一级达标证书。

在航运业整体行情下行的情况下，维护现有客户成为公司重要的工作内容。公司树立以客户为中心的理念，不断尝试服务模式创新，优化服务产品设计，积极推进与大客户的深度合作，全力提升综合服务水平。公司客户以合作多年的老客户为主，主要客户有韩国斗宇、上海大新华航运发展有限公司等，2015 年前五大客户实现销售收入 1.27 亿元，占营业收入的 17.66%。

表 5：2015 年公司集装箱运输业务主要客户情况

客户	单位：亿元、%	
	销售金额	占营业收入比
韩国斗宇海运株式会社	0.40	5.59
日照鑫泰物流有限公司	0.29	3.97
日照港集团有限公司客箱码头分公司	0.22	3.12
浦航租赁有限公司	0.20	2.78
上海大新华航运发展有限公司	0.16	2.20
合计	1.27	17.66

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，虽然受航运业整体行情下行的影响，公司集装箱运输业务经营压力有所加大，但得益于较为丰富的航线资源和客户资源，2015 年公司集装箱运输量和收入均有所增长，经营情况较为稳定。

## 代理服务

公司依托集装箱运输业务开展代理服务业务，包括货物代理服务业务和船务代理服务业务，目前货物代理服务主要定位在配合集装箱运输业务，对外业务占比较小；船务代理业务除满足自营需要外，也有部分对外经营。

公司货物代理业务主要由子公司天津市天海货运代理有限公司（以下简称“天海货代”），该公司注册资本 1,500 万元，公司持股比例为 100%，其经营范围包括承办海运进出口货物的承揽、报关、报验、仓储、中转、代运、订舱、配载、签发海运提单及集装箱拆箱拼箱的国际货运代理业务。2015 年，受整体航运市场不景气影响，天海货代实现营业收入 9,573.79 万元，净亏损 166.33 万元。

公司船务代理业务主要由天津市天海国际船务代理有限公司（以下简称“天海船代”）负责经营，该公司注册资本 1000 万元，公司持股比例为 90%，其经营范围包括近洋国际海运和沿海货物运输、信息咨询、船舶修理、国际货运和船舶代理、揽货业务、船舶物料供应等。2015 年，天海船代实现营业收入 5,566.75 万元，净利润 120.7 万。此外，公司还有部分海员服务等业务，亦产生部分收入。

总体来看，公司货物代理业务和船务代理业务主要围绕集装箱运输业务开展，业务规模较小，受航运业整体环境影响，货代业务出现一定亏损，存在一定的经营压力。

## 商品贸易业务

公司商品贸易业务运营主体为海航供应链和 ELBE SHIPPING LIMITED，公司 2015 年实现商品贸易收入 1.96 亿元。

为延伸公司产业链，提高产业协同，公司 2015 年收购了海航供应链 100% 股权，海航供应链成立于 2007 年 10 月，主要经营范围有供应链管理；经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）；企业管理咨询（不含限制项目）；海、陆、空国内及国际货运代理；汽车销售（不含小

轿车）；摩托车及零配件、电子产品、电子元器件、计算机软硬件、纺织品、服装、工艺品、机电产品、塑胶原料及辅料、润滑油、化工产品（不含易燃易爆剧毒品）、燃料油、金属材料、金属矿产品、初级农产品的销售及其他国内贸易（法律、行政法规、国务院决定规定在登记前须批准的项目除外）；变压器油、石脑油、沥青的销售。2015 年海航供应链实现贸易收入 1.958 亿元。

2015 年，公司收购香港注册公司 ELBE SHIPPING LIMITED，主营船舶燃油贸易、船舶备件贸易等业务。截至 2015 年 12 月 31 日，ELBE SHIPPING LIMITED 共完成 25 批次船舶燃油贸易，完成 10 条海运船舶压水备件贸易。

## 投资业务

2014 年 12 月，公司成功实现增发，融资 117.74 亿元。在全球航运业运能严重过剩、运价下行的大环境下，公司拟运用增发资金实现业务转型。一方面，公司将买 10 艘 VLCC 油轮和 4 艘 LNG 船，将航运业务向油轮和天然气运输业务转型<sup>1</sup>；另一方面，公司将使用剩余资金，依托海航物流的资源，积极开展物流领域的投资，整合物流行业各项资源，以航运、物流以及相关金融服务为主导产业，致力于打造国际化的物流及上下游产业链的运营、服务及管理投资平台。

截至 2015 年末，VLCC 油轮和 LNG 船尚未开始建造，预计 2~3 年内将逐步开始运营。未来随着 VLCC 油轮和 LNG 船的投产，公司将进入石油和天然气运输行业，业务领域得到拓宽，业务规模将得到提升。

投资业务方面，公司主要进行物流产业链投资和金融服务业投资，通过投资并购构建完整的物流产业链生态，并丰富金融服务产业，依托于物流产业链开展金融服务业。2015 年，公司物流产业链及金融服务业投资业务处于陆续开展之中，公司持稳健谨慎的态度。根据公司 2015 年 10 月 29 日公告，公司拟以不超过人民币 1.15 元/

<sup>1</sup>受宏观经济形势影响，航运业表现持续低迷，针对市场多变的情况，公司 2014 年非公开发行募投项目之购买 10 艘 VLCC 油轮、购买 4 艘 LNG 船两个项目拟暂缓推进，公司正在进一步研究募集资金运用项目情况

股的价格，以不超过 22 亿元的自有资金认购中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）增发股份不超过 19.13 亿股，预计中合担保增发完成后，公司持股比例不超过 27%，为中合担保的参股股东，但该事项仍具有不确定性。

根据公司 2016 年 4 月 12 日公告，公司为优化公司资产质量，提升公司国际影响力，实现国际化目标而正在实施重组，本次交易对手为 Ingram Micro Inc.（以下简称“IMI”）是一家在美国纽约证券交易所上市的公司，股票代码：IM。交易方式方面，公司为本次并购在美国特拉华州设立一家子公司 GCL Acquisition, Inc.（以下简称“并购主体”），与 IMI 实施美国特拉华州公司法所规定的法定合并。即由并购主体与 IMI 实施合并，合并后 IMI 原发行在外的普通股全部注销，IMI 原有股权激励计划相应终止和取消，并购主体并入 IMI，IMI 作为并购完成后存续的实体从纽约证券交易所退市，成为公司的子公司。原持有 IMI 发行在外的普通股的股东将获得 38.90 美元/股的现金对价。交易价款预计约为 60 亿美元，全部现金支付。本次交易的标的资产为 IMI 100% 的股权。IMI 成立于 1979 年，总部位于美国加利福尼亚州圣塔安纳，是一家全球性的 IT 供应链综合服务商。2015 年，IMI 以 465 亿美元的营业额在《财富》杂志公布的全球 500 强中排名第 230 位，其在全球 45 个国家设立了分支机构，公司业务遍及全球，并为世界范围内近 200,000 家经销商提供解决方案和服务。本次交易目前处于商洽和尽职调查阶段，该交易将极大地提升公司的业务规模和国际化水平，但该事项仍具有不确定性，中诚信证评对该事项后续进展保持关注。

整体来看，公司作为上市公司，拥有良好的融资条件，业务具有一定的竞争实力，同时依托海航物流的资源优势，计划通过投资并购积极向物流产业链、金融服务业转型，打造物流上下游产业链的运营、服务及管理投资平台，和依托于物流产业链的金融服务业，公司具有较大的发展空间。

## 管 理

2014 年 12 月，公司增发后，注册资本增加至 28.99 亿元，公司控股股东变更为海航物流。截至 2015 年末，公司控股股东仍为海航物流，公司实际控制人为海南省慈航公益基金会，公司共有控股子公司 13 家。

公司依据《公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》。依据《公司章程》，股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 7 名董事组成，包括 4 名非独立董事，3 名独立董事；公司设监事会，由 3 名监事组成。公司设总裁一名，由董事会聘任或解聘。公司根据需要设副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。公司总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书及公司董事会决定的其他人员为公司高级管理人员。总裁每届任期三年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，行使主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟定公司内部管理机构设置方案等职权。

内部组织结构设置方面，公司根据自身业务情况设置了投资部、董事会办公室、计划财务部和合规部，其中投资部主要负责物流产业链及金融服务业投资活动的开展，合规部主要负责投资业务的法律合规和风险管控，计划财务部主要负责财务管理工作，董事会办公室负责其他事项工作。同时，公司航运服务、货物代理、船运代理业务均由相应子公司开展。整体来看，公司部门设置及分工情况基本能满足目前业务经营所需。

公司已建立符合自身业务发展的内部控制制度。在会计核算和财务管理方面，公司参照企业会计准则和上市公司的规范要求，制定了较完整的内部控制制度，包括《资金预算审批管理办法（试行）》、《财务报销管理办法（试行）》、《印章管理规定（试行）》等。近年来，公司会计核算和财务管理严格按照相关制度执行。

总体看，公司法人治理结构较为健全，内部组织机构完善，现有内部管理制度已基本建立健

全，能够适应公司管理的要求和发展的需要。

## 发展规划

公司秉持“以航运、物流、贸易以及相关金融服务为主导产业，致力于打造国际化的物流及上下游产业链的运营、服务及管理投资平台，为全体股东创造良好的经营效益”的服务宗旨，把握住物流运输行业与互联网、金融紧密结合的趋势，以“物流运输”及“围绕物流行业打造物流全供应链金融服务产业”为方向指引，依据既定的发展规划，逐步实现发展目标。

公司将不断拓展公司产业链，打造物流金融基础信用平台及物流运输资源与业务交易平台、逐步搭建物流全供应链金融服务产业体系。首先，推进重大资产重组。为响应国家参与经济全球化，依托中国企业“走出去”的战略指导，公司积极寻求全球供应链服务网络布局的投资。2016年2月17日（纽约时间），公司、GCL（公司的控股子公司）与IMI签署了附条件生效的《合并协议与计划》。本次交易将通过GCL和IMI合并的方式实施，合并后GCL停止存续，IMI作为合并后的存续主体成为公司的控股子公司。截至目前，该项目尚未完成公司董事会、股东大会批准以及各项行政审批、备案工作。其次，互联网金控平台建设。深圳供应链公司目前主要为客户提供集资金流、物流、商流、信息流“四流合一”的一体化、产品化、定制化的供应链服务。公司计划以其为龙头，与前海航交所等子公司合作，拓展租赁、大数据增信等创新模块，完善公司互联网金控平台建设。

战略实施方面，公司于2014年12月完成非公开发行股票，募集资金净额117.74亿，其中拟投资84亿元用于购买10艘VLCC油轮及购买4艘LNG船。受宏观经济形势影响，航运业表现持续低迷，世界经济复苏之路崎岖艰辛，中国经济进入深刻结构调整期，大宗商品需求下降趋势难以扭转。随着中国经济进入“新常态”以及供给侧改革的推出，航运业复苏进程远不及预期。针对市场多变的情况，公司2014年非公开发行募投项目之购买10艘VLCC油轮、购买4艘LNG船

两个项目拟暂缓推进，公司正在进一步研究募集资金运用项目情况。

整体来看，公司结合现有的资金优势和股东方的资源优势，制定了较为宏大的发展战略，随着发展战略的逐步推荐，公司仍具有较大的发展潜力。

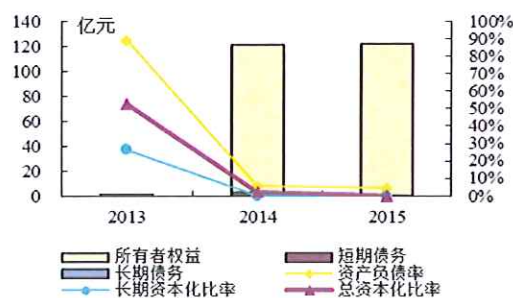
## 财务分析

以下分析基于经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的2013年财务报告，经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的2014~2015年财务报告。在2013年财务报告中，天海投资将“应付融资租赁款”记入“长期应付款”，中诚信证评在进行相关财务指标计算时将其计入长期债务。

### 资本结构

2013~2015年公司总资产分别为3.20亿元、125.72亿元和127.83亿元，三年年均复合增长率为532.04%；同期，公司总负债分别为2.88亿元、6.86亿元和5.56亿元，三年年均复合增长率为38.94%。自有资本方面，2013~2015年所有者权益分别为0.32亿元、118.87亿元和122.27亿元。公司2014年资产和所有者权益规模大幅上升，主要受益于2014年10月成功非公开发行A股20.07亿股，募集资金净额117.74亿元。2015年资产小幅增加主要由于合并范围的扩大，公司于2015年10月收购Elbe Shipping Limited 100%股权；于12月31日收购了海航供应链100%股权和前海航交所50%股权。

图3：2013~2015年公司资本结构分析



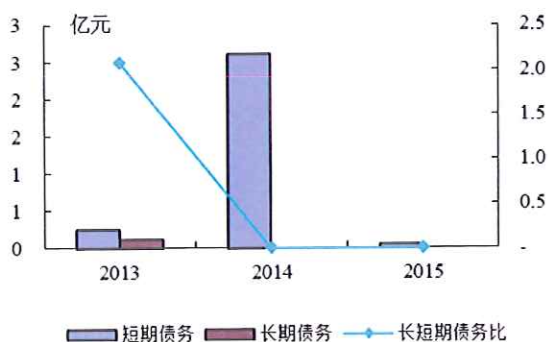
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2015 年货币资金和其他流动资产是构成公司总资产的重要组成部分。公司 2015 年货币资金占总资产的 70.66%，近两年公司货币资金大幅增长，主要系公司 2014 年完成非公开发行股票发行，成功募集资金 120 亿元，使得货币资金大幅增长；此外，2015 年其他流动资产规模大幅上升，主要由于公司向第三方购入 32.80 亿元短期保本理财产品所致。

近年来公司有息债务规模总体保持较低水平，2013~2015 年公司总债务分别为 0.36 亿元、2.61 亿元和 0.04 亿元。为拓宽产业链，进一步开拓其他运输业务市场，2014 年公司有息债务规模增长明显。2015 年公司一年内到期的长期借款已全部归还，当年有息债务规模大幅下降。债务期限结构方面，公司近年来主要通过增加短期债务的方式满足公司的资金需求，但鉴于公司有息债务规模持续保持较低水平，公司短期偿债压力较小。

财务杠杆方面，2013~2015 年公司资产负债率分别为 89.86%、5.45%和 4.35%，总资本化比率分别为 52.46%、2.15%和 0.03%，受益于 2014 年定向增发，公司自有资本实力大幅增强，所有者权益增速高于负债总额增速，财务杠杆比率急剧下降，且处于很低水平。

图 4：2013~2015 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体而言，受益于公司成功非公开发行股票，公司整体资产和所有者权益规模大幅提升，自有资本实力很强，财务杠杆比率也随着自有资本实力的增强而下降。同时中诚信证评也注意到，公司目前债务结构以短期债务为主，考虑到公司未

来的资本支出可能，若本次债券发行成功可较好地满足其债务结构优化的需求。

### 盈利能力

2013~2015 年公司分别实现营业总收入 3.35 亿元、4.24 亿元和 7.20 亿元，复合增长率为 46.60%。2015 年营业总收入较上年末增加 69.81%，主要系公司积极扩大运营规模，增设口岸网点，在做好现有外贸航线的基础上积极开拓内贸航运市场，集装箱运输业务规模有所扩大。公司 2015 年改变了原有的单一业务模式，船舶运输业务收入为 3.54 亿元，占公司主营业务收入的比重减少至 49.17%；代理服务业务从原有的货物代理延展到大型船舶买卖代理，当年代理业务收入为 1.12 亿元，较上年同期增加 77.36%，占公司主营业务收入的比重为 15.8%；海航供应链和 ELBE SHIPPING LIMITED 从事的船舶燃油贸易、船舶备件贸易等商品贸易业务收入为 1.96 亿元，占公司主营业务收入的 27.22%。

表 6：2013~2015 年公司各业务毛利率情况

业务类型	单位：%		
	2013	2014	2015
船舶运输	15.92	3.56	-4.65
商品贸易	-	-	0.17
代理服务	6.19	8.85	58.84
劳务服务	30.48	14.05	11.24
其他	17.19	100	100
综合	12.92	7.28	8.95

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2013~2015 年分别为 12.92%、7.28%和 8.95%，总体呈小幅波动态势。船舶运输业务受全球运力过剩，国内沿海航运市场景气度呈现较大下滑，运价大幅下跌影响，毛利水平持续下滑。其他各业务板块毛利率也呈现一定的年度波动。未来随着公司进一步开拓其他运输业务市场，拓宽产业链，推进公司业务发展和管理模式的提升、转型，公司盈利能力或将有所增强。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用分别为 0.70 亿元 0.76 亿元和 0.06 亿元。其中，管理费用受人工成本及鉴证与咨询费用上升影响呈逐年增长态势；财务费用方面，受益于公司 2015 年获得利息收入 1.03 亿元，当年财务费用大幅下

降。2013~2015 年公司三费收入占比分别为 20.95%、17.90%和 0.86%，受益于营业收入的逐年增长，公司三费收入占比呈现较大幅度的下滑。

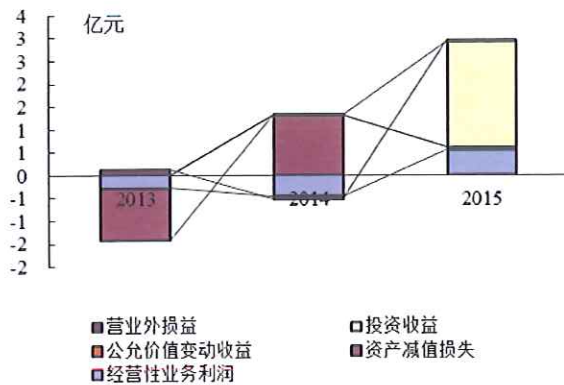
表 7：2013~2015 年公司期间费用情况

	2013	2014	2015
销售费用（亿元）	-	-	-
管理费用（亿元）	0.42	0.57	0.95
财务费用（亿元）	0.29	0.19	-0.98
三费合计（亿元）	0.70	0.76	0.06
营业总收入（亿元）	3.35	4.24	7.20
三费收入占比（%）	20.95	17.90	0.86

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2013~2015 年，公司利润总额分别为-1.30 亿元、0.80 亿元和 2.94。2015 年从利润总额构成来看，投资收益和经营性业务利润系公司利润总额主要组成部分。公司 2015 年获得理财产品投资收益 2.32 亿元；同时，受益于毛利率水平有所回升和较低的期间费用，公司 2015 年获得经营性业务利润 0.56 亿元。

图 6：2013 年~2015 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

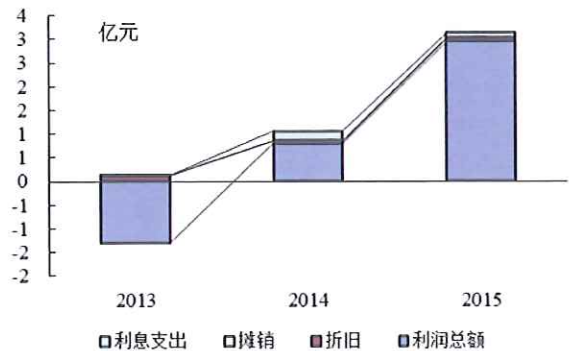
总体来看，近年来受航运运力过剩，国内沿海航运市场景气度下滑等因素影响，公司毛利水平有所波动，公司经营性业务盈利能力不强。但考虑到公司战略规划的调整，由单一的海运业务模式转变以航运、物流以及相关金融服务为主导产业，打造物流及上下游产业链的运营、服务及管理投资平台，公司整体盈利能力有望增强。

### 偿债能力

2013~2015 年公司总债务分别为 0.36 亿元、2.61 亿元和 0.04 亿元，整体规模保持较低水平，公司整体偿债压力较小。

从 EBITDA 构成来看，利润总额为公司 EBITDA 的主要构成，其波动对 EBITDA 亦造成一定影响。2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 -1.17 亿元、1.05 亿元和 3.12。预计未来随着业务规模的进一步扩张，公司 EBITDA 仍将有所增长。

图 7：2013~2015 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2013~2015 年公司总债务/EBITDA 分别为-0.31、2.48 和 0.01；同期 EBITDA 利息保障系数分别为 -82.38、5.57 和 31.74，近三年公司债务规模有所波动且受利润总额波动影响，偿债指标亦随之波动。2013 年公司由于出现亏损，导致偿债指标大幅下滑且为负数，但总体来看，随着公司定向增发的完成，公司经营趋于稳定，EBITDA 对债务本息保障程度逐渐向好。

从现金流来看，2013~2015 年经营活动净现金流分别为 1.48 亿元、1.29 亿元和-0.40 亿元，2013~2014 年公司货款结算稳定且及时，因而现金回笼状况良好；2015 年公司经营活动净现金流较上年度同比减少 131.10%，主要系受代理、贸易业务账期较长，货款未及时收回影响，当年公司购买商品、接受劳务支付的现金的增长速度超过销售回款增长速度所致，经营活动现金流呈净流出状态。2013~2015 年公司经营活动净现金/总债务分别为 4.13 倍、0.49 倍和-10.01 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 103.89 倍、6.83 倍和 -4.08，公司经营活动净现金流对债务本息的保障有所弱化。



表 8: 2013~2015 年公司偿债能力指标

项目	2013	2014	2015
短期债务(亿元)	0.24	2.61	0.04
长期债务(亿元)	0.12	0.00	0.00
总债务(亿元)	0.36	2.61	0.04
经营活动净现金流(亿元)	1.48	1.29	-0.40
EBITDA(亿元)	-1.17	1.05	3.12
总债务/EBITDA(X)	-0.31	2.48	0.01
经营净现金流/总债务(X)	4.13	0.49	-10.01
EBITDA 利息倍数(X)	-82.38	5.57	31.74
经营净现金流/利息支出(X)	103.89	6.83	-4.08

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 2015 年 12 月末, 公司获得银行授信额度 0.04 亿元, 当期末已全部使用, 公司财务弹性较弱。

或有负债方面, 截至 2015 年 12 月末, 公司无对外担保, 不存在承担连带责任的或有负债风险。

总体来看, 受益于非公开股票的成功发行, 公司资产规模大幅增长, 自有资本实力增强, 财务杠杆比率持续较低, 公司整体偿债压力较小。

## 担保实力

海航物流为海航集团全资子公司, 海航集团是以航空运输业为主业, 向上下游产业延伸发展而成集航空运输业、机场管理业、酒店管理业、旅游服务业、房地产业和物流服务等产业为一体的多产业大型企业集团。在航空运输业务方面, 海航集团下属的航空企业包括北京首都航空有限公司、云南祥鹏航空有限公司、西部航空有限责任公司、天津航空有限责任公司。

海航物流作为海航集团物流服务板块的核心企业, 自成立以来得到了股东方的多次增资。同时, 海航物流依托海航集团的业务资源优势, 大力整合物流相关产业, 自 2013 年起已发起多次收购事项, 并购领域涉及供应链金融、集装箱海运、冷链物流、工程物流、物流管理、物流投资、电子商务、仓储等多个业务领域。

得益于海航集团的战略支持, 海航物流自成立以来资本实力和业务规模均保持快速增长态势, 截至 2015 年末, 海航物流旗下控股子公司

共 31 家, 业务覆盖供应链金融、现代海运、冷链物流三大板块。

截至 2015 年末, 海航物流总资产 337.54 亿元, 所有者权益 253.13 亿元, 资产负债率为 25.01%。2015 年海航物流实现营业总收入 85.08 亿元, 净利润 3.17 亿元, 经营活动净现金流-50.24 亿元。

## 业务运营

海航物流成立时间较短, 目前主要从事供应链金融、航运业务和冷链物流业务。2015 年, 海航物流实现营业总收入 85.08 亿元, 较 2014 年增长 101.47%。

## 供应链金融

海航物流供应链金融业务主要依托上海尚融供应链管理有限公司(以下简称“尚融供应链”)开展, 同时广州钢铁交易中心有限公司(以下简称“广钢中心”)、纳金(广州)钢材加工有限公司(以下简称“纳金钢材”)、海航供应链管理(深圳)有限公司(以下简称“深圳供应链”)和上海世贸通企业发展有限公司(以下简称“世贸通”)均有开展供应链金融业务。从 2015 年 1~9 月的情况来看, 广钢中心是海航物流供应链金融板块收入和利润的主要来源。

表 10: 2014 年及 2015 年 1~9 月供应链金融收入构成情况  
单位: 亿元、%

下属企业	2014		2015.1~9	
	金额	占比	金额	占比
尚融供应链本部	0.32	1.03	6.63	21.97
广钢中心	29.91	95.68	21.19	70.21
纳金钢材	0.22	0.70	0.36	1.19
深圳供应链	0.81	2.59	1.62	5.37
世贸通	-	-	0.38	1.26
合计	31.26	100.00	30.18	100.00

资料来源: 海航物流提供, 中诚信证评整理

## 尚融供应链本部

尚融供应链成立于 2014 年, 注册在上海自由贸易区, 主要为客户提供贸易执行、物流规划与实施、供应链金融结算与融资、进出口代理等一站式供应链管理服务。其中, 贸易执行主要是为客户提供全球化的贸易采购与分销服务, 包括方

案设计、商务谈判、质量控制、订单执行等环节；供应链金融服务则包括订单融资、货款融资、质押监管融资、出口信用保险、风险评估、垫代税款、退税融资、汇率风险管理等；进出口代理是为客户提供单据制作、报关申报、检验检疫、物流订舱、货物保险、退税办理等服务。海航物流将尚融供应链定位为海航物流供应链金融板块的投资管理平台，并已将广钢中心划拨为其子公司。但由于尚融供应链自身成立时间较短，目前其本部业务仍处于持续开拓过程中，本部业务规模较小。

## 广钢中心

广钢中心成立于 2007 年，主要依托硬件设施及“你的钢网”网络平台，提供代理订货、交易撮合、仓储、物流运输等服务。海航物流于 2013 年通过并购获得其 55% 的股权，并于 2015 年划拨为尚融供应链的子公司。

良好的区位优势为广钢中心展业提供了较大的便利。广钢中心位于国家级开发区——广州开发区科学城，该区是我国外资企业最集中的区域之一，世界 500 强跨国企业中有 100 多家在区内落户。其周围环布着广州珠江钢铁有限责任公司、马钢（广州）钢材加工有限公司、联众（广州）不锈钢有限公司、武钢钢材加工有限公司、宝钢南方公司和攀钢钢材加工有限公司等大型钢铁生产、加工、贸易企业 300 多家，钢铁年生产、贸易量达到 2,000 万吨。广钢中心南临广深高速、广园快速干线、广深公路，广九铁路，距离广州中心贸易区天河 15 公里，东莞 15 公里，深圳 80 公里，15 分钟车程可达黄埔新港和黄埔旧港。作为一座现代化的钢铁物流中心，广钢中心占据良好的区位优势。

目前广钢中心收入和利润来主要自于代理订货业务。代理订货业务模式方面，由客户选定大型钢厂、代理商或贸易商后，客户先与广钢中心签署代理采购协议，并交纳 10%~20% 的保证金，由广钢中心向上游指定钢铁企业采购钢材，并保管在广钢中心控制或与广钢中心签订仓储物流协议的联盟仓，由具有监管资质的物流监管单位进

行监管。待客户补齐余款后，广钢中心通知仓库放货给下游客户。广钢中心根据下游客户采购的品种、采购金额的大小及赎单期的长短向下游客户销售收取服务费。

表 11：2013 年~2015 年 1~9 月广钢中心经营情况

项目	单位：万吨、亿元		
	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
交易量	86.39	117.28	82.66
交易金额	20.24	29.74	21.29

资料来源：海航物流提供，中诚信证评整理

除线下业务外，广钢中心还积极拓展线上业务。广钢中心旗下网络平台“你的钢网”<sup>2</sup>于 2010 年上线。截至 2015 年 9 月末，交易会员超过 2,000 万家，注册会员超过 7 万家，2013 年和 2014 年钢铁交易量分别达到 120 万吨和 180 万吨（含撮合交易量），同时网站日访问量已居于我国钢铁类网站综合排名前列。

## 纳金钢材

纳金钢材成立于 2005 年，2013 年海航物流通过并购获得其 55% 股权，并于 2015 年划拨为尚融供应链的子公司。纳金钢材主要从事仓储、物流、加工修理等业务，是广钢中心的配套物流仓储加工基地。纳金钢材建有室内仓库和室外仓库，仓库的最高总储存量可达到 40 万吨。室内仓库占地约 3 万平方米，拥有 16~32 吨的行吊共 9 台；室外仓库占地约 1 万平方米，拥有两台龙门吊和两个 150 吨的电子地磅。纳金钢材与国内外知名企业，包括广汽本田汽车有限公司、日本 JFE 公司、中国五矿集团公司、首钢总公司等，都建立起长期的合作关系。

整体来看，海航物流以尚融供应链为供应链金融业务板块整合平台，并依托广钢中心以互联网“你的钢网”为交易平台，整合虚拟信息流和资金流，与线下仓储、物流等实体联动，为企业提供供应链服务和交易平台。海航物流一站式供应链服务模式能有效发挥各业务间的协同效应，未来供应链金融业务有望在业务联动中快速发展。

## 航运业务

海航物流航运业务主要经营主体为天海投

<sup>2</sup> 已于 2014 年 12 月更名为“纳金商城”

资，天海投资以天津、上海、宁波、青岛为基本港，经营至韩国的国际近洋及国内沿海多个口岸的集装箱班轮货物运输航线，2014年集装箱市场环境依然处于弱势，供过于求局面延续，天海投资快速应对市场变化，灵活调整航线布局，不断完善区域内航线网络，航线、货源机构持续优化，全年集装箱运输收入同比增长89.82%。

2014年12月，天海投资通过增发融得约120亿元资金，该笔资金将主要用于购置VLCC油轮、LNG船和补充流动资金。得益于资金优势，天海投资未来将向油轮运输业务和天然气运输业务转型。此外，天海投资还将积极开展物流领域的相关投资并购活动，打造为物流投资平台企业。

作为上市公司，天海投资具有良好的融资平台和品牌优势，在海航物流的大力支持下，天海投资积极向石油、天然气运输和物流投资业务转型，未来将打造为物流投资平台企业，具有较大的发展潜力。

### 冷链物流

海航物流冷链物流业务板块主要由子公司海航冷链控股股份有限公司（以下简称“海航冷链”）经营，海航冷链于2015年1月登陆全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”），系国内首家冷链物流上市公司，但由于各项业务多在整合拓展之中，目前业务规模较小。2014年末，海航冷链总资产为0.56亿元，当年实现营业收入1.25亿元。

表 12：2014 及 2015 年 1~9 月海航冷链基本概况

	单位：亿元	
	2014 年	2015 年 1~9 月
期末总资产	0.56	17.77
期末净资产	0.25	17.28
当期总收入	1.25	1.24
净利润	0.00	0.02
营业毛利率	8.35	7.59

资料来源：海航物流提供，中诚信证评整理

物流服务业务按运输路程可分为干线运输、区域配送、市内配送，海航冷链目前以经营区域配送为主，同时积极拓展市内配送。截至2015年9月末，海航冷链自有冷藏运输车辆80辆，整合

社会冷藏车辆约5,000辆，整体冷藏运力可达5,000余辆。运营模式上，海航冷链与社会车辆签订运输服务协议，社会车辆在合同约定的时间按照海航冷链的调度，进行冷链物流运输，同时海航冷链对车辆进行考核并按照客户要求严格控制冷链物流的运输过程，保证产品质量。

海航冷链的客户以冷冻食品企业、大型连锁快餐企业、生鲜食品企业为主，经过多年发展，海航物流与雀巢（中国）食品有限公司、麦当劳（中国）食品有限公司、和路雪（中国）食品有限公司、通用磨坊（中国）食品有限公司、PPG涂料（天津）有限公司、北京宜家家居有限公司等大型企业建立了良好的战略合作关系。冷链物流具有较强的专业性，受此影响，海航冷链客户集中度较高，2014年前五大客户占比达52.12%。具体业务的获取方面，海航冷链主要通过招投标方式获得订单，并根据订单调度冷链运输。定价方面，海航冷链与客户签订相关合同，根据市场标准和所处业务范围达成一个标准定价，然后根据成品油价的实际情况进行调整，并约定事故双方责任和赔偿办法。

2015年5月，海航冷链成功实现新三板上市，募集资金17.06亿元，本次募集资金拟用于完善冷链物流业务上下游业务布局、加大市场推广及补充流动资金。未来随着募集资金的到位和投入使用，海航物流冷链物流业务规模有望扩大，客户集中度问题有望改善。

整体来看，海航物流虽然成立时间不长，但依托于海航集团的大力支持，在物流服务领域进行了大量并购，通过并购打造了供应链金融、航运业和冷链物流三大业务板块，业务规模快速扩张，整体经营情况良好。

### 财务分析

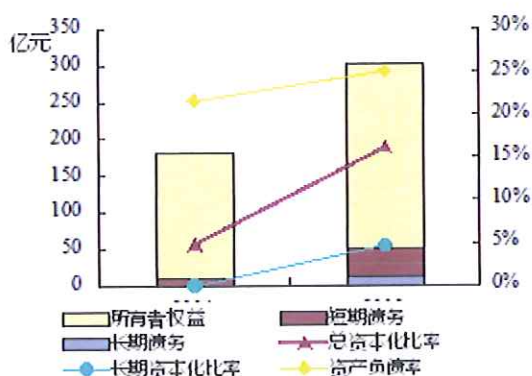
以下财务分析基于海航物流提供的经中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2014年和2015年审计报告。

### 资本结构

得益于天海投资的定向增发，海航物流净资

产呈现快速增长态势，2015年末，海航物流所有者权益为253.13亿元，较2014年末增长47%；同期负债总额亦随之扩大，达84.41亿元，较2014年末增长77%，海航物流总资产保持快速增长，2015年其总资产达337.54亿元，同比增长53%。

图8：2014~2015年海航物流资本结构分析



资料来源：海航物流财务报告，中诚信证评整理

从海航物流资产负债构成情况来看，货币资金、其他应收款和商誉系资产主要构成部分，占2015年末总资产的70.38%。其中，2015年末货币资金为101.24亿元，主要系当年增发收到的资金；其他应收款122.85亿元，主要系关联方往来款；商誉13.48亿元，主要系海航物流进行并购所产生的资本溢价。

海航物流负债主要由短期借款和其他应付款构成，其他应付款主要系海航物流与关联方往来款。2015年末短期借款和其他应付款分别为21.47亿元和20.53亿元，合计占当年末负债总额的49.76%。

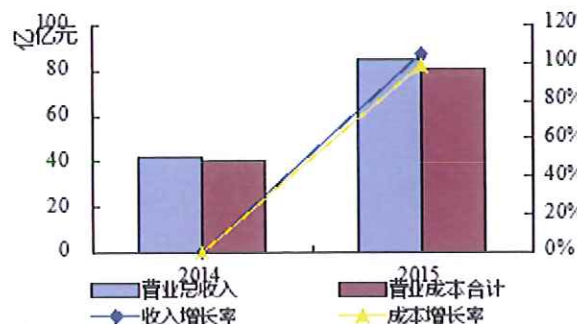
财务杠杆比率方面得益于股东持续增资，海航物流所有者权益大幅度上升，资产负债率逐年下降，2015年为25.01%，较上年上升3.34个百分点，但较2013年仍有较大比例下降；同期总资本化率为16.18%，较上年同期上升11.33个百分点。

### 盈利能力

得益于外延式扩张发展，海航物流营业收入实现快速增长，2015年，海航物流实现营业收入85.08亿元，较2014年同期增长104%，营业毛利率为5.20%，较2014年同期增长128%，益于具

有较强的初始获利能力的冷链物流业务收入大幅增长，公司营业毛利率也随之增长。

图9：2014~2015年海航物流收入、成本及变化情况



资料来源：海航物流财务报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，随着业务规模的扩大，管理费用和销售费用都随之增加，2015年海航物流期间费用合计4.25亿元，占当期营业总收入的5%，期间费用虽小幅上升但仍控制在较好水平。

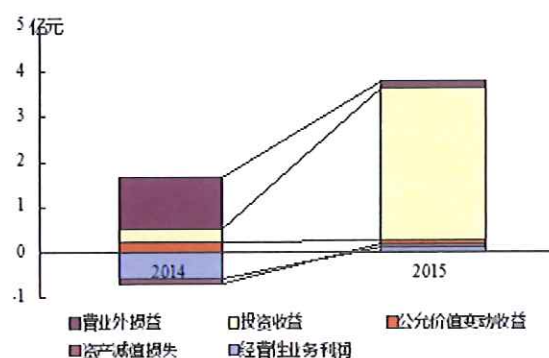
表13：2014~2015年海航物流期间费用情况

	2014	2015
销售费用 (亿元)	0.21	0.57
管理费用 (亿元)	1.19	3.76
财务费用 (亿元)	0.12	-0.08
三费合计 (亿元)	1.53	4.25
营业总收入 (亿元)	41.61	85.08
三费收入占比 (%)	3.67	5.00

资料来源：海航物流财务报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015年海航物流实现利润总额3.78亿元，较上年增加2.81亿元，增长290%。利润总额主要是由投资收益构成，其中经营性业务利润0.11亿元，实现经营性业务盈利，投资收益3.35亿元，占利润总额的88.62%，投资收益增长较快。

图10：2014~2015海航物流利润总额构成



资料来源：海航物流财务报告，中诚信证评整理

### 偿债能力

现金流方面，受关联方资金占用增加影响，海航物流经营活动净现金流处于净流出状态，2015 年，海航物流经营活动净现金流为-50.24 亿元。从偿债指标来看，海航物流总债务为 48.87 亿元，其中短期债务 36.36 亿元，长期债务 12.51 亿元，仍以短期债务为主。同期 EBITDA 为 7.09 亿元，总债务/EBITDA 为 6.89 倍，受益于 EBITDA 的大幅上升，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所提高。

表 14：2014~2015 年海航物流偿债能力指标

指标	2014	2015
总债务(亿元)	8.80	48.87
EBITDA (亿元)	1.25	7.09
资产负债率 (%)	21.67	25.01
长期资本化比率 (%)	0.00	4.71
总资本化比率 (%)	4.85	16.18
EBITDA 利息倍数 (X)	10.10	-
总债务/EBITDA (X)	7.05	6.89
经营净现金流/总债务 (X)	-2.76	-1.03
经营净现金流利息倍数 (X)	-196.32	-

资料来源：海航物流财务报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 12 月末，海航物流对外担保余额共计 18.67 亿元，主要系对海航集团有限公司、海航机场集团有限公司等公司提供的借款保证担保，被担保公司生产经营情况正常，预计对外担保不会对海航物流产生重大影响。

银行授信方面，截至 2015 年 12 月末，海航物流银行授信总额为 21.70 亿元，目前尚未使用授信余额为 0.34 亿元，海航物流财务弹性较弱。

总体来看，受益于股东持续大规模增资，海航物流负债水平目前已处于较低水平，虽然总债务有所上升，但整体规模较小，且海航物流流动

资金充足，偿债风险可控。

### 结论

综上，中诚信证评评定天海投资的主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；评定“天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 **AA**。

## 关于天津天海投资发展股份有限公司 2016年公司债券的跟踪评级安排

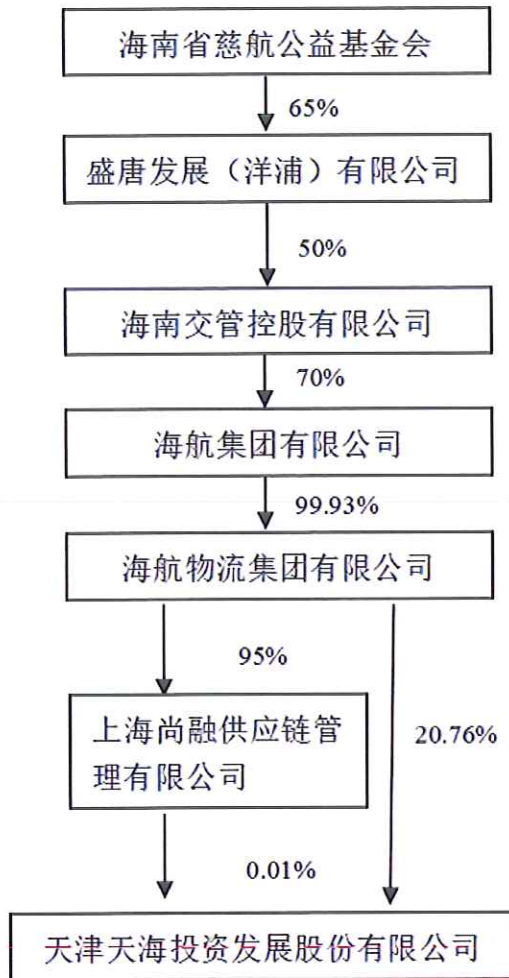
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

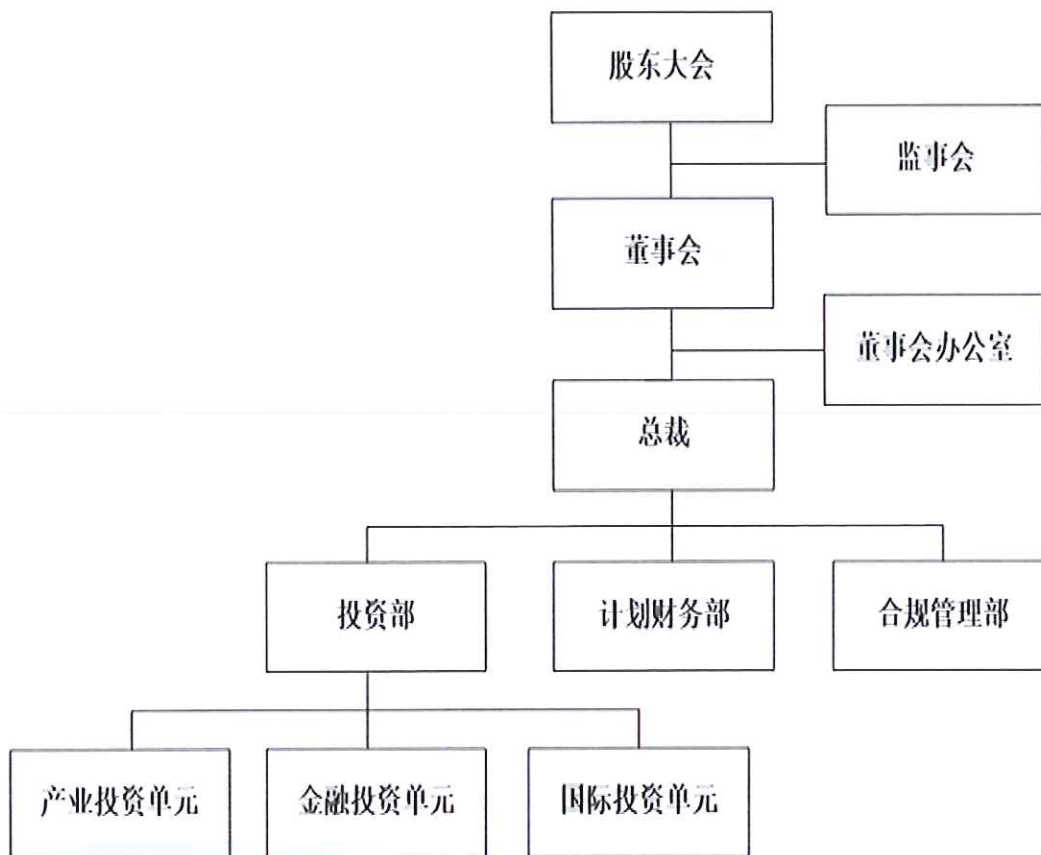
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：天津天海投资发展股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31）



附二：天津天海投资发展股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）





**附三：天津天海投资发展股份有限公司主要财务数据及指标（合并报表口径）**

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	2,582.54	1,232,553.03	903,229.21
应收账款净额	7,563.39	6,840.28	25,840.45
存货净额	560.01	714.10	438.80
流动资产	16,942.82	1,243,726.45	1,264,850.42
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	15,088.89	13,490.03	13,168.33
总资产	32,036.26	1,257,219.40	1,278,297.71
短期债务	2,420.00	26,098.00	400.00
长期债务	1,163.32	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	3,583.32	26,098.00	400.00
总负债	28,789.01	68,553.51	55,638.66
所有者权益（含少数股东权益）	3,247.25	1,188,665.89	1,222,659.05
营业总收入	33,537.89	42,362.30	72,018.77
三费前利润	4,211.00	3,002.10	6,226.09
投资收益	0.00	162.73	23,180.17
净利润	-13,018.56	7,892.68	24,773.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-11,726.68	10,502.55	31,158.35
经营活动产生现金净流量	14,787.70	12,874.36	-4,003.62
投资活动产生现金净流量	-1,655.40	-62.98	-345,980.43
筹资活动产生现金净流量	-14,241.98	1,207,159.12	-29,267.84
现金及现金等价物净增加额	-1,109.69	1,219,970.49	-379,251.88
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	12.92	7.28	8.95
所有者权益收益率（%）	-400.91	0.66	2.03
EBITDA/营业总收入（%）	-34.97	24.79	43.26
速动比率（X）	0.59	18.22	22.99
经营活动净现金/总债务（X）	4.13	0.49	-10.01
经营活动净现金/短期债务（X）	6.11	0.49	-10.01
经营活动净现金/利息支出（X）	103.89	6.83	-4.08
EBITDA 利息倍数（X）	-82.38	5.57	31.74
总债务/EBITDA（X）	-0.31	2.48	0.01
资产负债率	89.86	5.45	4.35
总资本化比率（%）	52.46	2.15	0.03
长期资本化比率（%）	26.38	0.00	0.00

注：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。

**附四：海航物流集团有限公司主要财务数据及指标（合并报表口径）**

财务数据(单位：万元)	2014	2015
货币资金	1,271,111.20	1,012,363.56
应收账款净额	108,169.05	194,321.53
存货净额	2,301.23	5,846.91
流动资产	2,005,061.14	3,009,096.00
长期投资	8,682.98	96,131.75
固定资产合计	50,765.44	126,511.28
总资产	2,202,540.66	3,375,397.41
短期债务	88,009.02	363,572.34
长期债务	0.00	125,146.32
总债务（短期债务+长期债务）	88,009.02	488,718.67
总负债	477,389.48	844,147.02
所有者权益（含少数股东权益）	1,725,151.18	2,531,250.40
营业总收入	416,078.17	850,842.30
三费前利润	9,292.43	43,649.93
投资收益	2,625.05	33,499.95
净利润	9,145.64	31,662.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	12,483.37	70,949.74
经营活动产生现金净流量	-242,746.26	-502,402.33
投资活动产生现金净流量	-5,348.92	-562,175.83
筹资活动产生现金净流量	1,500,903.60	768,912.07
现金及现金等价物净增加额	1,252,807.88	-295,666.09
财务指标	2014	2015
营业毛利率（%）	2.28	5.20
所有者权益收益率（%）	0.53	1.25
EBITDA/营业总收入（%）	3.00	8.34
速动比率（X）	4.36	4.20
经营活动净现金/总债务（X）	-2.76	-1.03
经营活动净现金/短期债务（X）	-2.76	-1.38
经营活动净现金/利息支出（X）	-196.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.10	-
总债务/EBITDA（X）	7.05	6.89
资产负债率	21.67	25.01
总资本化比率（%）	4.85	16.18
长期资本化比率（%）	0.00	4.71

注：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

**附五：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

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

营业毛利率=（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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

**附：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。

# 说明

截止本说明出具日，中诚信证券评估有限公司出具的信评委函字[2016]G011-2号《天津天海投资发展股份有限公司2016年公司债券信用评级报告》之评级人员许云女士已从中诚信证券评估有限公司离职，故天津天海投资发展股份有限公司本次公司债券申请文件中的评级机构声明中许云女士未签字，特此说明。



**SAC** 证券从业人员资格考试  
成绩合格证



胡辉丽，证件号码:422432197512090041，于2009年09月26日 参加证券市场基础知识考试，成绩合格。

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009093101744301



**SAC** 证券从业人员资格考试  
成绩合格证



胡辉丽，证件号码:422432197512090041，于2009年05月24日 参加证券投资分析考试，成绩合格。

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009053104476204



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



余岑，证件号码:330682198910280030，于2015年03月28日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息



201504311428550031

2015年03月

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



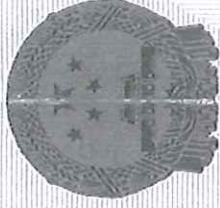
余岑，证件号码:330682198910280030，于2015年09月19日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息



201509312901879031

2015年09月



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

中诚信证  
公司名称：中诚信证  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：李



注册地址：上海市青浦区新业路599号1幢968室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日



天海



# 营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201604010163

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	青浦区新业路599号1幢968室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2017年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年04月01日

