



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪345号

## 海航科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“天津天海投资发展股份有限公司2016年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十五日

## 天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券跟踪评级报告（2018）

债券代码	136476		
债券简称	16 天海债		
债券名称	天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券		
发行主体	海航科技股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
回售时间	2018/06/08		
回售规模	人民币 6.5 亿元		
债券余额	人民币 3.5 亿元		
存续期限	2016/06/08-2019/06/08		
上次评级时间	2017/07/13		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

海航科技	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益 (亿元)	122.27	170.66	178.86	177.76
总资产 (亿元)	127.83	1,179.66	1,228.57	1,124.31
总债务 (亿元)	0.04	406.31	447.17	408.11
营业收入 (亿元)	7.20	375.61	3,154.60	748.70
营业毛利率 (%)	8.95	6.80	6.42	6.44
EBITDA (亿元)	3.12	10.40	44.94	-
所有者权益收益率 (%)	2.03	2.40	6.83	-1.71*
资产负债率 (%)	4.35	85.53	85.44	84.19
总债务/EBITDA (X)	0.01	39.07	9.95	-
EBITDA 利息倍数 (X)	31.74	4.58	2.07	-
海航科技集团	2015	2016	2017	
所有者权益 (亿元)	266.21	911.55	899.24	
总资产 (亿元)	377.40	2,289.08	2,381.90	
总债务 (亿元)	51.57	605.49	642.80	
营业收入 (亿元)	94.59	612.91	3,477.70	
营业毛利率 (%)	8.36	6.74	6.61	
EBITDA (亿元)	18.00	23.61	76.69	
所有者权益收益率 (%)	4.27	0.92	2.06	
资产负债率 (%)	29.46	60.18	62.25	
总债务/EBITDA (X)	2.87	25.64	8.38	
EBITDA 利息倍数 (X)	16.50	2.97	2.18	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。  
2、带“\*”的指标已经过年化处理。

### 基本观点

原天津天海投资发展股份有限公司于 2018 年 4 月 21 日发布公告，更名为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”或“公司”）；同时变更经营范围。海航科技并购 Ingram Micro Inc（以下简称“英迈国际”）后，开展全球 IT 供应链业务，业务规模显著扩张，国际化影响力持续提升；同时公司逐渐剥离传统业务，向信息技术和高新科技领域转型。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了海航科技股东的大力支持、IT 产品分销业务全球行业地位突出、收入及利润规模大幅增长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 GCL 事件及其后续还款情况、公司业务转型效果仍需观察、财务杠杆比率偏高，短期偿债压力大以及外汇套期保值等因素对公司及本次债券信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持海航科技股份有限公司主体信用级别为 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定，维持“天津天海投资发展股份有限公司 2016 年公司债券”信用级别为 AA<sup>+</sup>。该级别同时也考虑了海航科技集团有限公司（以下简称“海航科技集团”）提供的全额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。

### 正面

- 股东继续给予强有力的支持。公司凭借海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）和海航科技集团在资金、管理、资源等多方面的支持，在成功收购英迈国际后，继续推进对当当网的收购，为公司业务转型奠定基础。
- IT 产品分销业务在全球地位突出。子公司英迈国际作为全球 IT 产品分销及技术解决方案的龙头企业，在北美、欧洲、亚太、非洲及拉美的 45 个国家拥有分支机构、154 个分销中心和 28 个服务中心，业务遍及 160 多个国家，市场地位突出。
- 公司收入及利润规模大幅增长。2017 年得益于

英迈国际全年并表，公司实现营业收入 3,154.60 亿元，同比增长 739.86%；实现经营性业务利润为 22.66 亿元，同比增长 422.39%，收入及利润规模均大幅提升。

## 关 注

- GCL 事件及其后续还款情况对公司的影响。公司子公司 GCL 借款 42.7 亿美元，因未按借款协议于 2017 年 12 月偿还第一期借款本金，导致债权人有权要求 GCL 随时偿还全部借款本金。2018 年 3 月，GCL 收到债权人的还款通知，与原借款协议中的约定未发生改变。但截至目前，GCL 尚未获得债权人的书面豁免。该事件可能对海航科技持续经营能力产生影响，中诚信证评将持续关注 GCL 的后续还款情况及该事件对公司所产生的影响。
- 公司业务转型效果仍需关注。公司以收购英迈国际为契机，并依托股东的优势，积极谋求向信息技术和高新科技领域的业务转型。但由于公司转型时间较短，实际转型效果和人员匹配性仍需时间检验，中诚信证评将对此保持密切关注。
- 财务杠杆比率偏高，短期偿债压力大。因公司并购英迈国际，2017 年末公司资产负债率为 85.44%，总资本化比率为 71.43%；此外，受 GCL 事件影响，2017 年末公司短期债务为 316.05 亿元，同比上升 345.34%，短期偿债压力大幅增加。
- 外汇套期保值对公司利润的影响。由于英迈国际境外业务为非美元结算，为避免汇率变动带来的汇率风险，英迈国际购买远期外汇合同锁定汇率；但由于 2017 年美元相对全球其他主要货币贬值，导致大部分远期外汇合约亏损，当年公允价值变动收益-10.79 亿元，对公司利润形成一定的侵蚀。

## 分 析 师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

黄 永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 15 日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项

1、为进一步优化公司资产结构、整合资源聚焦科技产业，降低运营成本，提升持续经营能力，公司在 2017 年内进一步剥离了部分非核心业务。2017 年 9 月 9 日，公司将持有的天津市天海海员服务有限公司、天津市天海货运代理有限公司、天津市天海国际船务代理有限公司全部股权转让给上海海航海运有限公司，交易金额合计 416.03 万元。2017 年 12 月 30 日，公司将所持有的深圳前海航空航运交易有限公司 19% 股权、天海金服（深圳）有限公司 100% 股权（含天海金服及其全资子公司深圳鑫航资产管理有限公司所合计持有的前海航交所 31% 的股权），分别转让给关联方海航创新金融有限公司、海航创金控股（深圳）有限公司，合计交易金额 1.073 亿元。

2、2018 年 1 月 15 日，公司控股股东海航科技集团有限公司<sup>1</sup>告知公司，其决定启动涉及公司的重大资产重组事项。经申请，公司股票自 2018 年 1 月 16 日开市起停牌。2018 年 3 月 10 日，公司披露了本次重大资产重组的基本情况，标的资产为北京当当科文电子商务有限公司（以下简称“当当科文”）及北京当当网信息技术有限公司（以下简称“当当网”）相关股权。2018 年 4 月 12 日，公司发布《天海投资发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案摘要》的公告。

2018 年 4 月 24 日，公司收到上海证券交易所《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露问询函》。随后，针对问询函中提及的事项，公司与相关各方及中介机构对相关问题进行了认真讨论、研究及核查，于 2018 年 6 月 2 日对上述问询函进行了回复并发布《海航科技发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案摘要（修订稿）》。

2018 年 6 月 1 日，公司收到上海证券交易所《关于对海航科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露

的二次问询函》，要求公司在 2018 年 6 月 6 日之前，针对涉及问题书面回复，并对重大资产重组预案作相应修改。

公司目前最新的交易预案如下：

（1）公司向特定对象非公开发行股份及支付现金购买资产。公司拟通过发行股份及支付现金方式购买当当科文 100% 股权及当当网 100% 股权。经公司与交易对方协商，标的资产的整体交易价格暂定为 750,000 万元，公司拟以发行股份的方式支付 406,000 万元，以现金方式支付 344,000 万元。标的资产的最终交易价格以评估机构正式出具的评估报告载明的评估值为基础，由公司和交易对方协商确定并另行签订补充协议。

（2）公司发行股份募集配套资金

公司拟向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金，即拟以询价方式向包括天津保税区投资控股集团有限公司在内的不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行股票募集不超过 406,000 万元的配套资金。募集资金非公开发行股票数量拟不超过本次交易前上市公司总股本的 20%，且募集配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产对应的交易价格的 100%。募集配套资金拟用于支付本次交易现金对价、标的公司全国第二总部建设项目、标的公司天津新建库房和附属项目及支付本次交易中介机构费用、交易税费。

3、根据《天津天海投资发展股份有限公司公开发行 2016 年公司债券募集说明书》中设定的投资者回售选择权的约定，公司于 2018 年 4 月 24 日披露了《海航科技股份有限公司关于“16 天海债”公司债券票面利率上调的公告》（票面利率由 6.5% 上调至 7.5%）和《海航科技股份有限公司关于“16 天海债”投资者回售实施办法的公告》，并分别于 2018 年 4 月 25 日、2018 年 4 月 26 日、2018 年 4 月 27 日披露了回售提示性公告，投资者有权决定在回售登记期（2018 年 4 月 26 日、2018 年 4 月 27 日、2018 年 5 月 2 日）内选择将持有的“16 天海债”全部或部分债券进行回售申报登记，回售价格为人民币 100 元/张（不含利息）。

2018 年 6 月 7 日，公司发布《海航科技关于“16

<sup>1</sup> 原海航物流集团有限公司于 2017 年 7 月 7 日更名为海航科技集团有限公司，同时营业范围变更为计算机、信息及电子科技相关业务等。

天海债”公司债券回售实施结果的公告》，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司提供的债券回售申报数据，“16天海债”的回售有效申报数量为 650,000 手，回售金额为人民币 650,000,000.00 元（不含利息），回售资金发放日为 2018 年 6 月 8 日，回售后数量为 350,000 手。

4、公司子公司 GCL Investment Management Inc.（以下简称“GCL”）向银团借入的长期银行质押借款 40 亿美元（“银团借款”）和某银行借入的长期银行保证借款 2.7 亿美元（“保证借款”），折合共计人民币 278.4 亿元。

2017 年 12 月，GCL 未按银团借款协议的约定于 2017 年 12 月 5 日偿还第一期借款本金计 4 亿美元，该笔借款于 2018 年 3 月 2 日方予以支付（“GCL 事件”）。该迟付事件构成 GCL 未能履行银团借款协议中的相关约定事项，也因此引致 GCL 不满足上述保证借款协议中的相关约定，导致截至 2017 年 12 月 31 日银团与某银行分别有权利要求 GCL 随时偿还全部借款本金合共 42.7 亿美元。公司 2017 年度财务报表中已相应将该两笔借款本金余额转至一年内到期的非流动负债科目。GCL 于 2018 年 3 月 2 日偿还了上述 4 亿美元贷款，并自愿提前归还了 5,000 万美元借款本金。2018 年 3 月 30 日，GCL 收到银团的还款通知，列明 GCL 自 2018 年 12 月 3 日至 2023 年 12 月 4 日还款金额和还款时间表（2018 年应还 3.5 亿美元，2019 年应还 4 亿美元，2020 年应还 6 亿美元，2021 年应还 6 亿美元，2022 年应还 8 亿美元，2023 年应还 8 亿美元）与原银团借款协议中的约定未发生改变。但截至目前，GCL 尚未获得银团及某银行的书面豁免，以确认不会就迟付事件或其他事项在将来行使其要求公司随时偿还借款本金的权利。

公司已经获取了海航集团有限公司于 2018 年 4 月 26 日出具的财务支持函。海航集团有限公司表示将继续为海航科技提供担保支持并根据海航科技的需要提供资金支持，以使海航科技在公司 2017 年度财务报表出具日十二个月内能够持续经营。

上述事项可能对海航科技持续经营能力产生影响，中诚信证评将对此事项予以密切关注。

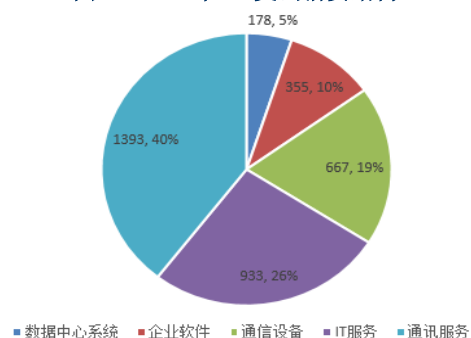
## 行业分析

### 2017 年全球 IT 支出回暖，IT 消费结构不断变化，新兴领域逐渐兴起

近年来，IT 行业的快速发展及全球 IT 支出的持续增长为 IT 供应链服务行业的发展奠定了良好的基础，2017 年整体回暖。根据 Gartner 统计数据 displays，2017 年全球 IT 支出为 3.53 万亿美元，同比增长 3.8%，较 2016 年提高了 4.4 个百分点。而 2018 年及 2019 年全球 IT 支出预计将达到 3.68 亿元和 3.78 亿元。从区域结构来看，欧洲地区增速放缓，逐步趋于饱和状态，而以新兴经济体、广大发展中国家为主的拉美、中东与非洲地区将维持相对较高的增速。

消费结构方面，通讯服务、IT 服务及电信设备为 IT 三大消费板块，合计约占总支出份额的 85%。2017 年通讯服务支出为 1.39 万亿美元，占 IT 总支出的 40% 左右，为 IT 支出占比最大的消费板块，但 2017 年增长率仅为 1.3%；IT 服务支出占比约为 26%，增长率为 4.3%；电信设备支出占比约为 19%，增长率为 5.7%；企业软件支出占比约为 10%，增长率为 8.9%，继续呈现强劲增长态势；IT 产品消费结构正在不断变化，为 IT 供应链综合服务业务营造了有利环境。从具体发展方向来看，逐步向按需提供 SaaS（软件及服务）或者为用户提供计算基础架构的 IaaS（基础设施及服务）等形式的云服务转化，目前行业内主导企业，如英迈国际、艾睿电子（Arrow）、安富利（Avnet）、新聚思（Synnex）等，均已通过收购等方式进入 SaaS、IaaS 及统一通信等云服务市场。

图 1：2017 年 IT 支出消费结构



资料来源：Gartner，中诚信证评整理

总体来看,IT 行业支出将保持持续增长,为 IT 供应商提供了广阔的发展空间,IT 产品需求的地区差异及消费结构的变化,将对供应链服务商的服务转型升级及综合性发展提出新的要求。

### 2017 年我国新科技高速发展,互联网巨头均开始进行产业整体布局,人工智能、大数据、云计算等领域高速发展

2017 年,随着 ABC(人工智能、大数据、云计算)等新科技的落地和发展,全国各行业掀起了数字化转型浪潮,形成了包括新服务、新金融、新零售、新制造在内的一系列新商业形态或模式。百度、阿里、腾讯、京东等互联网巨头和华为等 IT 设备厂商均开始进行 ABC 产业整体布局。

人工智能方面,2017 年 7 月,国务院印发《新一代人工智能发展规划》;2017 年 10 月,人工智能被写入党的十九大报告;2017 年 12 月,工业和信息化部印发《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020 年)》;2018 年 3 月,人工智能再度被写入政府 2018 年工作报告,人工智能已成为国家战略。随着相关政策红利的持续释放,我国的人工智能产业将进入高增长的阶段。中国人工智能产业规模 2016 年已突破 100 亿,以 43.3% 的增长率达到了 100.6 亿元,2017 年中国人工智能市场规模已达 216.9 亿元,同比增长 52.8%,预计到 2020 年,中国人工智能市场规模将达 710.0 亿元,2017-2020 年年复合增长率约为 48.5%。

大数据方面,据市场调研公司 Forrester 的研究结果,目前在线或移动金融交易、社交媒体、GPS 坐标等数据源每天要产生超过 2.5 EB(ExaByte,1EB 为 2 的 60 次方)的海量数据。据 IDC 预计,全球数据总量增长率将维持 50% 左右,2020 年全球数据总量将达到 40ZB(ZetaByte,1ZB 为 2 的 70 次方),其中中国数据总量将达到 8.6ZB,占全球的 21.5%。预计未来几年,随着应用效果的逐步显现,中国大数据市场规模还将维持 40% 左右的高增长。

云计算方面,近年来,随着相关技术的不断成熟,市场对云服务的接受度日益增加,其主要客户正由中小企业开始向大型企业、政府机构、金融机构延伸。企业级应用市场成为云计算发展的新蓝

海,云计算正在从游戏、电商、视频等领域向政务、金融、制造、教育、医疗等领域拓展,我国多地政府加快政务云平台、智慧城市的建设,金融机构、传统制造业也为业务上云布局,带动产业规模不断的扩大。据工信部发布的《云计算发展三年行动计划(2017-2019 年)》,到 2019 年产业规模将达到 4,300 亿元,年复合增长率达 30% 以上,发展空间巨大。

在 IaaS 公有云领域,行业集中度进一步提升,巨头格局难以撼动。据 IDC 数据,2017 年整体规模超过 15 亿美元,同比去年增长近四成。截至 2017 年上半年,阿里云 IaaS 营收 5 亿美元,市场份额比 2016 年底上升 7 个百分点,市场份额扩大至 47.6%,领先优势不断扩大。同期,腾讯云位居第二,营收约 1 亿美元左右,份额为 9.6%;金山云位居第三,营收 6,839 万美元,份额 6.5%;中国电信位居第四,营收 6,254 万美元,份额 6%;Ucloud 营收 5,774 万美元,排名第五,份额 5.5%。

在 PaaS(平台及服务)领域,据 IDC 数据,截至 2017 年上半年,我国市场份额前 5 名分别为阿里云(27%)、Oracle(9.7%)、亚马逊云服务(9.7%)、微软(6.8%)、IBM(4.6%)。随着国内企业对信息化和云端化的需求持续增长以及企业级 SaaS 应用的不断丰富,未来具备高技术兼容性 & 可移植性的平台将成为趋势。

SaaS 领域目前仍处于高速发展的初级阶段,且竞争格局高度分化,据 IDC 数据,截至 2017 年上半年,我国市场份额前 5 名为金蝶(7%)、甲骨文(5%)、微软(5%)、Salesforce(5%)、SAP(4%),其余占比高达 74%。未来 SaaS 产品将进一步向“垂直化”发展,通用型厂商将提供更多行业定制化的服务,其产品也将与人工智能、机器学习等技术深度结合,为企业级客户提供更智能化的体验。

## 业务运营

2017 年,得益于公司对英迈国际的成功收购以及全年并表,全年实现营业收入达到 3,154.60 亿元<sup>2</sup>,同比上升 739.86%;由于公司于 2017 年剥离了

<sup>2</sup> 公司对英迈国际的重大资产购买于 2016 年 12 月 5 日完成交割,故当年报表仅合并了英迈国际约 1 个月的经营数据,

商品贸易以及船舶运输等传统业务，因此电子产品分销实现营业收入 3,151.80 亿元，占当年营业总收入的比重达到 99.91%。

2017 年，得益于 IT 行业的发展以及对新兴市场的开拓，英迈国际整体业务保持快速增长，其在全球 IT 供应链综合服务领域市场地位突出

公司电子产品分销的运营主体为英迈国际，2016 年 12 月海航科技完成对英迈国际的并购。英迈国际为全球 IT 产品传统分销以及供应链综合服务行业龙头企业，目前英迈国际在北美、欧洲、亚太（包括中东和非洲）、拉美的 45 个国家设立了分支机构、154 个分销中心和 28 个服务中心，业务遍及 160 多个国家，构建了全球高覆盖面的渠道网络，客户范围覆盖全球中小企业、公共服务部门及大型企业，几乎涉足 IT 产品全部细分市场；除电子产品分销及技术解决方案外，英迈国际还拥有移动设备及生命周期服务、电子商务供应链解决方案和云服务共四大业务板块。得益于 IT 行业的发展以及对新兴市场的开拓，2017 年英迈国际营业收入上升 11.2%，保持快速增长。

表 1：英迈国际分地区销售收入情况

单位：亿美元、%

分地区	营业收入	同比增减	毛利率
北美	190.52	7.8	7.3
欧洲	136.23	15.0	6.0
亚太、中东及非洲	111.32	13.8	4.8
拉美	28.72	7.9	7.4
合计	466.79	11.2	6.3

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，英迈国际每年从全球采购 IT 产品，覆盖上游超过 1,800 家供应商，在供应商管理方面，对每家供应商分配单一的收款人代码，对每家供应商的各产品线分配不同的供应商代码。结算方面，英迈国际以“先货后款”的结算方式为主，收到供应商的发货单并审核通过后再行付款。从原材料供应商集中度来看，2017 年公司前五大供应商合计采购金额为 1,433.17 亿元，占主营业务成本的比重为 48.55%，采购金额较大且集中度相对较高。

表 2：公司 2017 年电子产品分销业务前五大供应商情况

单位：亿元、%

	采购金额	主营业务成本占比
供应商 A	400.81	13.58
供应商 B	320.10	10.84
供应商 C	295.85	10.02
供应商 D	227.07	7.69
供应商 E	189.34	6.41
合计	1,433.17	48.55

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

销售方面，英迈国际分销产品主要为 IT 外围、系统、软件、网络和移动设备，其中 IT 外围包括打印机、扫描仪、显示器、数码相机、处理器等，系统包括机架服务器、塔式和刀式服务器、台式机，软件包括商务应用软件、操作系统软件、娱乐软件等，网络包括网络硬件、通讯产品、网络安全硬件等，移动设备包括手机、平板、导航仪、SIM 卡、闪存等。IT 外围及系统销售比重较高，占比均为 30% 左右。

销售模式方面，公司在世界各地设有销售代表和技术专家，且核心的仓库管理系统（WMS）能够提供从接受订单到货物装车全过程的服务。

客户方面，公司客户类型覆盖范围较广，包括中小企业、公共服务部门及大型企业，在全球拥有 20 余万客户，其中移动设备客户覆盖移动设备销售产业链各环节的全球领先企业，制造商包括苹果（Apple）、华为、联想、三星（Samsung）、索尼（Sony）及中兴通讯（ZTE）等；运营商如美国电话电报公司（AT&T）、中国移动、德国电信（T-Mobile）、沃达丰（Vodafone）等；线上线下零售如亚马逊（Amazon）、百思买（BestBuy）、沃尔玛（Walmart）等。2017 年前五大客户销售额合计为 330.46 亿元，占主营业务收入的比重为 10.48%，客户集中度较低，基本不会出现受单一客户变动导致公司业绩明显下滑的现象。



表 3: 公司 2017 年电子产品分销前五大客户情况

单位: 亿元、%

	销售金额	主营业务收入占比
客户 A	110.83	3.51
客户 B	70.78	2.24
客户 C	61.27	1.94
客户 D	43.13	1.37
客户 E	44.45	1.41
合计	330.46	10.48

资料来源: 公司年度报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司电子产品分销业务依托英迈国际成熟的经营模式, 在全球 IT 供应链领域处于领先地位, 未来公司将着力拓展亚太及欧洲地区业务, 进一步扩大市场份额, 业务规模有望持续扩大。

### 依托英迈国际和海航集团的优势, 公司在国内大力发展云集市、云科技等创新业务, 通过互联网、大数据等新兴技术手段推动转型

云集市服务是一个由客户、云服务提供商和解决方案组成的生态系统, 简化了云技术的获取、管理和客户支持活动, 有助于客户方便地购买、配置、管理、应用云技术。客户通过云集市的单一自动化平台即可轻松使用各家云服务提供商在云集市上提供的各种类型的云技术解决方案。英迈国际自 2007 年推出云集市, 至今已拥有超过十年的商业实践, 1,250 人的专家团队, 近 100 家云厂商合作伙伴, 能够提供近 5,000 项云服务; 同时, 英迈云还拥有成熟的 Odin 模型, 覆盖全球 45 个国家业务覆盖的云资源整合能力。公司在收购英迈国际后, 依托其技术、渠道等优势, 于 2017 年 8 月正式启动海航云集市项目, 并于 2017 年 12 月正式上线, 致力于打造一站式端到端服务能力的云资源能力获取平台, 实现了包括产品选择、价格查询、提交订单、在线支付、产品交付在内的在线自动化交易功能。截至 2018 年 3 月末, 海航云集市已与微软、阿里、华为、腾讯及金山等 24 家云厂商建立合作关系, 并招募 5 家合作伙伴, 上线 58 个云产品。

海航云科技方面, 海航集团经过二十五年发展, 围绕航旅、物流、金融产业, 积累了丰富的线下产业资源和服务场景。公司将进一步推进与海航集团旗下其他实体产业运营方跨界合作, 以“用户+

场景+科技”为驱动, 实现传统产业运营模式和价值链条的重塑与相互融合, 通过资本与技术手段, 面向优势产业领域, 构建以人工智能、大数据和云计算为核心的平台, 推出航旅云、金融云等云服务产品, 并先后与深圳市商汤科技有限公司、北京捷通华声科技股份有限公司、中国联通河北省分公司等建立战略合作伙伴关系; 2018 年 3 月, 公司与美的智能科技有限公司达成战略合作, 拟共同推进人工智能技术与智能冰箱及无人售货机的融合。

此外, 公司目前正在推进收购当当网。当当网是中国领先的综合电商平台, 拥有广泛优质的客户基础、丰富的供应链管理经验和良好的品牌影响力。若本次收购完成, 公司将与当当网进行深度整合, 在跨平台用户体系、免税品电子商务、3C 产品电子商务、企业 IT 产品采购电子商务、供应链与仓储物流业务、云计算、大数据和人工智能等多方面产生良好的协同效应。

人才引进方面, 公司围绕科技转型, 加大对科技行业核心人才引进力度, 目前已完成对运营总裁、技术总监等关键岗位的人才引进, 公司本部(不含子公司)员工数从 2017 年初的 42 人迅速扩充到年末的 292 人, 其中具有科技行业背景人员占比 68%, 硕士研究生占 54%, 初步搭建起符合业务需求的科技人才梯队。

总体来看, 公司以收购英迈国际为契机, 并依托股东方的优势, 积极谋求向信息技术和高科技领域的业务转型。但由于公司转型时间较短, 实际转型效果和人员匹配性仍需时间检验, 中诚信证评将对此保持密切关注。

## 财务分析

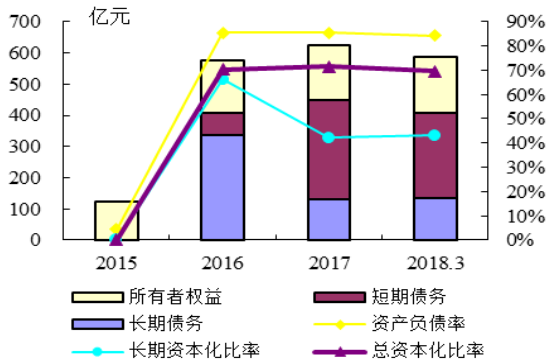
以下分析基于经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的 2015~2017 年财务报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

### 资本结构

受益于收购英迈国际, 近两年公司资产规模急剧上升。截至 2017 年末, 公司资产总额 1,228.57 亿元, 同比增长 4.15%; 截至 2017 年末, 公司负债总额为 1,049.70 亿元, 同比增长 4.03%。所有者权

益方面,2017年末公司所有者权益同比增长4.81%,增至178.86亿元。截至2018年3月末,公司资产总额为1,124.31亿元,负债总额为946.55亿元,所有者权益177.76亿元。

图2: 2015~2018.Q1公司资本结构



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

资产结构方面, 公司资产主要由流动资产构成。截至2017年末, 公司流动资产913.78亿元, 占资产总额的比重为72.76%。公司流动资产主要由应收账款及存货构成, 二者占流动资产比重分别为54.99%和31.81%; 其中, 应收账款502.46亿元, 账龄基本在一年内(一年以内的应收账款占比为99.41%), 应收对象则系IT零售商, 公司根据账龄以及回收可能性计提坏账准备4.92亿元; 存货290.70亿元, 主要是英迈国际库存商品, 公司计提跌价准备3.48亿元。截至2018年3月末, 公司流动资产821.30亿元, 占资产总额的比重为73.05%, 其中应收账款426.50亿元, 存货281.31亿元, 上述两者占流动资产的比重分别为51.93%和34.25%。

非流动资产方面, 截至2017年末, 公司非流动资产314.79亿元, 占资产总额的比重为25.62%, 主要由商誉、无形资产、固定资产及长期股权投资构成, 上述四者占非流动资产比重分别为47.55%、29.83%、7.86%和7.77%。其中, 商誉149.68亿元, 主要是公司收购英迈国际形成的合并商誉; 无形资产93.89亿元, 主要系英迈国际软件及相关专利、商标、客户关系及非竞争协议等; 固定资产24.75亿元, 主要系房屋及建筑物、分销设备、电子及办公设备等; 长期股权投资24.45亿元, 主要是公司于2016年5月完成认购的中合中小企业融资担保

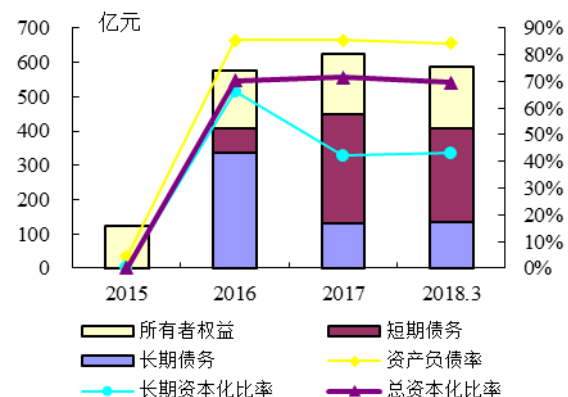
股份有限公司26.62%的股份。截至2018年3月末, 公司非流动资产303.00亿元, 占资产总额的比重为26.95%。

负债结构方面, 公司负债以流动负债为主, 截至2017年末, 流动负债888.39亿元, 占负债总额的比重为84.63%; 其中应付账款509.13亿元, 占流动负债的比重为57.31%, 主要是英迈国际应付上游采购商款项。同期, 公司一年内到期的非流动负债为290.21亿元, 同比上升了497.88%, 主要为GCL借款(详见重大事项4)。非流动负债方面, 截至2017年末, 非流动负债为161.31亿元, 占总负债比重为15.37%, 主要由长期借款和应付债券构成。截至2018年3月末, 公司负债总额946.55亿元, 其中流动负债780.85亿元, 非流动负债165.70亿元, 占负债总额的比重分别为82.49%和17.51%。

债务结构方面, 截至2017年末, 公司总债务为447.17亿元, 其中短期债务316.05亿元, 长期债务131.12亿元, 长短期债务比为2.41; 受GCL事件影响, 短期债务大幅增加。截至2018年3月末, 公司总债务408.11亿元, 其中短期债务272.71亿元, 长期债务135.40亿元, 长短期债务比为2.01。

财务杠杆比率方面, 受收购英迈国际影响, 公司财务杠杆于2016年急剧上升。截至2017年末, 公司资产负债率为85.44%, 与上年基本持平; 总资本化比率为71.43%, 较上年增加1.01个百分点。截至2018年3月末, 公司资产负债率84.19%, 总资本化比率69.66%, 财务杠杆比率很高。

图3: 2015~2018.Q1公司长短期债务情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司受并购英迈国际的影响, 资产规模及负债规模均大幅提升, 财务杠杆指标处于较

高水平；同时，受 GCL 事件影响，公司短期偿债压力大幅增加，中诚信证评将对此事项予以密切关注。

### 盈利能力

2017 年，得益于英迈国际的全年并表，公司全年实现营业收入 3,154.60 亿元，同比上升 739.86%，其中电子产品分销实现营业收入 3,151.80 亿元，占当年营业总收入的比重为 99.91%。2018 年第一季度，公司实现营业总收入 748.70 亿元，同比增长 4.38%。营业毛利率方面，电子产品分销业务的毛利率较低，2017 年公司毛利率为 6.38%，同比下降 0.39 个百分点。2018 年第一季度，公司营业毛利率为 6.04%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用规模合计为 178.49 亿元，同比上升 745.83%，系英迈国际全年并表所致。从构成来看，公司期间费用主要由管理费用构成，2017 年管理费用为 132.00 亿元，主要包括人工成本、折旧和摊销费用及租赁费用等。2017 年，公司三费收入占比为 5.66%，同比略有上升。2018 年第一季度，公司期间费用为 42.57 亿元，三费收入占比为 5.69%。总体看，公司期间费用控制能力一般。

表 4：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

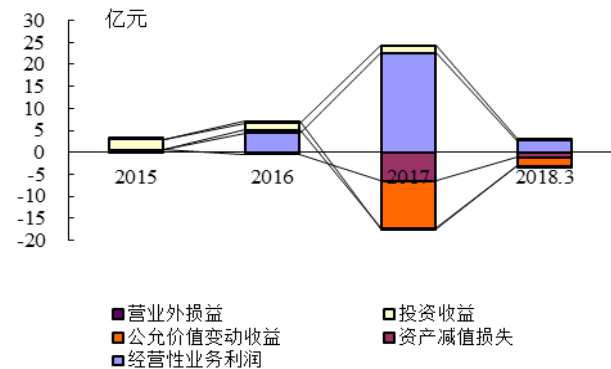
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用（亿元）	0.08	3.74	34.61	8.97
管理费用（亿元）	0.94	16.98	132.00	29.54
财务费用（亿元）	-0.96	0.38	11.88	4.06
三费合计（亿元）	0.06	21.10	178.49	42.57
营业总收入（亿元）	7.20	375.61	3,154.60	748.70
三费收入占比（%）	0.86	5.62	5.66	5.69

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额的构成来看，公司利润主要来自经营性业务利润。2017 年，公司利润总额为 6.74 亿元，同比增加 3.57%。其中，经营性业务利润为 22.66 亿元，同比增长 422.39%；投资收益亦对利润总额的形成一定补充，当年公司获得投资收益 1.58 亿元，主要为长期股权投资获得收益。同期，公司资产减值损失为 6.48 亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失；公允价值变动收益-10.79 亿元，主要因为英迈国际境外业务为非美元结算，为避免汇率变动

带来的汇率风险，英迈国际购买远期外汇合同，锁定汇率；由于 2017 年美元相对全球其他主要货币贬值，导致大部分远期外汇合约亏损，对利润总额形成一定的侵蚀。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 -0.11 亿元，系一季度为行业周期性淡季所致。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



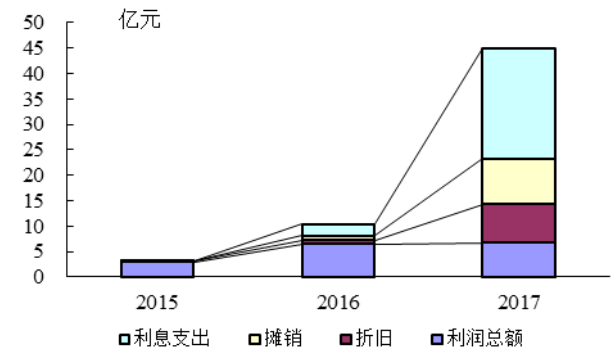
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体来看，得益于英迈国际的成功并购，公司收入和利润规模均大幅增加，但整体毛利率水平偏低。

### 偿债能力

获现能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 44.94 亿元，同比增长 332.09%。从 EBITDA 构成来看，利润总额、利息支出、摊销及折旧分别占 EBITDA 比重为 15.01%、48.30%、16.92% 和 19.77%。受 2017 年全年并表英迈国际影响，EBITDA 大幅上升，当年公司总债务/EBITDA 为 9.95 倍，较上年大幅下降 29.12 倍；EBITDA 利息保障倍数为 2.07 倍，同比下降 2.51 倍。整体来看，EBITDA 对债务本息保障程度一般。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司为提升市场份额，扩大收入规模，增加了运营资本投入，经营活动净现

现金流为-48.08 亿元，同比转负；经营活动净现金流/总债务为-0.11 倍，经营活动净现金流/利息支出提升至-2.22 倍，2017 年公司经营性现金流对债务本息的保障能力大幅减弱。

**表 5：2015~2018.Q1 公司偿债能力指标**

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	0.04	70.97	316.05	272.71
长期债务（亿元）	0.00	335.35	131.12	135.40
总债务（亿元）	0.04	406.31	447.17	408.11
经营活动净现金流（亿元）	-0.40	16.69	-48.08	17.69
EBITDA（亿元）	3.12	10.40	44.94	-
总债务/EBITDA (X)	0.01	39.07	9.95	-
经营净现金流/总债务 (X)	-10.01	0.04	-0.11	0.17
EBITDA 利息倍数 (X)	31.74	4.58	2.07	-
经营净现金流/利息支出 (X)	-4.08	7.36	-2.22	-

注：2018 年 3 月末经营净现金流/总债务数据经过年化处理  
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得银行人民币授信额度为 8.00 亿元，其中已使用额度为 8.00 亿元；美元授信额度为 73.69 亿美元，其中已使用额度为 49.12 亿美元，备用流动性很弱。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保金额为 27.49 亿元，占净资产比重为 15.47%，主要是为关联公司的担保。截至 2018 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

总体来看，受到并购英迈国际影响，公司规模大幅增长，债务规模急剧攀升，财务杠杆比率较高；同时，受 GCL 事件影响，公司短期偿债压力大幅增加；但公司在全球 IT 供应链市场的领先地位以及实际控制人的有力支持，为债务本息偿付提供了较好的保障。

## 担保实力

本次债券由海航科技集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

海航科技集团作为海航集团有限公司物流服务板块的核心企业，自成立以来得到了股东的多次增资。同时，海航科技集团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。

2016 年海航科技集团子公司海航科技并购全球性 IT 供应链龙头企业英迈国际，同年 3 月海航集团成立海航生态科技集团有限公司并纳入海航科技集团，该公司旨在为客户提供基于云和大数据的科技类服务，为海航集团继航空、实业、旅游、资本及物流后第六大产业板块，同时海航科技集团逐渐剥离物流运输和金融服务业务。截至 2017 年末，海航科技集团纳入合并范围的子公司共 111 户。

2017 年，海航科技集团实现营业收入 3,477.70 亿元，同比大幅增长 467.41%，系英迈国际全年并表所致；其中主营业务收入为 3,475.83 亿元，占营业收入的 99.95%。从主营业务收入的构成来看，2017 年商业零售业务实现收入 3,373.52 亿元，占主营业务收入的比重为 97.06%，为海航科技集团最主要的收入来源，物流运输、金融服务、网络信息分别实现收入 14.99 亿元、0.49 亿元和 33.67 亿元，占主营业务收入的比重分别为 0.43%、0.01% 和 0.97%。

总体来看，得益于海航科技成功收购英迈国际，海航科技集团 2017 年收入规模大幅提升，业务逐渐转型。未来，海航科技集团预期以云、大数据、供应链及 IT、数据咨询及服务、智能制造五大业务为主要发展方向，成为领先的数据位移，数据智能化和数据创新的公司。

**表 6：2017 年海航科技集团主营业务收入构成**

单位：亿元、%			
	收入	占比	毛利率
商业零售	3,373.52	97.06	6.12
物流运输	14.99	0.43	8.38
金融服务	0.49	0.01	57.60
网络信息	33.67	0.97	31.30
其他板块	53.15	1.53	21.35
<b>合计</b>	<b>3,475.83</b>	<b>100.00</b>	<b>6.61</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从财务表现来看，得益于海航集团的战略支持和海航科技集团业务规模的快速发展，海航科技集团自成立以来资本实力保持快速增长态势。随着子公司海航科技对英迈国际的收购并表，截至 2017

年末，海航科技集团总资产 2,381.90 亿元，同比增长 4.06%；同时公司负债总额 1,482.66 亿元，同比增长 7.63%；所有者权益方面，2017 年海航科技集团所有者权益为 899.24 亿元，所有者权益同比略有下降。

有息债务方面，截至 2017 年末海航科技集团总债务 642.80 亿元，同比增加 6.16%。债务结构方面，2017 年末海航科技集团短期债务 430.69 亿元，长期债务 212.12 亿元，长短期债务比 2.03 倍，比去年同期上升 1.53 倍，受 GCL 事件影响，短期债务大幅增加。

盈利方面，得益于英迈国际全年并表，海航科技集团 2017 年实现营业总收入 3,477.70 亿元，同比增长 467.41%；全年实现净利润 18.53 亿元，同比增长 119.89%；毛利率方面，2017 年海航科技集团营业毛利率 6.61%，同比下降 0.13 个百分点，主要系毛利率较低的商业零售业务收入占比较高所致。

偿债能力方面，得益于英迈国际全年并表，2017 年海航科技集团 EBITDA 大幅增长 224.77% 至 76.69 亿元，总债务/EBITDA 由 25.64 倍下降至 8.38 倍，EBITDA 利息保障倍数由 2.97 倍下降至 2.18 倍。现金流方面，2017 年海航科技集团经营活动净现金流 -27.78 亿元，经营活动净现金流/总债务 -0.04 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力亟待提高。

或有负债方面，截至 2017 年末，海航科技集团对外担保人民币余额 48.67 亿元、美元余额 43.17 亿美元，主要是为关联公司的担保。截至 2017 年末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2017 年末，海航科技集团共获得主要银行人民币授信额度为 149.40 亿元，其中已使用人民币额度为 88.79 亿元；美元授信额度为 73.61 亿美元，其中已使用美元额度为 56.26 亿美元，备用流动性较弱。

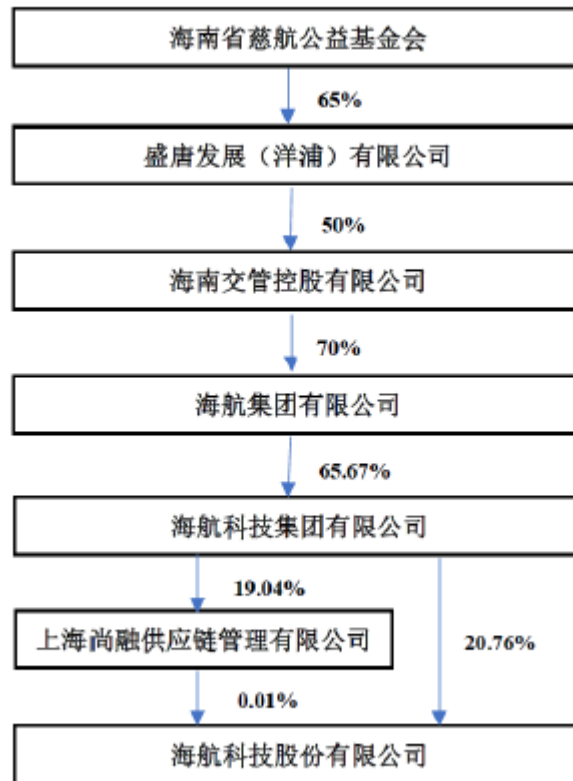
综上所述，得益于海航集团的战略支持，海航科技集团业务规模及资本实力呈快速增长趋势，整体经营情况良好，同时中诚信证评注意到海航科技集团债务规模较大，偿债指标有待改善；但考虑到

其强大的股东背景和很强的综合竞争力，能够为本次债券的还本付息提供一定保障。

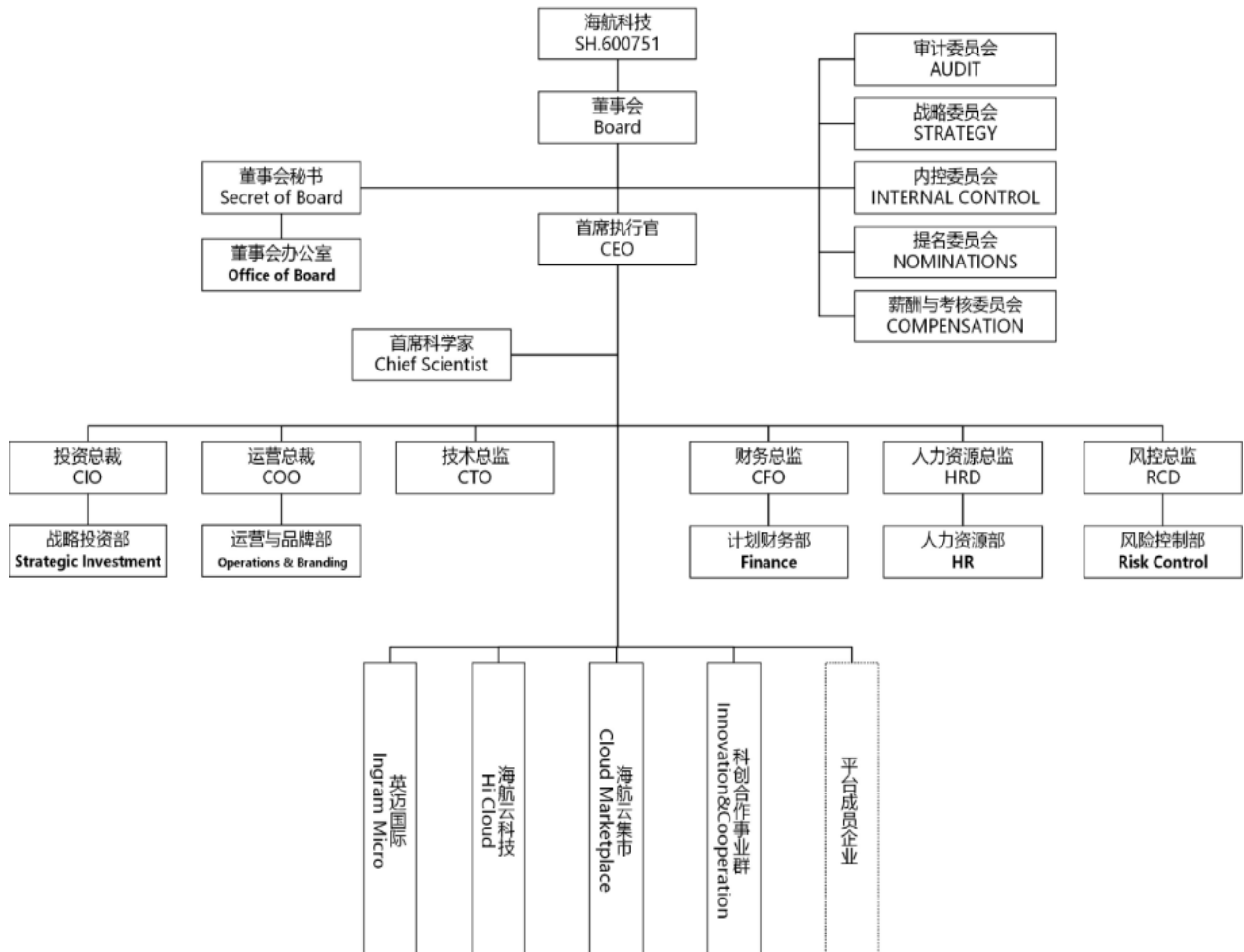
## 结 论

综上，中诚信证评维持海航科技股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定，维持“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<sup>+</sup>**。

附一：海航科技股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：海航科技股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



**附三：海航科技股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	903,229.21	904,225.20	752,376.30	691,288.50
应收账款净额	25,840.45	4,434,716.40	5,024,638.20	4,265,034.60
存货净额	438.80	2,692,939.90	2,906,967.90	2,813,065.80
流动资产	1,264,850.42	8,583,478.60	9,137,787.10	8,213,048.10
长期投资	0.00	234,827.50	248,280.60	243,335.40
固定资产合计	13,168.33	274,980.70	280,896.60	274,603.00
总资产	1,278,297.71	11,796,614.80	12,285,659.50	11,243,054.70
短期债务	400.00	709,677.20	3,160,494.30	2,727,118.90
长期债务	0.00	3,353,463.80	1,311,186.80	1,353,985.80
总债务（短期债务+长期债务）	400.00	4,063,141.00	4,471,681.10	4,081,104.70
总负债	55,638.66	10,090,050.60	10,497,020.60	9,465,491.30
所有者权益（含少数股东权益）	1,222,659.05	1,706,564.20	1,788,638.90	1,777,563.40
营业总收入	72,018.77	3,756,120.80	31,546,000.60	7,486,979.10
三费前利润	6,226.09	254,408.20	2,011,540.40	452,064.20
投资收益	23,180.17	16,770.10	15,778.30	4,412.40
净利润	24,773.42	40,943.10	119,329.70	-7,607.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	31,158.35	103,996.50	449,353.60	-
经营活动产生现金净流量	-4,003.62	166,919.70	-480,762.60	176,865.70
投资活动产生现金净流量	-345,980.43	-3,362,697.80	-524,215.10	75,177.10
筹资活动产生现金净流量	-29,267.84	3,250,776.30	476,188.90	-208,734.70
现金及现金等价物净增加额	-379,251.88	53,999.50	-537,902.20	24,298.80
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	8.95	6.80	6.42	6.44
所有者权益收益率（%）	2.03	2.40	6.83	-1.71*
EBITDA/营业总收入（%）	43.26	2.77	1.42	0.53
速动比率（X）	22.99	0.92	0.70	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	-10.01	0.04	-0.11	0.17*
经营活动净现金/短期债务（X）	-10.01	0.24	-0.15	0.26*
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.08	7.36	-2.22	-
EBITDA 利息倍数（X）	31.74	4.58	2.07	-
总债务/EBITDA（X）	0.01	39.07	9.95	-
资产负债率（%）	4.35	85.53	85.44	84.19
总资本化比率（%）	0.03	70.42	71.43	69.66
长期资本化比率（%）	0.00	66.27	42.30	43.24

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、带“\*”的指标已经过年化处理。



**附四：海航科技集团有限公司财务数据及主要指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	1,224,405.44	1,541,805.07	1,524,055.76
应收账款净额	214,298.80	4,970,824.20	5,554,701.30
存货净额	22,219.13	2,733,094.98	2,945,300.89
流动资产	3,377,246.95	13,579,062.18	13,573,873.81
长期投资	105,151.02	4,116,457.86	4,726,455.89
固定资产合计	135,396.44	867,044.26	891,822.77
总资产	3,774,004.30	22,890,753.52	23,819,007.99
短期债务	388,001.70	2,012,771.48	4,306,867.00
长期债务	127,740.35	4,042,099.76	2,121,151.27
总债务（短期债务+长期债务）	515,742.04	6,054,871.24	6,428,018.27
总负债	1,111,908.05	13,775,211.11	14,826,619.36
所有者权益合计（含少数股东权益）	2,662,096.24	9,115,542.41	8,992,388.64
营业总收入	945,883.92	6,129,092.19	34,776,974.07
三费前利润	76,310.83	408,525.74	2,283,990.94
投资收益	126,605.06	43,440.02	29,900.13
净利润	113,736.50	84,257.00	185,273.89
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	179,957.71	236,125.00	766,867.83
经营活动产生现金净流量	-432,918.52	-922,426.15	-277,757.43
投资活动产生现金净流量	-440,596.95	-8,834,960.42	-5,480,678.77
筹资活动产生现金净流量	729,339.15	9,857,126.15	5,024,181.59
现金及现金等价物净增加额	-144,373.25	98,411.35	-727,304.80
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	8.36	6.74	6.61
所有者权益收益率（%）	4.27	0.92	2.06
EBITDA/营业总收入（%）	19.03	3.85	2.21
速动比率（X）	3.42	1.16	0.88
经营活动净现金/总债务（X）	-0.84	-0.15	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.12	-0.46	-0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	-39.68	-11.59	-0.79
EBITDA 利息倍数（X）	16.50	2.97	2.18
总债务/EBITDA（X）	2.87	25.64	8.38
资产负债率（%）	29.46	60.18	62.25
总资本化比率（%）	16.23	38.64	41.69
长期资本化比率（%）	4.58	29.60	19.09

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

**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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。