



# 厦门国贸集团股份有限公司

## 2024 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第四期） 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20242491D-01

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 7 月 26 日

<b>发行人</b>	厦门国贸集团股份有限公司
<b>本期债项评级结果</b>	品种一 AAA 品种二 AAA
<b>发行要素</b>	发行金额为不超过 11 亿元（含 11 亿元）。本期债券品种一基础发行期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期；品种二基础发行期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期；本期债券引入品种间回拨选择权。在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充公司供应链运营业务等日常生产经营所需流动资金。
<b>评级观点</b>	中诚信国际肯定了厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”或“公司”）股东支持力度大、供应链业务规模优势突出且市场竞争力强和畅通融资渠道等对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到市场需求下降以及大宗商品价格低位运行使得公司业务发展的不确定性增加和财务杠杆水平上升等因素对公司经营和整体信用状况的影响。
<b>正 面</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 作为控股股东供应链服务板块最重要的经营实体，可获得很强的外部支持</li><li>■ 公司供应链管理业务规模优势突出，贸易品种丰富，具备很强的市场竞争力</li><li>■ 公司直接及间接融资渠道畅通，且持有较大规模的金融股权资产和投资性房地产，流动性充足</li></ul>	
<b>关 注</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 市场需求下降以及大宗商品价格低位运行等因素使得业务发展的不确定性增加</li><li>■ 债务规模持续增加，财务杠杆水平上升</li></ul>	

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：孔令媛 lykong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

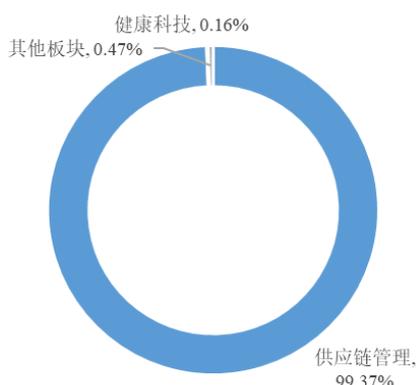
厦门国贸（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	977.46	1,129.82	1,131.27	1,478.18
所有者权益合计（亿元）	355.44	380.79	386.24	414.45
负债合计（亿元）	622.01	749.03	745.03	1,063.73
总债务（亿元）	375.33	481.56	561.68	854.66
营业总收入（亿元）	4,647.56	5,219.45	4,682.47	968.80
净利润（亿元）	37.90	45.24	20.51	4.73
EBIT（亿元）	59.63	67.02	32.40	--
EBITDA（亿元）	62.86	70.97	37.82	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	78.78	3.66	32.06	-216.75
营业毛利率（%）	1.72	1.82	1.37	1.69
总资产收益率（%）	5.65	6.36	2.87	--
EBIT 利润率（%）	1.28	1.28	0.69	--
资产负债率（%）	63.64	66.30	65.86	71.96
总资本化比率（%）	60.63	63.21	67.43	75.68
总债务/EBITDA（X）	5.97	6.79	14.85	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.44	4.40	2.18	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.10	0.05	--

注：1、中诚信国际根据厦门国贸提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的超短期融资券、其他权益工具和衍生金融负债。

## 发行人概况

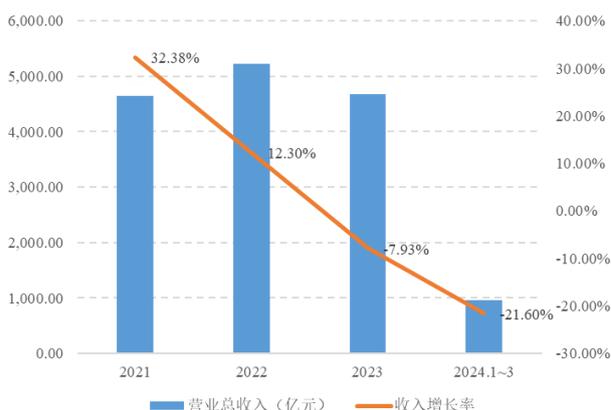
公司系经厦门市经济体制改革委员会厦体改（1993）006 号文批准，由原厦门经济特区国际贸易信托公司独家发起，于 1993 年 2 月 19 日以定向募集方式设立的股份有限公司；1996 年在上海证券交易所上市（股票简称：厦门国贸，股票代码：600755）。公司主要经营铁矿、钢材、煤炭、化工等大宗商品，以及与贸易相关的仓储设施、船舶航运、货柜堆场、业务网点等物流服务等。2023 年公司实现营业收入 4,682.47 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2024 年 3 月末，公司股本为 22.04 亿元。同期末，控股股东厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”）及其一致行动人共持有公司 36.15% 股份<sup>1</sup>，公司最终控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

表 1：公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2023 年末		2023 年	
			总资产	净资产	主营收入	净利润
宝达投资（香港）有限公司	香港宝达	100.00%	92.31	19.12	542.05	1.53
国贸启润（上海）有限公司	上海启润	100.00%	22.02	7.47	157.52	0.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年 6 月，公司公告了《厦门国贸集团股份有限公司 2023 年度向不特定对象增发 A 股股票预案（五次修订稿）》，根据该预案，公司本次计划募集资金总额为不超过 193,025.38 万元，募集资金拟全部用于供应链数智一体化升级建设项目、新加坡燃油加注船舶购置项目、干散货运输船舶购置项目和补充流动资金。公司本次向不特定对象发行股票尚需上交所审核通过及中国证券监督管理委员会做出同意注册的决定后方可实施，中诚信国际将对后续进展保持关注。

## 本期债券概况

本期公司债券发行金额为不超过 11 亿元（含 11 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周

<sup>1</sup> 截至 2024 年 3 月末，国贸控股直接持有公司 35.22% 的股份，国贸控股全资子公司厦门国贸建设开发有限公司持有公司 0.40% 的股份；国贸控股出资设立的资产管理计划证券资管—厦门国贸控股集团有限公司—兴证资管阿尔法科睿 1 号单一资产管理计划持有公司 0.53% 的股份。

期；本期债券引入品种间回拨选择权。在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充公司供应链运营业务等日常生产经营所需流动资金。

含权发行条款：续期选择权、赎回选择权、递延支付利息选择权、利率跳升机制等。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

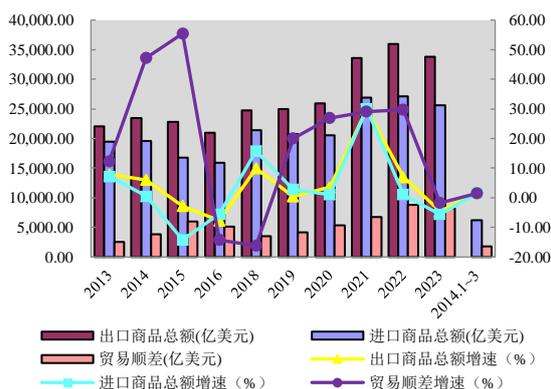
本期债券将计入公司权益，发行后或在一定程度上降低公司资产负债率。同时，公司畅通的融资渠道将为本期债券的偿付提供保障。

## 发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，2023 年初在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口额持续上涨，但 5 月起受去年同期高基数以及海外发达经济体持续去库存等因素影响，出口降幅不断扩大。内贸方面，大宗商品价格波动对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

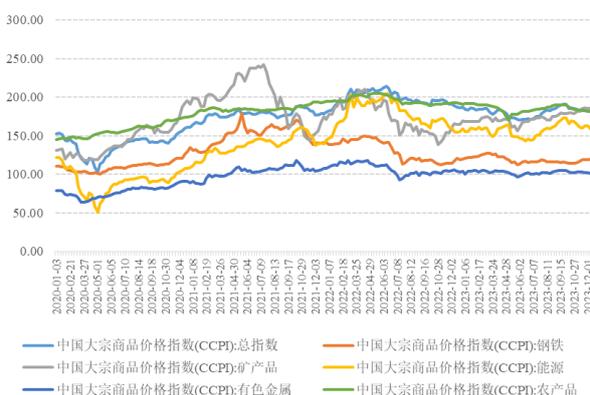
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2023 年，在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口订单回流支撑前 5 个月出口额持续上涨；步入 5 月后，由于去年同期的高基数效应影响，加之海外发达经济体还处于库存的持续去化阶段，一定程度上阻碍国内出口，国内出口降幅不断扩大；11~12 月，海外黑五购物节及假期等因素对国内出口有一定拉动，商品出口总额增速边际持续有所改善，进口总额降幅较前期缩窄。由于海外地区经济增长趋缓、商品需求偏弱的基本趋势不变，海外经济的不确定性仍对我国对外贸易形成持续影响。2023 年，我国进出口总额实现 5.94 万亿美元，同比下降 5%；其中，货物对外出口总值 3.38 万亿美元，同比下降 4.6%；货物进口总值 2.56 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 8,232.23 亿美元，同比减少 1.7%。2024 年一季度，我国进出口总额实现 1.43 万亿美元，同比增长 1.5%。

图 3：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

图 4：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。2023 年第四季度，受发行万亿国债、财政力度加大，以及地产下行周期中，基建等领域的资本投入对冲了地产需求的滑坡，下游黑色金属需求一定程度保持稳定等因素影响，黑色系价格涨幅明显。大宗商品价格大幅波动的市场态势，在风

险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

**中诚信国际认为，厦门国贸供应链业务具备很强的市场竞争力，规模及品种优势显著，供应链网络体系稳定，集成服务能力强；但 2023 年以来受市场需求减弱、大宗商品价格在低位等因素影响，供应链业务面临一定经营压力，需关注相关风险。**

*公司深耕供应链业务多年，规模优势显著，其贸易品种丰富且多个贸易品类具备突出的市场竞争优势；受市场需求减弱、大宗商品价格在低位等因素影响，2023 年以来公司供应链业务收入持续下降，面对复杂的外部发展环境，公司业务稳定性以及风险控制能力情况有待关注。*

公司深耕供应链领域 40 余年，是国内领先的供应链管理企业，贸易品种丰富且多个贸易品类具备突出的市场竞争优势。公司主营贸易品种为金属及金属矿产、能源化工及农林牧渔等。2023 年以来，公司供应链管理业务受到市场需求减弱、部分大宗商品价格下跌等不利因素影响，供应链业务收入持续下降。

公司贸易模式以自营为主，代理为辅。贸易类型方面，公司以内贸为主，而进出口业务近年来亦保持较好发展。公司根据行业维度与能力维度，划分出了“7+2”个业务子品牌，包括“冶金、浆纸、农产、纺织、能化、有色、橡胶”7 条成型的产业链及以“物流”和“数科”为代表的通用解决方案，贸易品种丰富，多个核心品种年营收超过百亿元。2023 年以来，公司持续拓展高附加值品类，其中品种钢、木片等新品类已形成稳定规模，并新增烧碱、钼金属等品类。

业务布局方面，2023 年公司成立新疆境内平台公司，国内“东西南北中”区域布局进一步完善。同时，公司加快布局海外市场，2023 年以来，公司新设立印尼、阿联酋、巴西三个境外平台公司，打造东南亚、中东、南美重要业务枢纽，拓展金属、煤炭、铁矿、纸浆、农产、化肥、新能源等业务；在智利、土耳其、泰国新设办事处拓展金属供应链业务，在越南设立办事处拓展棉花棉纱、涤纶短纤等业务。2023 年，公司海外营业收入 656.00 亿元，实现进出口总额 171.64 亿美元；公司“一带一路”沿线贸易规模超 1,000 亿元，同比增长约 8%；公司和 RCEP 国家贸易规模超 970 亿元，同比增长约 4%。

**金属及金属矿产方面**，公司拥有多年的钢材贸易经验，且与国内主要钢铁生产企业形成稳定良好的购销合作关系，是众多钢厂的核心经销商。铜为公司有色贸易的核心品种，在长期稳健经营中，公司和上下游大型冶炼厂和知名贸易商建立了良好而深入的合作关系。通过结合金融工具进行价格管理，为产业客户提供一体化供应链综合解决方案，深度介入冶炼厂日常的加工和运营环节。公司现已形成“铁矿—钢铁”、“有色矿产—有色金属”等垂直产业链。2023 年，受铁矿石下游需求疲软影响，公司金属及金属矿产类收入及经营货量同比下滑。

**能源化工方面**，公司煤炭贸易以进口为主，品种主要为动力煤，公司与主要国际大型能源公司建立的采购渠道保持稳定，并已与五大发电集团建立了稳定的销售渠道，市场占有率及进口额均排名前列，2023 年煤炭经营货量同比增加超 30%。公司化纤业务品种包括 PTA、MEG、涤纶短纤等，业务范围覆盖华东、华中、西南、东南、华南地区，销售总额在福建省内排名前列。同时公司依托布局在马六甲海峡的 30 万吨级浮式储油轮，加速拓展船用燃料油直接用户。2023 年，公司化工及油品经营货量均有所增长，但由于煤炭价格呈下行态势，能源化工类收入增幅较小。

农林牧渔方面，公司核心经营品种为纸产品、纺织原料和农产品，其中纸产品取得了多家国内知名厂家的经销权，销往各大终端型客户和大型纸张分销商等。同时，公司在传统棉花采销链的基础上，积极向产业链上下游开拓延伸，介入籽棉采购和轧花生产环节。公司已形成“纺织原料—服装”、“林—浆—纸”、“农牧产品”垂直产业链。2023 年主要受纸产品贸易规模缩减影响，公司农林牧渔贸易收入及经营货量同比下降。

表 2：2023 年公司主要贸易品类经营情况（亿元、万吨）

品类	营业收入		经营货量		期现毛利率	
	金额	同比增幅	货量	同比增幅	毛利率	同比增速
金属及金属矿产	2,341.96	-12.62%	10,631.16	-12.65%	1.35%	增加 0.27 个百分点
能源化工	1,314.38	1.02%	6,351.34	21.47%	1.35%	减少 0.06 个百分点
农林牧渔	941.27	-8.57%	2,414.77	-3.02%	1.18%	减少 0.98 个百分点

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司供应链业务拥有显著的渠道及规模优势，市场竞争力强。但在下游需求疲软及大宗商品价格低位波动等因素影响下，公司供应链业务收缩，将进一步提升贸易业务质量和盈利规模。考虑到外部环境压力持续加大，中诚信国际将持续关注公司供应链业务稳定性以及风险控制情况对公司业绩的影响。

**公司已建立稳定的供应链网络体系，并具备完善的供应链集成服务能力，客户质量较优；但中诚信国际将对一体化项目延伸情况保持关注。**

上下游方面，凭借多年深耕行业所累积的经验，公司上下游合作企业具有良好行业知名度，已建立长期稳定的采购分销体系。

表 3：公司主要贸易品种上下游情况

品种	上游供应商	下游客户
钢材	河北钢铁集团燕山钢铁有限公司、福建三钢（集团）有限责任公司、河北新华联合冶金控股集团有限公司等大型钢厂	批发商、中间商、内地房地产公司及自身房地产项目的施工单位等
铁矿石	主要从澳大利亚、巴西、印度、加拿大、乌克兰、俄罗斯等国家进口	与多家钢铁厂形成战略合作
铜	铜陵有色金属集团控股有限公司、金川集团股份有限公司、江西铜业股份有限公司、紫金铜业有限公司、云南铜业股份有限公司等	主要为大型贸易商及国资企业
煤炭	印尼、俄罗斯、澳大利亚、菲律宾和哥伦比亚等国矿山	各大电力集团、钢厂、焦化厂、水泥厂和纸厂等终端用户以及各大贸易商
纸品	山东晨鸣纸业集团股份有限公司、玖龙纸业（东莞）有限公司、东莞建晖纸业股份有限公司、山东华泰纸业股份有限公司、山东太阳纸业股份有限公司等	各大终端型客户和大型纸张分销商

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

集中度方面，公司供应链业务上游前五大供应商和下游前五大客户销售集中度很低，单一供应商或客户最高交易金额占比均不超过 4%，不存在依赖某一单一供应商或单一客户的情况。

表 4：2023 年公司供应链管理业务前五大及占比情况（亿元）

2023 年上游供应商	采购金额	占比	2023 年下游客户	销售金额	占比
第一名	182.08	3.91%	第一名	105.91	2.25%
第二名	101.82	2.18%	第二名	62.89	1.34%
第三名	57.72	1.24%	第三名	47.44	1.01%
第四名	54.58	1.17%	第四名	45.66	0.98%
第五名	42.32	0.91%	第五名	43.18	0.92%
合计	438.52	9.44%	合计	305.09	6.51%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游延伸方面，公司为产业客户提供供应链一体化服务，该业务模式下公司为产业客户提供原料采购、价格管理、物流运输、销售渠道等多方面服务，并与产业客户共享盈利。2023 年，公司与产业链条内多家生产型企业、批发商成立合资公司，增强产业运营能力，拓展上下游资源渠道。此外，公司收购江西庐山砂石矿项目，推进荒料砂石矿的建设和生产；收购山东兴诺再生资源有限公司，建设 200 万吨废钢加工配送中心项目，拓展废钢回收加工业务。**中诚信国际认为**，对外投资项目有利于增强与终端客户粘性，获取较稳定的采销渠道，但部分投资项目所需资金规模较大且部分制造企业前期信用水平较弱，公司信用风险管理难度或有所上升。中诚信国际将对公司一体化项目的拓展情况保持关注。

**结算方面**，公司与上游供应商主要采用信用证、T/T、承兑汇票、电汇等方式结算。对于出口业务，公司一般均要求采用信用证结算，但对于符合标准信用风险小的客户，获得相关权限批准后可采用后 T/T、D/A 或远期 D/P 等结算方式。对于进口和国内贸易，公司均要求下游客户缴存 5%-20% 的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。

**风险管理方面**，公司运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险，通过对贸易业务进行套期保值，公司能够锁定一定的利润空间。公司为确保控制货权均要求所采购的货物需储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。同时，公司还加强对租赁仓库的风险管控，主要通过派驻人员来规避货权流失风险。

**物流服务方面**，截至 2023 年末，公司自管仓库面积近 200 万平方米、合作仓库超 2,500 个，配送平台覆盖国内沿海及内陆主要区域；公司自有大型远洋船舶 6 艘、自有运力 45.5 万吨，管理船舶 21 艘、管理运力 124 万吨，年海运运输量超 3,000 万吨，自有 2 艘万吨级江船，自有船和外协船江运年运输量超千万吨；公司在印尼、新加坡、几内亚等地投资关键物流核心资产，自有 30 万吨级超大型浮仓 1 艘，经营管理拖轮 15 艘、驳船 18 艘。2023 年公司合资成立国贸宝华海运有限公司，布局亚洲至西非散杂货船的运营、租船等业务，设立新加坡 ITG-STG 合资公司开展西非海上转运业务，设立印尼 ITG-GPI 合资公司经营印尼本土运输、堆场、仓储等物流业务，国际物流服务能力持续加强。

**公司剥离金融服务业务资产，有利于公司集中资源投入供应链业务；健康科技业务规模较小，对业绩影响有限。**

公司原金融服务业务范围涵盖普惠金融、产业金融、期货经纪、资产管理和风险管理等。出于股东国贸控股整合金融业务的需要，2023 年公司将持有的国贸期货有限公司 51% 股权、国贸启润资本有限公司 25% 股权以及主营类金融业务的子公司股权转让给厦门国贸资本集团有限公司<sup>2</sup>，自 2023 年 6 月 8 日起以上资产不再纳入公司合并范围，导致 2023 年公司金融服务收入同比下降幅度较大，但上述资产出售事项亦有利于公司集中资源投入核心主业。

此外，公司健康科技业务以医疗器械供应链为核心，以医疗器械上游研发为主要投资布局方向，

<sup>2</sup> 相关股权处置价款为 7.20 亿元。

协同发展养老服务、健康医疗大数据、健康服务等支撑产业。2023 年该业务实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 64.82%，但目前业务规模仍较小，对业绩的影响有限。

**中诚信国际认为，2023 年以来，厦门国贸盈利能力有所下降，同时供应链管理业务采购支付结构变化和上下游投资增加推动债务规模和财务杠杆水平上升，但多元的融资渠道有助于公司实现资金平衡并提供了有力的偿债支持。**

*2023 年，受供应链业务面临经营压力以及非主业板块剥离影响，公司盈利能力有所下降，同时供应链管理业务采购支付结构变化和上下游投资增加推动债务规模和财务杠杆水平上升，中诚信国际将对公司债务控制情况及财务杠杆水平保持关注。*

公司资产以流动资产为主，其中受金融业务主体出表以及支付产业化项目投资款等因素影响，2023 年末货币资金规模同比减少；当期末以赊销业务结算款为主的应收账款及以商品采购款为主的预付款项规模均变化不大，存货规模小幅上升。从流动资产周转速度来看，2023 年公司应收账款周转率同比下降，但仍保持在较快水平，同时存货周转率小幅下降。非流动资产方面，由于公司取得江西庐山砂石矿项目公司控制权，采矿权增加带动公司的无形资产随之上升。负债方面，由于公司使用银行承兑汇票结算方式的采购业务规模扩大，应付票据规模随之增加；因投资项目发展需要，期末长期借款规模同比增加，综合影响下 2023 年末公司总债务规模及总资本化率水平均较年初有所上升。截至 2024 年一季度末，受贸易业务季节性因素影响，公司财务杠杆水平保持上升态势。

经营性业务利润是公司利润总额的重要来源，同时投资收益对利润构成一定补充。2023 年，由于外部环境复杂且国内需求不足，供应链管理业务中部分品种盈利下滑，叠加当期地产项目结转收入大幅减少、金融业务出表，公司经营业务利润同比大幅减少。同期，公司投资收益同比减少，主要系为配套供应链管理业务现货经营而持有的期货合约、外汇合约、点价结算等金融工具产生的处置收益减少所致。此外，公司计提了一定规模的存货跌价损失及合同履行成本减值损失。上述因素综合影响下，2023 年公司利润总额较上年同期大幅下降 55.07%，公司经营面临一定压力。2024 年一季度，公司实现利润总额 5.83 亿元，延续下降态势。整体来看，受外部环境以及非主业板块剥离的影响，公司盈利能力有所下降。

2023 年，因公司供应链管理业务的商品采购增加额下降，经营活动产生的现金流量净额同比增加；上下游延伸的项目建设持续推进，使得当期投资活动现金流保持净流出态势；当期融资规模同比减少，故筹资活动现金为净流出态势。2024 年一季度，受贸易业务季节性因素影响，公司商品采购额快速增加，融资规模随之上升，使得经营活动现金为大幅净流出、筹资活动现金为大幅净流入态势。

表 5：近年来公司主要财务指标（亿元、X、%）

指标	2021	2022	2023	2024.1-3/2024.3
营业总收入	4,647.56	5,219.45	4,682.47	968.80
营业毛利率	1.72	1.82	1.37	1.69
经营性业务利润	42.25	57.53	25.48	5.79
资产减值损失	3.90	11.68	13.20	4.28
投资收益	10.53	17.81	6.93	3.62
利润总额	51.01	56.89	25.51	5.83

总资产	977.46	1,129.82	1,131.27	1,478.18
货币资金	107.82	178.65	143.36	210.46
应收账款	55.54	91.40	99.87	124.19
预付款项	155.07	216.41	215.45	303.76
存货	313.52	292.66	316.08	440.14
无形资产	1.38	3.03	44.84	44.73
总负债	622.01	749.03	745.03	1,063.73
应付票据	148.81	174.30	228.12	216.53
所有者权益	355.44	380.79	386.24	414.45
应收账款周转率	99.42	71.04	48.96	34.59*
存货周转率	11.24	16.91	15.17	10.08*
资产负债率	63.64	66.30	65.86	71.96
总资本化比率	60.63	63.21	67.43	75.68
经营活动净现金流	78.78	3.66	32.06	-216.75
投资活动净现金流	-5.52	-10.47	-12.57	-34.18
筹资活动净现金流	-100.00	69.95	-21.16	318.42

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2023 年以来，公司债务规模高位运行，但多元的融资渠道有助于公司实现资金平衡并为公司提供了有力偿债支持。**

截至 2024 年 3 月末，主要受贸易业务支付节点因素影响，公司短期资金需求上升，同时公司上下游投资增加亦推动长期债务增加，综合使得期末总债务规模上升至 854.66 亿元；其中短期债务占总债务的比重为 75.09%，债务结构有待优化。偿债能力方面，公司 EBITDA 及经营获现对债务本金的保障能力有限，但对利息的覆盖能力尚可。

**表 6：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）**

指标	2021	2022	2023	2024.3
短期债务	237.59	367.49	394.46	641.77
总债务	375.33	481.56	561.68	854.66
短期债务/总债务	63.30%	76.31%	70.23%	75.09%
经调整的经营净现金流/总债务	0.16	-0.03	0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	4.31	0.23	1.85	--
总债务/EBITDA	5.97	6.79	14.85	--
EBITDA 利息保障倍数	3.44	4.40	2.18	--
FFO/总债务	0.06	0.10	0.05	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有良好的银企关系，债务融资工具发行畅通。截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 1,930.39 亿元，未使用的授信额度为 1,146.81 亿元，具备很强的财务弹性。同时，公司为 A 股上市公司，拥有直接股权融资渠道，多元畅通的融资渠道为公司的偿债能力提供了良好支撑。公司受限资产以固定资产和货币资金为主，截至 2024 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 76.63 亿元，占总资产的比重较低；其中，受限的货币资金为 7.96 亿元，主要包括各类保证金、定期存款及监管受限资金等，同期末公司货币资金扣除保证金等受限部分后为 202.51 亿元。资金管理方面，公司对下属子公司实行统一的资金管理，且不断完善对预付款和应收款的管理，有利于规范资金运作、提升资金安全性。

本期债券设置了赎回选择权、利息递延支付选择权、利率跳升机制、续期选择权条款，基于上述对受评主体偿债能力的分析，假设在本期债券所设特殊条款极端不利情况下，本期债券可能面临公司无限次递延利息支付、行使赎回权以及行使续期选择权的风险。

## 其他事项

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 394 万元，系子公司厦门国贸健康科技有限公司为参股公司厦门国贸泰和康复医院有限公司提供的担保，担保风险可控。截至 2023 年末，公司及其下属企业的重大诉讼事项（贸易及金融合同纠纷）涉案金额合计 5.54 亿元，已计提坏账准备 1.26 亿元<sup>3</sup>。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 5 月末，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。

## 预测与假设<sup>4</sup>

### 假设

- 2024 年，预计厦门国贸贸易业务规模增长承压。
- 2024 年，厦门国贸将继续保持一定规模的投资支出。
- 2024 年，厦门国贸债务规模将继续增长。

### 预测

表 7：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率（%）	63.21	67.43	63.43~67.43
总债务/EBITDA（X）	6.79	14.85	10.85~14.85

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

公司未使用授信充足，作为 A 股上市公司拥有股权投资渠道，同时债务融资工具发行顺畅，具备良好的流动性。公司资金流出主要用于供应链管理业务开展、产业延伸及物流资产投资和债务的还本付息，其中债务主要由银行贷款和公开发行债券等构成，期限以短期债务为主，同时未来仍有一定投资支出。考虑到公司融资渠道畅通且持有变现价值相对较高的厦门农村商业银行股份有限公司、世纪证券有限责任公司、兴业国际信托有限公司等金融企业的股权，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## ESG 分析<sup>5</sup>

<sup>3</sup> 因辽宁同泰国际贸易有限公司（简称“辽宁同泰”）延迟交付货物，公司于 2023 年 11 月至 12 月分批向营口市老边区人民法院提起民事诉讼，要求辽宁同泰返还贷款并支付利息等，要求营口钢铁有限公司和孙寿宽就辽宁同泰的前述付款义务承担连带清偿责任，并提出诉讼财产保全申请。2024 年 2 月，营口市老边区人民法院裁定查封冻结辽宁同泰、营口钢铁有限公司、孙寿宽与债权金额等值的财产，并已足额保全与债权金额等值的财产。截至 2023 年 12 月 31 日，公司应收辽宁同泰 4.50 亿元，以预期信用损失为基础确认坏账准备 2,248.28 万元。

<sup>4</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>5</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环境方面，公司供应链管理等业务板块坚持走生态优先、绿色低碳的发展道路，下属各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性尚可；近三年未发生一般事故以上的安全事故。

公司治理方面，公司治理结构较优，内控制度完善。战略方面，根据最新五年战略发展规划（2021~2025 年），公司业务聚焦供应链管理核心主业，积极拓展健康科技新兴业务。通过推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，稳居供应链行业第一梯队，链通产业，共创价值。

## 特殊调整

公司持有较大规模的金融股权资产和投资性房地产，可带来一定的投资收益和租金收入，有助于提高整体流动性，对公司信用等级有提升作用。

## 外部支持

**公司是国贸控股供应链服务板块最重要的经营实体，国贸控股对公司的支持能力和支持意愿很强。**

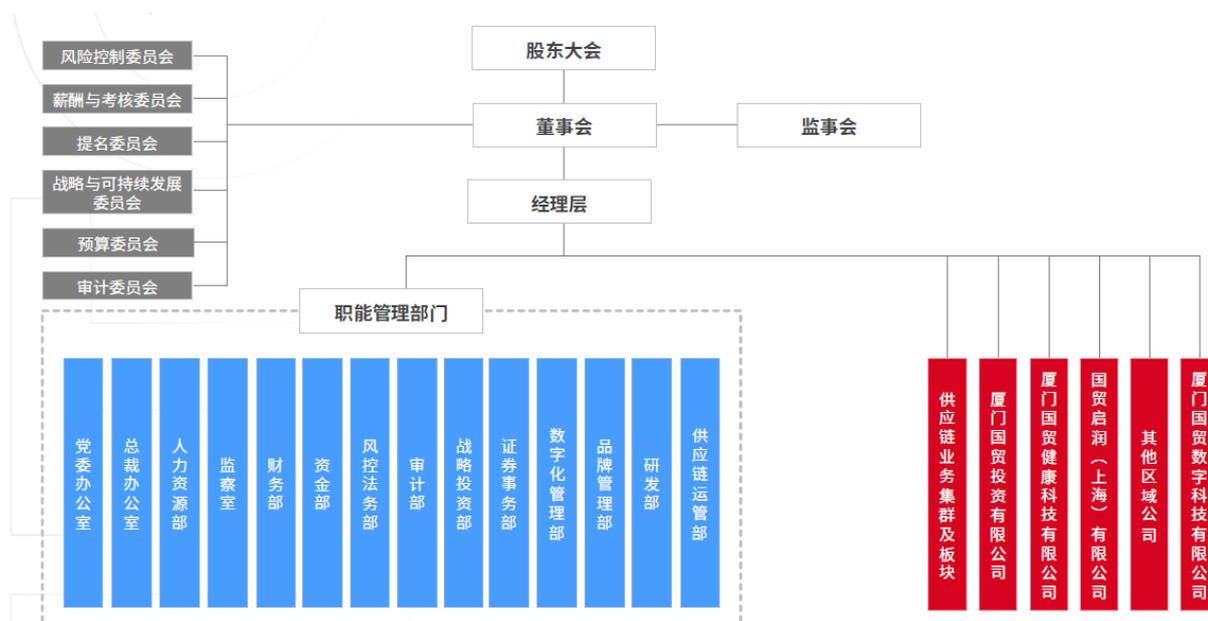
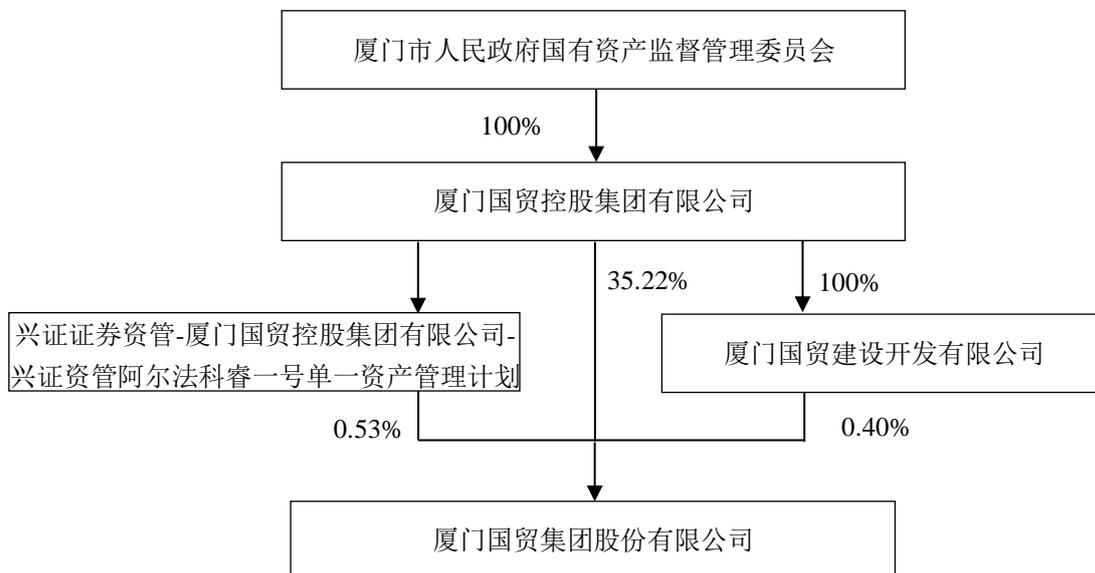
国贸控股业务布局于供应链管理、城市运营及开发、消费与健康、金融与科技及先进制造五大板块，厦门市国资委对国贸控股的定位为现代化、国际化、综合性的国有资本投资集团，区域地位重要。公司是国贸控股供应链服务板块最重要的经营实体，对股东的收入利润贡献很高<sup>6</sup>，国贸控股在公司业务发展过程中给予资源及资金等多方面的支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“厦门国贸集团股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）”品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

<sup>6</sup> 2023 年，公司所实现营业收入在国贸控股营业收入中的占比为 77.07%，公司所实现净利润在国贸控股净利润中的占比为 99.61%。

## 附一：厦门国贸集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：厦门国贸集团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）	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
货币资金	1,078,228.73	1,786,499.00	1,433,635.25	2,104,561.03
应收账款	555,438.97	914,005.30	998,659.20	1,241,896.31
其他应收款	242,879.24	274,593.83	424,750.78	454,503.87
存货	3,135,159.45	2,926,591.59	3,160,803.33	4,401,404.67
长期投资	901,286.74	949,712.28	1,081,346.81	1,088,803.37
固定资产	284,154.74	447,395.46	498,821.87	495,285.38
在建工程	19,461.17	55,296.32	41,924.31	54,377.63
无形资产	13,802.26	30,269.07	448,401.97	447,293.86
资产总计	9,774,576.03	11,298,232.82	11,312,679.94	14,781,835.47
其他应付款	149,273.19	169,289.18	285,733.06	496,644.59
短期债务	2,375,875.59	3,674,931.34	3,944,587.64	6,417,746.08
长期债务	1,377,450.69	1,140,664.20	1,672,178.45	2,128,842.86
总债务	3,753,326.28	4,815,595.54	5,616,766.09	8,546,588.94
净债务	3,005,943.90	3,432,277.54	4,263,035.54	6,521,932.60
负债合计	6,220,139.40	7,490,339.03	7,450,288.29	10,637,344.33
所有者权益合计	3,554,436.64	3,807,893.79	3,862,391.66	4,144,491.14
利息支出	182,616.42	161,173.03	173,145.42	--
营业总收入	46,475,564.21	52,194,496.49	46,824,687.90	9,687,984.50
经营性业务利润	422,527.28	575,340.26	254,815.57	57,864.82
投资收益	105,268.73	178,114.94	69,328.55	36,218.58
净利润	378,950.37	452,395.81	205,111.97	47,283.23
EBIT	596,317.07	670,167.55	323,975.06	--
EBITDA	628,550.68	709,727.44	378,168.13	--
经营活动产生的现金流量净额	787,757.80	36,594.26	320,557.02	-2,167,519.77
投资活动产生的现金流量净额	-55,199.09	-104,713.56	-125,693.45	-341,757.13
筹资活动产生的现金流量净额	-999,967.14	699,541.60	-211,630.21	3,184,186.48

财务指标	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
营业毛利率（%）	1.72	1.82	1.37	1.69
期间费用率（%）	0.81	0.72	0.84	1.21
EBIT 利润率（%）	1.28	1.28	0.69	--
总资产收益率（%）	5.65	6.36	2.87	--
流动比率（X）	1.36	1.28	1.27	1.23
速动比率（X）	0.83	0.88	0.81	0.78
存货周转率（X）	11.24	16.91	15.17	10.08*
应收账款周转率（X）	99.42	71.04	48.96	34.59*
资产负债率（%）	63.64	66.30	65.86	71.96
总资本化比率（%）	60.63	63.21	67.43	75.68
短期债务/总债务（%）	63.30	76.31	70.23	75.09
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	0.16	-0.03	0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	0.25	-0.03	0.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	4.31	0.23	1.85	--
总债务/EBITDA（X）	5.97	6.79	14.85	--
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.19	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.44	4.40	2.18	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.27	4.16	1.87	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.10	0.05	--

注：2024 年一季报未经审计。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn