



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G068-1号

## 厦门国贸集团股份有限公司：

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“厦门国贸集团股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券”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AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一八年二月五日

# 厦门国贸集团股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	厦门国贸集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	本次债券规模不超过人民币10亿元(含10亿元),一次发行。
<b>债券期限</b>	本次发行的可续期公司债券的期限为2+N年。即以2年为基础期限,在基础期限末及每个续期的周期末,公司有权行使续期选择权,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。
<b>债券利率</b>	本次债券采用固定利率形式,单利按年计息,不计复利。如有递延,则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定,在基础期限内固定不变,其后每个周期重置一次。
<b>付息方式</b>	在公司不行使递延支付利息权的情况下,每年付息一次。
<b>偿付顺序</b>	本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
<b>续期选择权</b>	本次债券以基础期限作为1个周期,公司在续期选择权行权年度有权选择将本次债券期限延长1个续期周期(即延长2年),或选择在该周期末到期全额兑付本次债券。
<b>赎回选择权</b>	(1)公司由于法律法规的改变或修正,相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费,且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候,公司有权对本次债券进行赎回。 (2)公司因会计准则变更进行赎回。
<b>递延支付利息权</b>	本次债券附设递延支付利息权,除非发生强制付息事件,本次债券的每个付息日,公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

## 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“厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券”信用级别为 AAA,该级别反映了本次债券的信用质量极高,信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体厦门国贸集团股份有限公司(以下简称“厦门国贸”或“公司”)主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定。该级别反映了发行主体厦门国贸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。中诚信证评肯定了公司显著的区位优势、稳步发展的多元化业务格局、供应链板块较强的竞争优势以及畅通的融资渠道等对公司业务发展及信用水平的支持。同时,我们也关注大宗商品价格波动、房地产市场调整变化及短期偿债压力较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

## 正 面

- 区位优势显著。厦门作为我国东南沿海经贸港口城市,近年来经济呈现较快发展趋势,2016 年厦门市地区生产总值 3,784.25 亿元,按可比价格较上年增长 7.9%,高于全国平均增长水平 1.2 个百分点,为公司贸易和房地产业务发展提供了良好的外部条件。2015 年 4 月 21 日,福建自贸试验区挂牌成立使公司外部经营环境进一步改善。
- 稳步发展的多元化业务格局。供应链业务经营规模不断提升的同时,房地产业务的稳步发展也对公司利润增长形成较强支撑,金融服务业务进一步完善了公司业务布局,稳步发展的多元化业务格局使得公司收入规模稳定增长。
- 供应链管理板块较强的竞争力。近年来,公司通过与上下游建立稳固合作关系,纵向延伸产业链条、横向扩充贸易品种并加大风险管理力度,供应链管理板块业务实力日益增

概况数据

厦门国贸	2014	2015	2016	2017.9
所有者权益(亿元)	84.15	94.07	179.16	203.03
总资产(亿元)	344.42	400.65	547.73	819.28
总债务(亿元)	162.59	169.11	154.73	299.86
营业总收入(亿元)	552.88	642.13	980.77	1,091.51
营业毛利率(%)	5.91	5.80	5.38	4.75
EBITDA(亿元)	18.39	19.88	26.21	-
所有者权益收益率(%)	10.32	10.06	7.71	12.00
资产负债率(%)	75.57	76.52	67.29	75.22
总债务/EBITDA(X)	8.84	8.51	5.90	-
EBITDA利息倍数(X)	2.94	3.00	3.81	-

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;  
2.2017年1-9月所有者权益收益率经年化处理。

分析师

王 维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

汪智慧 [zhhwang@ccxr.com.cn](mailto:zhhwang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018年2月5日

强。2014~2016年公司供应链管理收入规模分别为490.19亿元、566.29亿元和873.88亿元,规模优势突出。

- 畅通的融资渠道。作为主板上市公司,公司具有较强的直接融资能力。同时,公司拥有良好的银企关系,间接融资能力较强,截至2017年9月30日,公司合并口径取得各银行授信总额为704.83亿元,未使用的授信额度为296.29亿元,为公司提供了充足的流动性支持。

关 注

- 经营环境变化影响。公司供应链运营及房地产业务易受经济波动影响,近年来宏观经济增速放缓、大宗商品价格波动明显以及国内房地产市场调整压力加大使得公司业务发展的不确定性增加。
- 负债水平较高,短期偿债压力较大。进入2017年,公司供应链管理业务规模持续扩大,房地产土地储备有所增加,带动公司债务总额大幅增长,截至2017年9月末,公司总债务299.86亿元,其中短期债务为266.84亿元,长短期债务比8.08,短期偿债压力较大;同期,公司资产负债率75.22%,负债水平较高。

## 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。

## 概 况

### 发行主体概况

厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”或“公司”）前身厦门经济特区国际贸易信托公司（以下简称“厦门信托”）成立于 1980 年 12 月，厦门信托于 1993 年 2 月以定向募集方式独家发起设立厦门国贸集团股份有限公司。1996 年，公司在上海证券交易所上市（股票简称“厦门国贸”，股票代码“600755”），首次向社会公众发行人民币普通股 1,000 万股。后经数次送股、配股、增发新股、资本公积转增股本及债转股后，截至 2017 年 9 月 30 日，公司注册资本 17.76 亿元，其中控股股东厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”）持有公司股份 5.49 亿股，其全资子公司厦门国贸控股建设开发有限公司（以下简称“国贸开发”）持有公司股份 0.07 亿股，国贸控股及其一致行动人合计持有公司 31.28% 的股份，公司最终控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司主营业务分为供应链管理、房地产经营和金融服务三大板块，营业范围涉及进出口及国内贸易、房地产开发与经营、码头物流业、制造业、服务业及实业投资等，主要经营铁矿、钢材、PTA、汽车、白银、煤炭、纸浆、橡胶、化工等大宗商品，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以及高端楼盘开发等。

截至 2016 年末，公司资产总额 547.73 亿元，所有者权益 179.16 亿元，资产负债率 67.29%；2016 年，公司实现营业总收入 980.77 亿元，净利润 13.82 亿元，经营活动净现金流 22.88 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司资产总额为 819.28 亿元，所有者权益 203.03 亿元，资产负债率 75.22%；2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 1,091.51 亿元，净利润 18.28 亿元，经营活动净现金流-113.80 亿元。

## 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券
发行规模	本次债券规模不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本次发行的可续期公司债券的期限为 2+N 年。即以 2 年为基础期限，在基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，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。
票面金额和发行价格	本次债券票面金额为人民币 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。
续期选择权	本次债券以基础期限作为 1 个周期，公司在续期选择权行权年度有权选择将本次债券期限延长 1 个续期周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本次债券。
赎回选择权	（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回。 （2）公司因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息权	本次债券附设递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。
偿还方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。
偿还顺序	本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务、补充流动资金或项目投资等符合国家法律法规规定的用途。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 外贸行业概况

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。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010

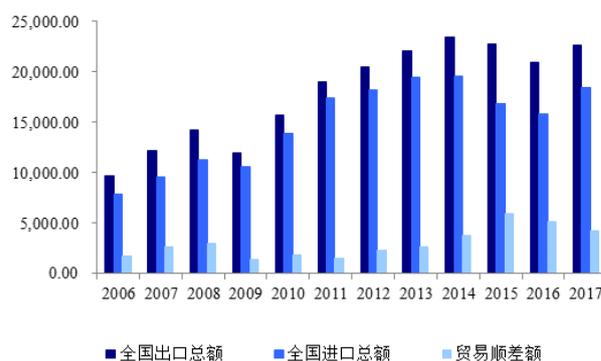
年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国GDP同比增长7.8%，是进入1999年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额3.87万亿美元，同比增长6.2%。2013年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额4.16万亿美元，扣除汇率因素后同比增长7.6%，增速较上年同期上升了1.4个百分点，其中，出口2.21万亿美元，增长7.9%；进口1.95万亿美元，增长7.3%，进口增速显著提升。2014年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于2013年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014年我国进出口总额4.30万亿美元，同比增长3.4%，其中出口总额2.34万亿美元，同比增长6.1%，进口总额1.96万亿美元，同比增长0.4%。2015年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015年我国进出口总额3.96万亿美元，同比下降8.0%。其中，出口2.28万亿美元，同比下降2.8%；进口1.68万亿美元，同比下降14.1%。2016年，受大宗商品价格低迷，发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，国内经济下行压力仍较大，2016年我国进出口总额3.7万亿美元，同比下降6.8%。其中，出口2.1万亿美元，同比下降7.7%；进口1.6万亿美元，同比下降5.5%。2017年，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，我国进出口总额4.10万亿美元，同比增长11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口2.26万亿美元，进口1.84万亿美元。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差0.23万亿美元，同比大幅增长48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了

0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013年，我国实现贸易顺差0.26万亿美元，同比增长12.55%；2013年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014年我国实现贸易顺差0.38万亿美元，同比增长47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面2014年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015年，我国实现贸易顺差0.59万亿美元，同比增长56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016年，我国实现贸易顺差0.51万亿美元，同比下降13.9%。2017年，我国实现贸易顺差0.42万亿美元，继续收窄。

图1：2006~2017年我国进出口总额和贸易顺差情况

单位：亿美元



资料来源：商务部，中诚信证评整理

2012年以来外贸行业受欧债危机影响，整体市场处于较为低迷的状态，国际大宗商品价格波动下行、各国贸易保护主义倾向日益加深，国际市场环境趋于复杂。同时，人民币汇率双边波动加大，我国劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。再

加上近年来发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，近期世界经济保持复苏，外部需求有所改善。同时国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

### 内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%。2017 年，国内生产总值 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。

图 2：2006~2017 年我国 GDP 和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。2016 年 11 月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布，针对“十三五”期间我国内贸流通发展，提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施，以推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境，到 2020 年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。

总体上，近年来，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成城镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

## 房地产行业

房地产业是我国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。2010年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”、“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自2012年3月开始逐步回升，2013年房地产市场延续了2012年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。2015年，随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二孩政策等一系列宽松的政策刺激，我国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交量、房价等指标亦在总体上呈现回暖趋势。2016年10月后，随着22个城市相继出台“限购限贷”政策和相关监管机构对房地产企业融资条件的限制，我国主要城市的成交量出现显著下行，房地产开发商也受制于资金限制而延缓了拿地步伐。进入2017年一季度，政府对楼市调控力度逐渐增大，一二线城市新房市场表现相对平稳，部分需求转至二手房市场，二手房市场热度升高；三四线城市整体销售表现稳步向好。

从“国房景气指数”运行趋势来看，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从2010年3月的高位105.89点开始回落，并于2011年12月份跌落至98.89点。2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39点，较2011年末降低4.5点。2013年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较2012年有所回升，国房景气指数全年保持在97点左右。2014年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至2014年12月末，国房景气指数为93.93点。进入2015年，国房景气指数延续下滑态

势，于5月末达到最低点92.43点后开始小幅回升，在8月末升至93.46点后保持平衡态势，2015年12月末，国房景气指数为93.34点。2016年上半年国房景气指数开始呈现上升态势，截至2017年末，国房景气指数稳步爬升至101.72点，达到自2014年以来最高。

图3：2010.3~2017.12我国国房景气指数走势



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，在需求释放的带动下，2013年全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。尽管2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，名义同比增长1.0%，增速比1~11月回落0.3个百分点，增速继续下行。2016年以来，房地产投资增速出现上升态势，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，名义同比增长6.9%。2017年，房地产市场调控持续加码，房地产开发投资增长平稳，全年实现房地产开发投资109,798.53亿元，名义同比增长7.04%。从2017年房地产开发投资形势来看，区域和城市间分化显著，华南、华中、华东三大经济区域增长较快，而西南、华北、东北投资增速相对较慢。

图 4：2013.3~2017.12 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地成交方面，2013 年以来，随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。在供求双方作用下，2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.82%，土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年以来，尽管房地产市场呈现复苏态势，但在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。2016 年，在土地楼面地价整体上涨的大环境下，房地产企业拿地热情略有提升，全国房地产业土地购置面积 22,025 万平方米，同比减少 3.4%；同期，土地成交价款 9,129 亿元，同比增长 19.8%。2017 年，土地购置增速加快，全国房地产开发企业土地购置面积 25,508 万平方米，同比增长 15.8%；土地成交价款 13,643 亿元，同比增长 49.4%。

从销售情况看，2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点。

2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%。进入 2015 年，得益于频出的利好政策刺激，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。2016 年，在较为宽松的货币信贷环境下，市场成交逐步升温，全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.5% 和 34.8%；同期，部分城市住宅市场供应紧张、土地价格快速攀升，推动房价持续上涨。2017 年，全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，同比分别增长 7.7% 和 13.7%。

房地产市场在早期供大于求，库存量连续攀升，全国商品房库存面积呈持续上升态势，截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米；其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面在短期内将继续存在，2015 年全国商品房待售面积继续增长，年末全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年，主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降。截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，而较上年末减少 2,314 万平方米。从去化周期来看，以 2016 年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约 5.30 个月，较 2015 年缩短 1.41 个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分二线及三、四线城市仍存在库存压力。2017 年，房地产调控体现出了更强的“分类调控、因城施策”的特征，房屋库存下降明显，截至 2017 年末，全国

商品房待售面积 5.89 亿平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。

图 5：2006~2017 年全国商品房待售面积情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2013 年，国务院出台“新国五条”，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台央五条、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。

2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府从供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，“调供应”与“促需求”双管齐下，全力去库存。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等；3 月份，政府出台二手房营改增政策，

以降税的方式刺激改善性住房需求；6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程；9 月份以来，一二线城市及部分三线城市纷纷出台了多轮调控政策，主要以限购、限贷、限售、增加土地供应等政策措施为主。2017 年 3 月份以来，我国房地产市场调控城市范围开始向中西部的部分省会城市以及一些三线城市拓展，采取抑制性措施的城市范围在不断扩大。值得注意的是，2016 年以来房地产行业继续呈现城市政策分化。一线城市继续从严的限购政策，而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。

总体来说，近年来国家出台多项政策对房地产行业发展给予支持，政策效应的释放已扭转了库存加大的局面，但短期内去库存和防风险仍是房地产市场的主基调，不同能级城市的市场分化程度亦将继续扩大。

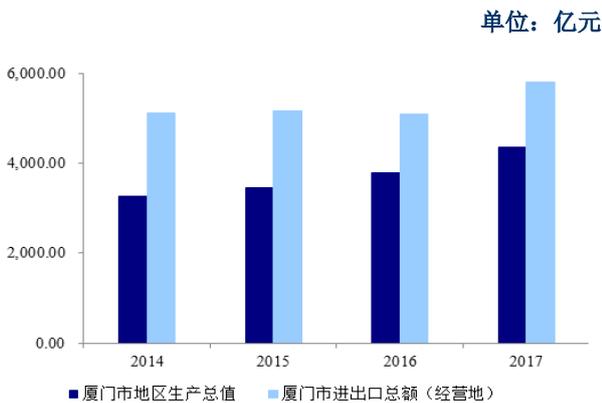
## 区域环境

区域性的贸易活动与区域经济发展息息相关。福建省是我国经济发展大省，经济发展的内在动力和活力增强，经济增长质量较好。近年来，福建经济持续增长，福建省 GDP 增速始终高于全国平均水平，固定资产投资稳步增长。2015 年以来，福建省进一步推进海西规划的全面落实，经济运行呈现持续了增长的良好态势，但增速有所放缓。2015 年，福建省实现地区生产总值 25,979.82 亿元，同比增长 9.0%；全年社会消费品零售总额 10,505.93 亿元，比上年增长 12.4%。其中，城镇消费品零售额 9,448.57 亿元，增长 12.2%；乡村消费品零售额 1,057.36 亿元，增长 14.1%。按消费形态统计，商品零售额 9,396.46 亿元，增长 12.7%；餐饮收入额 1,109.47 亿元，增长 10.0%。2016 年，福建省实现地区生产总值 28,810.58 亿元，按不变价同比增长 8.4%；社会消费品零售总额 11,674.54 亿元，同比增长 11.1%。其中，城镇消费品零售总额 10,501.75 亿元，增长 10.9%；乡村消费品零售总额 1,172.79 亿元，增长 12.7%。按消费形态统计，商品零售额 10,453.40 亿元，增长 11.4%；餐饮收入额 1,221.14 亿元，增长 9.1%。2017 年，福建省实现地区生产总值 32,298.28 亿元，按不变价同比增长 8.1%；社

会消费品零售总额 13,013.00 亿元，同比增长 11.5%。社会消费品零售总额的持续增长有利于福建省零售业的持续发展。

厦门市的经济和外贸发展形势与福建省类似。2015 年，厦门市地区生产总值 3,466.01 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.2%；同期社会消费品零售总额同比增长 8.9% 至 1,168.42 亿元。2016 年，由于产业结构不断优化，经济效益逐渐向好，加上固定资产投资增长较快，厦门市地区生产总值 3,784.25 亿元，同比增长 7.9%；同期社会消费品零售总额同比增长 9.8% 至 1,283.46 亿元，消费品市场呈现平稳增长趋势。2017 年，厦门市地区生产总值 4,351.18 亿元，同比增长 7.6%；同期社会消费品零售总额 1,446.74 亿元，同比增长 12.7%。外需方面，2015 年，厦门市外贸进出口 832.91 亿美元，比上年下降 0.2%；其中出口增幅 0.6%，进口降幅 1.8%。2016 年，厦门市进出口贸易持续低迷，外贸进出口 5,091.55 亿元，比上年同期下降 1.4%，其中出口降幅 6.7%，进口增幅 8.0%。2017 年，厦门市外贸进出口 5,816.04 亿元，同比增长 14.3%，其中出口增长 5.2%，进口增长 28.4%，回升明显。

图 6：2014~2017 年厦门市地区生产总值及进出口情况



资料来源：厦门市统计局，中诚信证评整理

房地产方面，2016 年，厦门市房地产开发投资 765.80 亿元，同比减少 1.1%，下滑速度趋缓。从开工情况来看，2016 年全市房地产新开工面积出现较大回落，全年新开工面积为 548.46 万平方米，下降 7.4%。从销售面积来看，2016 年厦门商品房销售面积为 528.86 万平方米，下降 7.35%，销售额 1,058.82 亿元，上升 15.05%。2017 年，厦门市房地产开发投资 879.86 亿元，同比增长 14.9%；全市

房地产新开工面积为 605.41 万平方米，同比增长 10.4%；厦门商品房销售面积为 527.88 万平方米，下降 0.19%，销售额 1,192.98 亿元，同比增长 12.67%。

此外，厦门自贸试验区于 2015 年 03 月 01 日正式挂牌，根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。作为福建自贸试验区最大的片区，厦门自贸试验区总面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。其目标定位为发展航运物流、口岸进出口、保税物流、加工增值、服务外包、大宗商品交易等现代临港产业，构建高效便捷、绿色低碳的物流网络和服务优质、功能完备的现代航运服务体系，成为立足海西、服务两岸、面向国际，具有全球航运资源配置能力的亚太地区重要的集装箱枢纽港。中诚信证评认为，自由贸易园区的发展将有助于厦门在制度框架与法律法规上与国际投资、贸易通行规则形成衔接，营造国际化营商环境，为厦门市带来更多的发展机会。

总体来看，厦门经贸港口城市的特殊优势为贸易企业发展提供了较好的外部条件；同时较为发达的经济、较高的人民生活水平以及优良的自然环境也在一定程度上支撑了房地产行业的发展。然而中诚信证评也关注到，房地产行业的波动性、因欧债危机和发达国家经济衰退而引起的大宗商品价格波动等因素对公司业务经营产生一定不利影响。

## 竞争优势

### 多业务板块区域竞争实力突出，整体抗市场风险能力较强

公司在福建省和厦门市属于综合实力很强的地方支柱企业之一，公司于 2011~2017 连续七年入选世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”排行榜，2017 年排名第 228 位，品牌价值 166.12 亿元。同时为中国服务业企业 500 强，全国房地产 100 强，全国汽车经销商 100 强，国家 5A 级物流商。由于

公司地处厦门，随着两岸经贸交流不断加强，公司将依托地域和政策优势，在对台业务方面取得更多进展。

近年来，公司持续推进供应链、房地产和金融三大主业间的跨界融合与模式创新，形成较强的竞争优势。公司的贸易和物流业务在核心产品上具有领先的市场地位，与上下游的合作关系稳固，并具备成熟的销售渠道和营销网络。公司的房地产业务凭借着较好的品质，在区域市场中具备较高的品牌影响力和认知度。公司在深耕原有区域市场的同时，适时进行异地发展，使得房地产业务保持持续、健康发展。

整体来看，厦门经济特区的强劲发展以及两岸经贸交流的加强为公司的发展创造了一个良好的企业发展宏观环境，而公司三大主业供应链、房地产以及金融服务在区域内及行业内均拥有很强的竞争实力及抗风险能力。

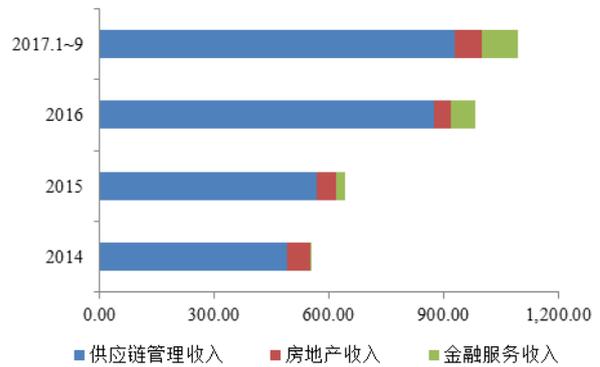
## 业务运营

公司原有三大业务板块包括流通整合服务、房地产开发和产业群业务。按照 2014~2016 年最新的发展规划要求，公司于 2013 年末对主营业务板块进行重新调整，合并原有的流通整合业务、商业零售业务为供应链管理板块，房地产经营板块不变，整合包括期货经纪、担保、典当、金融类合作业务、资产管理在内的产业群业务板块为金融服务板块。

2014~2016 年，公司分别实现主营业务收入 552.88 亿元、642.13 亿元和 980.77 亿元，近三年年均复合增长率为 33.19%。从收入贡献来看，近年来供应链管理板块对收入的贡献高达 85% 以上，具体来看，2016 年公司供应链管理板块、房地产经营板块和金融服务板块分别实现营业收入 873.88 亿元、44.28 亿元和 62.60 亿元，在当年总营业收入分别占比 89.10%、4.51% 和 6.38%。2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 1,091.51 亿元，其中供应链管理板块、房地产经营板块和金融服务板块营业收入分别为 928.44 亿元、71.40 亿元和 91.67 亿元。

图 7：2014~2016 年及 2017.1~9 公司营业收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 供应链管理

公司的供应链管理板块业务包括大宗贸易、物流服务、汽车经销和商业零售四大板块。其中大宗贸易是公司的传统核心业务，在供应链管理板块占据主导地位，物流服务、汽车经销和商品零售业务是贸易板块的有力补充。

经过三十五年的发展，公司积累了丰富的行业经验，形成了专业的人才队伍，在长三角、珠三角、环渤海、西南地区和香港等地区成立了五大区域公司。近年在全球经济疲软、大宗商品价格下行及人民币汇率的双向波动加剧的背景下，公司将贸易和物流优化整合，向现代化供应链管理模式的深入，有效控制客户及供应商信用风险，供应链管理板块业务收入实现稳定增长，2014~2016 年，分别实现营业收入 490.19 亿元、566.29 亿元和 873.88 亿元，复合增长率为 33.52%。2017 年 1~9 月，得益于大宗贸易业务规模的大幅增长，公司供应链管理业务实现营业收入 928.44 亿元。

## 大宗贸易

公司大宗贸易业务主要由公司本部部门组织控股子公司开展，采取以自营为主、代理为辅的模式。其中，自营业务基本以锁定供应商以及销售客户的形式开展，并按照采购成本和销售收入分别确认收入，并结转成本。而代理业务因不控制货权，在账务处理上不通过存货、销售收入等科目核算，仅将收到的代理费记入，其代理费主要根据市场价格水平确定。从贸易形态看，公司大宗贸易业务可分为国内贸易、进出口贸易、转口贸易。2016 年，

公司国内贸易、进口贸易、出口贸易、转口贸易和代理业务分别实现营业收入 508.85 亿元、150.14 亿元、20.44 亿元、168.48 亿元和 0.75 亿元，其中，国内贸易是公司贸易的主要组成形式，在总贸易规模中占比约 60%；2017 年 1~9 月，公司国内贸易、进口贸易和出口贸易分别实现营业收入 647.95 亿元、183.53 亿元和 37.64 亿元。

公司充分利用其多年的贸易行业经验以及所建立的贸易网络，通过与供应商建立战略合作关系，获得优惠的贸易条件，降低业务风险；同时为客户提供货源增值和供应链管理增值等服务，稳固客户关系，获得稳定的业务利润。此外，公司还通过参股、合作等方式实现向贸易业务上下游价值链的拓展和延伸，逐步形成稳定的、可持续发展的增值贸易商业模式。

在贸易品种方面，公司进口商品以大宗商品为主，包括铁矿石、煤炭、纸浆、木材、饲料等，出口的主要商品包括船舶、硅镁制品、纺织品、服装等，转口贸易品种包括钢材、煤炭、化纤、白银、棉花、纸制品等，国内贸易主要包括钢材、橡胶、汽车、纺织及其原料等。2015 年，公司铁矿、钢铁等黑色金属业务结合客户需求，贸易模式实现多样化；金属硅镁继续保持领先地位；纺织原料业务中棉花贸易及纺织品出口规模大幅增长。同时，公司还拓展了农产品等其他大宗商品和新业务品种，以应对传统品种的周期性波动。2016 年，大宗商品价格触底回升，受益于此，公司全年供应链管理板块实现营业收入 873.88 亿元，同比增长 54.32%，实现进出口总额 29.39 亿美元，其中进口 22.69 亿美元，出口 6.70 亿美元。

表 2：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司前五大贸易品种

单位：亿元、%

2014			2015			2016			2017.1~9		
贸易品种	营业收入	营业毛利率									
铁矿石	113.65	2.77	钢材	109.37	0.76	钢材	143.33	2.03	钢铁	218.69	1.47
钢材	82.08	0.70	铁矿石	102.47	1.37	铁矿石	139.26	3.24	PTA	131.44	-1.34
汽车	34.23	7.21	汽车	30.62	0.74	PTA	63.74	1.43	铁矿石	118.31	0.21
煤炭	30.31	2.17	化纤	26.52	-1.28	纸制品	61.00	2.03	纸制品	64.06	3.56
橡胶	20.42	-3.3	白银	26.04	-0.90	白银	45.41	1.51	煤炭	53.49	2.33
<b>合计</b>	<b>280.69</b>	<b>-</b>	<b>合计</b>	<b>295.02</b>	<b>-</b>	<b>合计</b>	<b>452.74</b>	<b>-</b>	<b>合计</b>	<b>589.39</b>	<b>0.88</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，公司铁矿业务以进口、转口为主，主要是从澳大利亚、巴西、乌克兰等国家采购，为国内钢铁企业提供铁矿资源，主要销售区域包括福建、广西、河北、河南、江苏、辽宁和山东等地。公司与力拓、BHP、VALE 等国外大矿山及大型贸易商建立了密切联系，铁矿石供应及销售渠道比较成熟，在铁矿经营方面具备一定成本优势。为进一步稳定上游供应资源，公司于 2013 年与澳大利亚罗伊山铁矿有限公司签订铁矿石长期采购协议，协议合同累计金额约 100 亿元人民币，采购期间从 2015 年 9 月起至 2020 年 9 月止，采购价格通过市场化方式确定。公司签订长期供货协议占比约为 30%，剩余均为现货采购。2016 年公司铁矿贸易上游前五大供应商占采购金额的 40.09%。公司通过

长协、股权合作等形式，在锁定产业链上下游资源的同时，推行精细化库存管理和采购模式，提升了客户的粘合力，实现了规模的持续增长。公司下游企业以国内钢铁企业为主，2014~2016 年，公司铁矿砂业务销量分别为 1,796.00 万吨、2,432.69 万吨和 3,366.62 万吨。但由于铁矿业务总量较大、客户集中度较高，铁矿需求量和价格的变动使铁矿业务收益的不确定性提高。受铁矿价格波动的影响，2014~2016 年，公司铁矿砂业务分别实现营业收入 113.66 亿元、102.47 亿元和 139.26 亿元，其中，2016 年公司铁矿贸易前五大客户销售收入占铁矿业务销售收入的 41%，第一大销售客户福建三钢闽光股份有限公司（以下简称“三钢闽光”）占铁矿业务销售收入的 20%，三钢闽光系公司参股企业，与公司

保持了长期合作关系，客户集中风险可控。2017年1~9月，公司铁矿贸易前五大客户销售收入占铁矿业务销售收入的46.88%，其中对三钢闽光销售额占铁矿业务销售收入的20.06%。

表3：2014~2017.9公司铁矿业务收入构成

单位：万吨、亿元

	2014	2015	2016	2017.1~9
总销量	1,796.00	2,432.69	3,366.62	2,417.79
营业总收入	113.66	102.47	139.26	118.31
其中：进出口贸易	63.60	39.69	66.79	69.87
转口贸易	28.09	41.25	60.95	39.14
内贸	21.96	21.53	11.51	9.31

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司钢材业务以内贸为主，在福建省市场占有率位居前列，经营品种主要有板材、建材、钢坯等，主要供应商分布于福建、华北、东北等地，销售市场集中在福建、广州、上海、天津等地。公司是各大钢厂的主要贸易商及长协客户，采购渠道相对稳定，2016年钢材贸易前五大供应商占采购金额的36%。2017年1~9月，钢材贸易前五大供应商占采购金额的30.33%。近年来，公司钢铁业务对重点供应商实施统一采购以形成规模优势，同时加大对江西、广西、安徽等市场的开拓，网络布局进一步完善。2014~2016年公司钢材销售实现营业收入分别为82.08亿元、109.37亿元和143.33亿元，其中2016年钢材内贸、进出口贸易、转口贸易分别实现销售收入139.56亿元、1.52亿元和2.24亿元。公司钢材销售客户主要系批发商、中间商、内地房地产公司及自身房地产项目的施工单位等，2016年钢材贸易前五大客户占钢材贸易销售金额的21%。2017年1~9月，钢材贸易前五大客户占钢材贸易销售金额的17.37%。为规避价格波动，公司在加大货物销售和回款力度以及加速资源周转的同时，采取套期保值等方式来控制市场风险。由于钢铁行业波动性较大，目前公司正积极调整产品结构，摆脱对单一客户依赖的局面。

公司煤炭业务主营进口动力煤、焦煤等品种，其中以动力煤为主。采购方面，公司已与国际大型能源公司建立稳定的采购渠道，进口货源有保障。销售方面，公司与中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司以

及中国电力投资集团公司等五大发电集团建立了稳定的销售渠道，业务遍布华东、华南诸多电厂，拥有一定的市场占有率。近年来，公司横向开拓红土镍矿等新品种的经营，纵向发展煤炭加工、物流配送、煤炭分销、供应链金融服务等环节业务，拓展煤炭供应链管理的广度和深度，2014~2016年，煤炭业务收入分别为30.31亿元、18.84亿元和44.82亿元，其波动主要受国际煤价、国内煤价变化及煤炭市场需求影响。公司煤炭贸易主要为进出口贸易，2016年公司煤炭进出口贸易实现营业收入28.22亿元、转口贸易收入6.34亿元，国内贸易收入10.26亿元；2017年1~9月，公司煤炭进出口贸易实现营业收入37.51亿元、转口贸易收入7.82亿元，国内贸易收入8.16亿元。

化纤业务方面，作为公司传统的贸易业务，近年来公司化纤业务发展较快，以内贸为主，包括PTA、涤纶短纤等产品。业务区域上，公司化纤业务覆盖华东、华中、西南、东南、华南地区，其中，销售总额在福建省内排名前列。公司化纤业务销售客户主要是批发商、中间商及工厂，为避免价格波动，公司采取套期保值来控制市场风险。2016年，公司化纤贸易实现营业收入77.78亿元，其中，进出口贸易收入0.24亿元、转口贸易收入0.087亿元、国内贸易收入77.46亿元。2017年1~9月，公司化纤贸易实现营业收入142.54亿元，其中，进出口贸易收入0.54亿元、转口贸易收入0亿元、国内贸易收入142.00亿元。

从公司与上下游客户的货款结算方式以及回款周期来看，铁矿方面，公司主要通过即期信用证方式与上游供应商结算，而下游企业以国内钢铁企业为主，主要采用款到交货方式销售。煤炭方面，公司与煤炭供应商的货款结算方式与铁矿相同，下游客户包括电厂及其他客户，其中，电厂需求占煤炭贸易需求量的一半以上，结算需要赊销，其他客户主要采用款到发货方式结算。钢材方面，公司钢材业务主要为内贸业务，其供应商主要为各大钢厂，货款结算方式主要采用全额预付款，与下游客户主要采用款到发货方式结算，赊销比例很低。近年来公司不断加强对大宗商品的价格跟踪、行情分

析，定期组织商品行情市场调研及商品专题研讨会，多方面、多层次把握市场行情变化，并通过加强仓储管理、加大对供应商与客户资信的考察力度、充分利用信用保险及期货套期保值工具等管控手段降低经营风险，保障业务发展。

总体来看，近年来，公司大宗贸易业务规模和收入保持较快增长，其中钢材、化纤、纸制品、白银等品种在产品结构中占比持续提升，产品结构有所优化；同时，公司产业链上下游资源和渠道较为稳定，运用套期保值等各类金融衍生工具对冲价格风险，期现结合、产融结合的业务模式使得公司存货跌价风险较小。

### 物流服务

物流业务方面，公司拥有一级货运代理以及从事海峡两岸间货运代理资质、无船承运人及道路货物运输企业三级资质，在业内具有一定的影响力。公司物流综合服务业务主要以全资子公司厦门国贸泰达物流有限公司（以下简称“国贸泰达”）为平台，由国贸泰达及其下属的各专业公司负责经营，同时国贸泰达的物流发展中心负责综合物流服务的协调和整合。

国贸泰达为客户提供一站式物流服务，具体物流服务包括海运、陆运、海运空运货物代理、集装箱堆场业务、船务代理、报关报检、仓储及保税业务等，采取总包定价模式（即物流环节的运输、清关等收费项目统一按照一定收费标准加在货物的价格里面一起收费），根据品牌授权经营，主要在华南、华中与华西地区进行销售。2015年以来，公司在稳固原有业务链条的同时持续优化经营模式，积极布局空运货代业务，并加快推进物流仓储用地的建设。公司仓储配送业务是物流服务链的枢纽业务，截至2017年9月末，公司拥有室内仓库面积9.01万平方米，其中自有仓库仓储面积4.3万平方米，租赁仓库面积为4.71万平方米。国贸泰达配备的集装箱车队，拥有30辆拖头和106个拖架，2017年1~9月，国贸泰达完成26,093TEU的集装箱陆路运输，运输里程为181.45万公里。未来公司将着重以轻资产的方式加快物流板块业务发展，以降低短

期内的投资压力，提高经济效益，实现向合同物流、项目物流、第三方物流、跨境电商等方向的转型。

2013年，为整合厦门港集装箱码头业务，公司与厦门港务控股集团有限公司、厦门象屿物流集团有限责任公司等多家公司参与整合厦门港集装箱码头资源，公司以厦门国贸码头有限公司100%股权通过非货币性资产交换形式取得厦门集装箱码头集团有限公司9.43%股权，后续又继续受让其他股东的0.57%股权，截至2017年9月末，公司持有厦门集装箱码头集团有限公司10.00%股权。此外，公司新造的两艘巴拿马型散货船已交船并投入运营，形成了内部联动与外部拓展并进的海运业务结构，有效提升盈利水平及抗风险能力。

近年来，公司持续完善物流体系，为海空联运、两岸快件业务奠定基础，拓展集装箱租赁等多样化物流业务品种，并持续推动传统物流业务的转型升级。同时，公司积极构建跨境电子商务服务平台，为行业提供所需的供应链综合服务。国贸泰达被中国物流与采购联合会、中国物流学会评为5A级物流企业，跻身中国物流企业第一梯队。虽然物流业务对公司收入和利润的贡献相对较小，但对公司供应链管理板块而言则具有重要的战略意义。

2016年，公司收购海峡联合商品交易中心，未来可依托福建省产业政策及自贸区等区位优势，建立集现货贸易、仓储物流和投融资为一体的新型产业化大宗商品电子商务平台，进一步推动公司供应链管理业务的服务链条纵向延伸，加快业务转型升级。

总体来看，近年来公司物流仓储资产持续扩大，集装箱租赁等业务相继开展，物流体系有所完善。随着大宗商品电子商务平台的发展，未来公司物流业务将获得进一步发展。

### 汽车经销

公司汽车经销业务的主要运营主体是国贸汽车股份有限公司（以下简称“国贸汽车”），开展汽车贸易、4S专营店、二手车置换、汽车用品销售、汽车维修等业务。国贸汽车代理的汽车品牌涵盖了中高档进口车及国产车，已经取得一汽奥迪、英菲尼迪、克莱斯勒、上海大众、通用别克等19个国

内外知名汽车品牌及汽车用品销售经营权，已形成中高端品牌汽车销售、汽车综合售后维修、精品美容、二手车置换等完整产业链，并开拓汽车互联网+、汽车金融、汽车租赁、新能源汽车、平行进口车、道路救援等新兴业务，并与金蝶软件（中国）有限公司合作成立金蝶汽车网络科技有限公司，专注于汽车经销 ERP 管理软件细分市场及其移动互联网服务。公司通过深入挖掘汽车经销服务价值链，有效串联用车需求中的各个环节，为客户提供多维度服务，逐步形成完整的汽车经销服务体系。

从汽车业务经营指标来看，截至 2017 年 9 月末，公司 4S 专营店合计 21 家，汽车城 2 家。随着 4S 专营店数量的增长，公司汽车销售量亦出现明显的增加，2014~2016 年公司汽车销售量分别为 20,253 辆、21,839 辆和 27,215 辆，年复合增长率为 15.92%；汽车销售收入分别为 30.30 亿元、30.62 亿元和 41.12 亿元。由于新增 4S 专营店均代理中档品牌车型，公司近年来销售均价有所下降，2014~2016 年分别为 14.96 万元/辆、14.02 万元/辆和 13.18 万元/辆。同时受益于汽车保有量的增加，2014~2016 年公司汽车维修数量分别为 16.71 万辆、16.80 万辆和 18.91 万辆，年复合增长率为 6.38%。同期售后维修服务收入保持稳定增长，2014~2016 年公司售后维修服务收入分别为 2.51 亿元、2.55 亿元和 2.98 亿元。

表 4：2014~2017.9 公司汽车业务收入构成情况

	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.1~9
汽车销售	30.30	30.62	41.12	27.20
售后维修服务	2.51	2.55	2.98	2.29
合计	32.81	33.17	44.10	29.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2014~2017.9 公司汽车业务经营情况

	单位：万辆、万元/辆、家			
	2014	2015	2016	2017.1~9
销售量	2.03	2.18	2.72	1.80
销售均价	14.96	14.02	13.18	15.08
维修车辆	16.71	16.80	18.91	14.51
4S 店数量	19	20	21	21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来，公司汽车销售和售后维修营业收入规模稳步增长，租赁业务、平行进口车等新兴业务成为新的利润增长点，汽车经销服务价值链进一步完善。

## 商业零售

商业零售业务板块主要包括商场零售及部分酒店业务，主要由子公司厦门美岁商业投资管理有限公司下属的厦门国贸免税商场有限公司（以下简称“免税商场”）负责经营。免税商场是厦门经济特区唯一一家经营进口免税商品的大型综合性商场，在厦门地区享有较高知名度，具有相对稳定的客户资源。

总体来看，近年来公司供应链管理业务在有效运用套期保值等各类金融衍生工具对冲大宗商品价格风险的同时，通过加强与电商平台的融合以及向物流、加工、金融等服务链条的延伸，为上下游产业链客户提供深度服务，在低迷的市场行情下，业务规模实现较快增长。需要关注的是，未来国内外贸易环境变化及大宗商品价格波动给公司贸易业务发展带来的影响。

## 房地产经营

公司房地产业务主要以全资子公司国贸地产集团有限公司（以下简称“国贸地产”）为平台，国贸地产定位于高品质商品住宅开发商。作为厦门第一家拥有自主品牌的房地产公司，国贸地产一直致力于品牌的打造，“金钥匙”商标先后获得厦门市和福建省著名商标称号。

自 1993 年进行房地产开发以来，国贸地产已开发了国贸大厦、国贸花园、国贸新城、国贸广场、国贸海景、国贸信隆城、国贸怡祥大厦、国贸阳光、国贸春天、国贸蓝海等一系列商品住宅及写字楼项目，业务覆盖区域涉及厦门及福建省其他地区、上海、合肥、南昌、芜湖等地。国贸地产综合开发实力一直居于厦门市场前十，经营和发展较为平稳。

从公司房地产主要经营指标来看，2014~2016 年公司新开工面积分别为 43.25 万平方米、130.55 万平方米和 20.09 万平方米。其中，2014 年新开工面积同比减少 47.69%，主要由于公司为加快房屋销售与资金回笼，控制新开工项目规模，并且积极

增加土地储备。公司 2014 年储备的上海天悦、厦门天悦和合肥天悦等项目陆续开工，因此 2015 年新开工面积增幅较大。2016 年，为平衡资金压力，公司放缓开发节奏，当年房地产项目开工建筑面积 20.09 万平方米。2014~2016 年公司竣工面积分别为 41.32 万平方米、64.69 万平方米和 36.21 万平方米。2016 年公司项目所在的房地产市场活跃度较高，当期公司签约销售面积和签约销售金额分别为 66.71 万平方米和 103.76 亿元，分别同比增加 22.43% 和 64.52%。2017 年 1~9 月，公司实现签约销售面积 28.13 万平方米，签约销售收入 47.17 亿

元。截至 2017 年 9 月末，国贸地产在售房地产项目共有 19 个，其中包括厦门国贸商城同悦、南昌国贸春天、龙岩天琴湾 B 地块等新竣工项目。

表 6：2014~2017.9 公司房地产板块主要经营指标

单位：万平方米、亿元

	2014	2015	2016	2017.1~9
新开工面积	43.25	130.55	20.09	12.95
竣工面积	41.32	64.69	36.21	78.04
签约销售面积	31.50	54.49	66.71	28.13
签约销售收入	49.26	63.07	103.76	47.17
确认销售收入	60.95	51.84	44.23	57.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：截至 2017 年 9 月末公司在售项目

在售项目	类别	可售建筑面积（平方米）	2017 年 1~9 月签约销售金额（万元）	住宅项目均价（万元/平方米）
国贸金沙湾	住宅	105,554.15	3,276.56	1.40
厦门国贸天悦 4#	住宅	130,465.22	36,643.44	2.85
国贸新天地	住宅	162,761.69	845.00	3.63
国贸商城集悦	住宅	54,010.89	1,769.41	1.79
国贸商城同悦	住宅	160,426.48	43,271.85	2.22
南昌国贸春天	住宅	162,312.13	30,474.21	1.14
南昌天琴湾	住宅	266,608.39	2.00	0.82
南昌天悦	住宅	66,490.71	13,222.82	1.58
南昌蓝湾	住宅	149,624.16	87,025.60	1.41
南昌阳光	住宅	200,719.55	537.76	0.96
合肥天琴湾	住宅	241,344.46	482.50	0.72
合肥国贸天悦合园-A 地块	商住	88,012.53	1,082.06	1.46
合肥国贸天悦鹭园-B 地块	商住	80,619.85	35,653.45	1.62
芜湖天琴湾	住宅	250,274.02	2,903.00	0.73
龙岩天琴湾 A 地块	住宅	99,840.39	32,718.72	1.12
龙岩天琴湾 B 地块	住宅	148,085.77	47,327.82	1.05
漳州润园	商住	444,268.04	27,417.12	0.72
上海天悦-37A	住宅	95,293.88	60,929.76	3.34
上海天悦-54A	住宅	128,251.13	46,081.25	4.05
<b>合计</b>	-	<b>3,034,963.44</b>	<b>471,664.32</b>	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的房地产开发业务已经形成以厦门为中心，辐射合肥、上海、南昌三地的区域布局。截至 2017 年 9 月末，公司共有 11 个在建项目，建筑面积约 169.08 万平方米，已销售额约 101.76 亿元，其中 2017 年 1~9 月，合同销售额约 47.17 亿元。公司未来可售资源较为充裕，为业绩增长提供了较为有力的保障。

表 8：截至 2017 年 9 月末公司主要在建房地产项目情况

单位：万平方米、万元

项目名称	项目主体	项目类别	所在地	占地面积	建筑面积	资金来源	已销售金额	销售进度
厦门国贸天悦	厦门国贸天同房地产有限公司	住宅	厦门	7.44	33.13	自有资金、开发贷	307,658.76	38.13%
漳州国贸润园一期二标段及二期	漳州天同地产有限公司	商住	漳州	9.66	35.12	自有资金	117,121.19	50.16%
龙岩国贸天琴湾-A 地块	龙岩国贸地产有限公司	住宅	龙岩	2.25	10.70	自有资金	70,795.79	67.78%
南昌国贸蓝湾	南昌国贸地产有限公司	住宅	南昌	5.59	16.36	自有资金	95,790.81	46.72%
合肥天悦-A 地块	合肥天同地产有限公司	商住	合肥	2.42	8.52	自有资金	56,780.66	44.49%
合肥天悦-B 地块	合肥天同地产有限公司	商住	合肥	3.15	8.96	自有资金	55,127.08	42.02%
南昌国贸天悦	南昌国贸地产有限公司	住宅	南昌	3.17	7.52	自有资金	20,612.66	19.87%
上海佘山天悦-37A	上海筑成房地产有限公司	住宅	上海	4.03	10.46	自有资金	211,009.41	66.20%
上海佘山天悦-54A	上海筑成房地产有限公司	住宅	上海	5.24	14.23	自有资金	82,698.79	15.91%
上海佘山天悦-57A	上海筑成房地产有限公司	住宅	上海	4.09	11.13	自有资金	-	-
南昌国贸天峯	南昌国贸地产有限公司	住宅	南昌	4.59	12.95	自有资金	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，由于厦门市本岛受海岛地形限制，土地储备较少，经过多年房地产建设发展，可继续开发的空間已经比较有限。为此，公司力争在厦门地区获得土地的同时，通过寻找异地项目拓展市场。2014 年以来，房地产市场的区域化特征越发明显，公司在深耕原有市场的同时积极调整布局，土地拓展全部集中在上海、合肥、厦门、南昌等核心一二线城市，土地储备结构进一步优化。2016 年，公司先后在合肥庐阳区、南昌西湖区分别以 42.59 亿元和 9.30 亿元成功竞得两幅地块，并联手世茂房地产控股公司以 66.42 亿元竞得杭州江干区地块。截至 2017 年 9 月末，公司在建未售及土地储备规模为 225.66 万平方米，系合肥天悦 C 地块、合肥天成、南昌天峯、杭州 R21-33、东南花都及厦门市翔安地块等项目土地储备，其中，翔安地块因规划未出，暂以计容面积计算。

其中，合肥天悦项目是由全资子公司国贸地产集团有限公司下属的合肥天同地产有限公司在合肥市国土资源局举办的国有土地使用权拍卖出让活动中，以人民币 73,132.50 万元（楼面价约 4,411.00 元/平方米）总价竞得包河区 S1407 地块。该地块分成三个子地块合肥天悦 S1-19 地块（A 地块）、合肥天悦 S1-20 地块（B 地块）、合肥天悦 S1-21 地块（C 地块）。其中合肥天悦 S1-21 地块（C 地块）位于宿松路以西，祁门路以南，项目用

地面积 10,668 平方米，规划总建筑面积 42,596 平方米，为写字楼及商铺。

合肥天成项目（庐阳区 N1603 号地块）是由子公司合肥天沐房地产开发有限公司在合肥市国土资源国有土地使用权招拍挂出让活动中，以人民币 42.60 亿元竞得。地上建筑面积 251,124.53 平方米。地块位于庐阳区四里河板块，东至怀宁北路，南至森林湖大道，西至红叶路，北至固镇路，占地面积 127,892.78 平方米（A 地块 69,801.22 平，B 地块 58,091.56 平），容积率：A 地块 1.85，B 地块 2.1。地上建筑面积 251,124.53 平方米，地价 42.59 亿元，楼面价 16,959.00 元/平方米。项目预计总投资约 62.00 亿元，其中地价 42.59 亿元，截至 2017 年 9 月末已缴清，该项目为居住用地。

南昌天峯项目是由全资子公司国贸地产集团有限公司下属的南昌国贸地产有限公司在南昌市国土资源局举办的国有土地使用权拍卖出让活动中，以人民币 92,956.91 万元（楼面价约 9,211 元/平方米）总价竞得南昌 DABJ2016025 地块。地块位于南昌西湖区水厂路以北、万店路以东，东至桃花路、南至水厂路、西至万店路、北至 CY203-E04 地块。项目用地面积 45,871 平方米，规划总建筑面积 100,912 平方米，为居住用地。

表 9：截至 2017 年 9 月末公司土地储备情况

单位：平方米

项目名称	占地面积	项目性质	地价情况
合肥天悦 C 地块	10,667.87	商业	地价 1.21 亿元，截至 2016 年 9 月末已缴清。
合肥天成 A 地块	69,801.22	住宅	总地价 42.59 亿元，按持股比例计算 34.07 亿元。截至 2017 年 9 月末已缴清。
合肥天成 B 地块	58,091.56	住宅	
杭州彭埠	75,903.00	住宅	地价总额 66.42 亿元，按持股比例计算 33.21 亿元。截至 2017 年 9 月末项目已缴清地价。
东南花都项目	677,140.00	住宅	地价总额 6.7 亿元，按持股比例计算 2.68 亿元。截至 2017 年 9 月末已缴清地价。
厦门市翔安区 2017XP0 2 地块	17,556.43	住宅/商用	地价总额 10.56 亿元。截至 2017 年 9 月末已缴清地价。
厦门市翔安区 2017XP0 3 地块	26,481.55	住宅	地价总额 15.9 亿元。截至 2017 年 9 月末已缴清地价。
厦门市翔安区 2017XP0 4 地块	34,764.38	住宅/商用	地价总额 29 亿元。截至 2017 年 9 月末已缴清地价。
<b>合计</b>	<b>970,406.01</b>	-	-

注：翔安地块因规划未出，暂以计容面积计算。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司房地产板块销售力度较大，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，账面确认销售收入分别为 60.95 亿元、51.84 亿元、44.23 亿元和 57.49 亿元，对近几年新增土地储备支出形成了较好支撑。较为充裕的土地储备一方面保证了公司项目的持续滚动开发，同时也对公司资金支出产生了一定压力，中诚信证评将持续关注公司房地产项目的去化速度、拿地节奏和资金平衡情况。

公司注重销售型与运营型地产的协同发展，截至 2017 年 9 月末，在运营型地产部分主要有国贸商城和国贸金融中心两个项目。国贸商城项目由公司全资控股开发，位于厦门集美区，总建筑面积约 16 万平方米，定位为一站式消费的区域综合性购物中心，总投资约 10 亿元，全部为自持自营物业，开业年租金预估约计 5,000 万元。截至 2017 年 9 月末，国贸商城已完成主体工程竣工验收，其招商工作正在稳步推进中。厦门国贸金融中心项目是一

座集高端购物中心和甲级高档写字楼于一体的综合性建筑大厦，由国贸控股、厦门国贸和台湾龙邦国际兴业股份有限公司合资成立，分别持股 19%、51%和 30%。国贸金融中心总建筑面积为 25.28 万平方米。2016 年，公司将国贸金融中心北办公塔楼 6~30 层销售给中国人寿保险股份有限公司厦门分公司。此外，高端购物中心部分建筑面积约 6 万平方米，项目公司自持并对外招商。商场部分的承租方计划为公司全资子公司厦门美岁商业投资管理有限公司，租金分为保底租金加销售额提成两部分，截至 2017 年 9 月末，美岁城提报（即含已确定走审批流程）面积为 16,959 平方米，占计租面积的 62.92%；双方用印（即已双方盖章签订合同）面积为 13,134 平方米，占计租面积的 48.73%。该项目总投资 20.72 亿元，截至 2017 年 9 月末已投资 17.74 亿元。2018 年 1 月 28 日，美岁城开业试运营。

近年来，公司房地产营业收入快速增长。随着公司持续推进住宅地产与运营型地产的协同发展，未来稳定的租金收入将为公司盈利和现金流提供较好补充。同时，公司通过多渠道方式培育地产业务的自主融资能力，地产业务的规模效益进一步提升。

## 金融服务

除供应链管理和房地产经营业务外，公司还发展期货及衍生品、以中小微企业为主的金融服务平台和投资等金融业务，以作为对公司业绩提升的重要补充。公司持有国贸期货有限公司（以下简称“国贸期货”）、厦门金海峡投资有限公司（以下简称“金海峡投资”）、福建金海峡融资担保有限公司（以下简称“金海峡担保”）和福建金海峡典当有限公司（以下简称“金海峡典当”）等 100% 股权。此外，公司持有与中国农业银行合作发起设立的厦门同安农银村镇银行有限责任公司 9% 股权以及厦门海沧恒鑫小额贷款有限公司 9% 股权。近年来公司不断对金融板块进行资源整合，以更好地为客户提供全面、多方位的一体化综合金融服务。

期货及衍生品方面，国贸期货成立于 1995 年 12 月，注册资本 5.3 亿元，总部位于厦门，截至 2017 年 9 月末在上海、广州和天津等全国 11 个城市设

有营业部，并先后在上海自贸区、厦门自贸区和香港成立从事风险管理业务的国贸启润资本管理有限公司、从事资产管理业务的厦门国贸资产管理有限公司和从事境外业务的国贸期货（香港）有限公司。国贸期货从 1996 年开始从事商品期货经纪业务，拥有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所的交易席位，是上海期货交易所交易委员会委员和郑州商品交易所交割委员会委员。国贸期货的客户以散户为主，近年来散户业务量占比一直高于 90%。2014 年，国贸期货完成代理交易量 0.20 亿手，代理交易额 2.60 万亿元，实现营业收入 5,155.65 万元，同比减少 13.05%，主要系政策变动导致 2014 年交易所返还手续费减少所致。2015 年，国贸期货完成代理交易量 0.37 亿手，代理交易额 9.14 万亿元，实现营业收入 7,430.21 万元，同比增加 44.12%，主要系交易手续费收入增加所致。2016 年，国贸期货完成代理交易量 0.4 亿手，代理交易额 1.85 万亿元，实现营业收入 7,598.41 万元。同时，国贸期货在上海自贸区从事期现结合业务及风险管理业务的子公司国贸启润资本管理有限公司收入同比大幅增加 184.57% 至 58.11 亿元，受益于此，公司金融服务业务实现营业收入 62.60 亿元，同比增长 161.18%，已逐步成为公司新的收入增长点。此外，2016 年国贸期货香港子公司正式设立，并获香港证监会颁发期货经纪业务牌照，公司海外金融业务得以拓展。2017 年 1~9 月，国贸期货业务发展迅速，实现营业收入 86.99 亿元，同比增长 194.16%。同时，公司获得原油期货交易的会员资格，国贸期货香港子公司于第二季度正式运营。

公司中小微企业金融服务平台业务方面，金海峡投资已发展成为在闽南地区具有影响力的行业龙头之一，下属机构包括金海峡担保、金海峡典当以及深圳金海峡融资租赁有限公司等，经营范围涵盖担保、典当、融资租赁、资金业务、股权投资、保理等。截至 2016 年末，金海峡投资净资产 6.96 亿元，2016 年度实现净利润 0.71 亿元。截至 2017 年 9 月末，金海峡投资净资产 14.99 亿元，2017 年 1~9 月实现净利润 0.68 亿元。

投资业务方面，公司入股江西省盐业集团公司，拍卖取得上海银行 0.0007% 股权，参与中金公司 H 股 IPO、南宁糖业及南孚电池定增等多个资本运作项目，同时持有变现能力较好的三钢闽光、海南橡胶等上市公司股票。2016 年以来，公司成功入股成都银行股份有限公司，参与神州优车集团定增、正奇安徽金融控股有限公司增资扩股和泰地石化集团有限公司的增资扩股，并发起筹建福建交易所清算中心和厦门国科股权投资基金等多个项目。该部分流动性较好的可供出售金融资产已在前期为公司带来了较好的投资收益，未来公司将依据市场形势择机继续进行股权投资，为公司的盈利性和流动性提供较好补充。

**表 10：截至 2017 年 9 月末公司持有上市公司股权情况**

单位：万元、%

证券简称	最初投资成本	持股比例	期末账面值
三钢闽光	6,218.47	0.73	15,860.74
禹洲地产	HKD7,625.92	1.06	HKD16,669.83
海南橡胶	95.07	0.01	200.29
长航凤凰	0	0.03	157.26
中金公司	HKD6,714.04	0.16	HKD10,394.15

注：长航凤凰股份系债务重组取得，其他股份均为法人股投资。  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年 4 月，厦门国贸股份公告称，公司与国投大通（福建）投资发展有限公司（以下简称“国投大通”）签署协议，以 2,550 万元人民币收购其全资子公司海峡联合商品交易中心有限公司（以下简称“海峡联合交易中心”）51% 的股权。海峡联合交易中心成立于 2014 年 1 月 21 日，注册资本 5,000 万元（实缴资本 2,500 万元），该中心可开展纺织化纤类产品的现货交易，并提供信息发布、市场管理、交收交割、资金结算等方面服务。截至 2016 年末，海峡联合商品交易中心有限公司净资产 2,322.90 万元，2016 年实现净利润-793.92 万元。截至 2017 年 9 月末，海峡联合商品交易中心有限公司净资产 1,866.80 万元。

总的来看，金融投资、期货及担保等业务是公司流通整合服务不可或缺的一环，未来公司将在“主业突出”的前提下支持适度多元拓展，进一步发挥各业务板块之间的协同作用，为公司后续发展提供支撑。

## 公司治理

### 治理结构

公司遵照《公司法》、《证券法》等法律、法规以及中国证监会、上海证券交易所有关文件的要求规范运作，设立了股东大会、董事会及下属的专业委员会，规章制度和工作细则基本完善。股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督，总裁在董事会领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

### 内部管理

公司按照相关法律规定，不断完善公司法人治理结构，设立了总裁办公室、行政管理部、战略发展部、人力资源部、建设管理部、信息管理部、经营财务部、资金部、内控与审计部、法律事务部、投资管理部和证券事务部协助总裁工作，并在流通整合服务和房地产开发业务两大板块管理的基础上，成立专门的子公司进行专业化经营。厦门国贸股份与下属公司分工明确，公司本部主要负责拟订和推进集团的发展战略、制定和执行集团年度财务收支预算和决算，以及对下属公司行使投资、股权管理等职能，并按照出资比例对下属公司行使相应的资产管理权；同时开展大宗商品的贸易业务。下属公司实行专业化经营，自主经营，自负盈亏。

营运资金管理方面，公司通过制定《资金管理办法》，加强资金的内部控制与管理，规范资金支出审批程序，明确审批权责，确保货币资金安全，提高资金使用效果，降低财务风险。公司实行“集中管理，分级负责”的资金管理体制。遵循“量入为出，确保重点、安全高效”的管理原则。各单位负责人为资金管理的第一责任人。公司财务管理部对公司及所属单位的资金收入和支出，以财务公司为平台进行集中统一管理。

资金管理控制方面，公司制订了《资金管理规定》，明确了公司本部各部门、公司全资子公司、控股子公司和驻外机构的资金管理均按照该规定执行。公司通过统一资金管理，规范了资金运作，提高了资金使用效益，确保了资金的支付安全。现金流风险管理上，公司在预付款和应收款两端实行

管理：公司和信用保险公司合作，减少赊销和预付款的风险；公司每周进行跟踪，对逾期账款及时进行催收。

在业务风险管理上，对于涉及到商品期货、NDF等金融衍生工具操作的业务，公司对业务流程进行严格的规范，并由专业人员实施操作，最大程度减少操作风险。贸易价格风险管理上，公司对不同的贸易商品设定一定的敞口上限，对于价格波动较大的商品，通过上下价格锁定以保证业务利润；对于期货交易所挂牌交易的商品品种，通过套期保值对冲价格风险；对于其他商品则是通过保证金等多种方式共同控制风险。仓储物流风险管理上，公司重视仓库等物流供应商资质的审核，慎重选择仓储单位，首选资信良好的国有控股的物流供应商。加强对存货仓库的盘点，排查风险隐患，确保货物安全。信息链风险管理上，公司通过ERP系统保证信息在公司管理层面的及时充分流动。

需要关注的是，公司在信息披露及内部控制管理等方面存在不足，期货资管业务存在一定的合规风险。2017年12月20日，上海证券交易所发布《关于对厦门国贸集团股份有限公司及董事会秘书陈晓华予以通报批评的决定》（[2017]75号）（以下简称“决定书”），决定书表示：1、公司在设立磐石成长二号、磐石成长三号、磐石成长四号、咏溪一号、咏溪二号等5只资管计划时，未按规定及时披露可能面临的重大或有负债；在资管计划触及强平线后，公司未及时披露其可能承担的份额回购/差额补足义务，直至2017年7月8日发布补充公告时才首次披露为5只资管计划的部分优先级投资者提供了份额回购/差额补足的承诺，公司信息披露存在前后不一致，未能保证公告内容的真实、准确、完整，违反了《上海证券交易所股票上市规则》第2.1条、第2.3条和第11.12.5的规定。2、公司时任董事会秘书陈晓华作为公司信息披露的具体负责人，同时作为国贸资管的董事长和分管领导，对本次资管计划具有最终审批权，未勤勉尽责，对公司违规行为负有主要责任，其行为违反了《股票上市规则》第2.2条、第3.1.4条、第3.1.5条和3.2.2条的规定及其在《董事（监事、高级管理人员）声明及承诺书》

中做出的承诺。鉴于上述违规事实和情节，根据《股票上市规则》第 17.2 条、第 17.4 条及《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》的有关规定，上海证券交易所做出纪律处分决定：对公司及时任董事会秘书陈晓华予以通报批评。对于上述纪律处分，上海证券交易所将通报中国证监会，并计入上市公司诚信档案。公司于 2018 年 1 月 11 日披露《厦门国贸集团股份有限公司关于收到上海证券交易所纪律处分决定书及对公司债券影响的公告》（以下简称“公告”），公告称，公司高度重视，及时向公司董事、监事及高级管理人员进行传达，组织有关负责人进行了认真分析讨论，并根据有关法律法规和公司内部管理制度的规定和要求，指定了整改方案，严格落实整改措施。中诚信证评将持续关注本次事项对公司未来经营及整体信用状况的影响。

总体看，厦门国贸股份建立了法人治理结构较为完善，内部管理制度较为健全，但实际执行力度仍有待进一步强化；下属公司的分工明确，专业化程度较高。

## 战略规划

根据公司最新五年战略发展规划（2017~2021），未来公司将深耕供应链管理、房地产经营、金融服务和投资四大板块的业务，形成合理布局，实现协同发展的目标。

供应链管理是公司整体发展的重要基础和依托，公司将致力于提升自身在供应链管理中的组织管理与服务能力。房地产经营是公司业务的重要支撑，公司将继续以标准化建设，完善产品、管理和服务体系，提升运营能力，构建以销售型和运营型地产相协同的业态组合。金融服务作为公司重点培育业务，是公司其他业务的重要补充，是响应内外外部客户深度需求，粘合终端客户，提高整体利润的重要平台。投资板块是公司着力培育的新兴板块，公司利用财务和战略投资，在中长期内打造新增长极。

公司未来投资主要包括贸易业务产业链进一步整合、房地产土地储备和金融板块投资。公司将加大金融业务板块发展力度，同时发挥多元化经营

优势，加强金融、互联网等工具对业务的支撑和粘合作用，推动创新转型，提升资源使用效率，逐步建立合作多赢的商业生态圈模式。

整体上，公司未来发展战略清晰，业务规划全面，有利于充分发挥主业协同效应，提升公司内在价值。不过，宏观政策环境和市场变化使得公司战略规划的有效实施将面临一定的挑战。

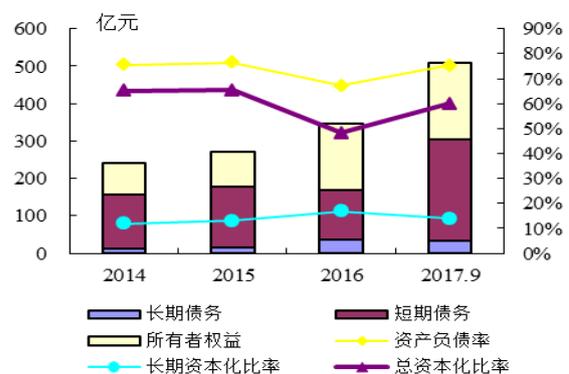
## 财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2017 年 1~9 月财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

### 资本结构

近年随着各类业务规模的不断扩大，公司资产规模持续增长，2014~2016 年末，公司总资产分别为 344.42 亿元、400.65 亿元和 547.73 亿元，复合增长率为 26.11%。公司经营状况稳定，自有资本实力持续增强，2014~2016 年末，公司所有者权益合计分别为 84.15 亿元、94.07 亿元和 179.16 亿元，复合增长率为 45.91%，其中 2016 年增幅较大，主要系当年合计发行 63 亿元永续债计入其他权益工具所致。截至 2017 年 9 月 30 日，公司资产规模达 819.28 亿元，所有者权益达 203.03 亿元。

图 8：2014~2017.9 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2014~2016 年末，公司总负债分别为 260.27 亿元、306.59 亿元和 368.57 亿元，年复合增长率为 19.00%。截至 2017 年 9 月末，公司总负债继续上升至 304.40 亿元。受此影响，公司财务杠杆呈现波

动状态，2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司资产负债率分别为 75.57%、76.52%、67.29% 和 75.22%；同期总资本化比率分别为 65.89%、64.26%、46.34% 和 59.63%。近年来，公司资产负债率均呈上升态势，主要是因为公司贸易规模的增大、房地产土地储备的增加和在建楼盘投资的增长等因素推升公司资金需求，其中 2016 年由于永续债的发行，当期负债率有所下降。

从资产构成来看，贸易与房地产行业特性决定了公司以流动资产为主的资产结构，近年来流动资产在总资产中占比近 90%。2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司流动资产分别为 304.87 亿元、354.09 亿元、483.55 亿元和 716.19 亿元，增长较快，主要系由于房地产存货和贸易业务规模扩大。截至 2016 年末，公司流动资产为 483.55 亿元，其中存货、货币资金、预付账款、应收账款和其他流动资产分别为 235.68 亿元、41.94 亿元、42.79 亿元、33.84 亿元和 61.69 亿元，在流动资产中占比分别为 48.74%、8.67%、8.85%、7.00% 和 12.76%。具体来看，公司存货主要以库存商品和房地产开发成本为主，其中库存商品主要是大宗商品贸易的备货，公司运用套期保值等各类金融衍生工具对冲价格风险，控制存货跌价风险，房地产开发成本主要是未竣工的在建楼盘和土地储备，近年来房地产开发成本随房地产业务规模扩大而增长较快；2016 年末货币资金包括 5.42 亿元受限资产，主要由开具银行承兑汇票等各类保证金、结算担保金和商品房预售监管资金等构成；应收账款主要系对贸易业务下游客户提供的融资，其中账龄在 1 年以内占比 93.38%，其规模近年随着贸易业务规模增长而增加；预付款项主要包括贸易业务预付的采购款及预付造船款，其中 94.4% 以上账龄在一年以内，回收风险可控，截至 2017 年 9 月末，公司预付款项较上年末增加 59.38 亿元至 102.17 亿元，主要系库存商品的采购规模及土地储备规模增加；其他非流动资产主要为理财产品、委托银行贷款、保理款等，近年来增幅较大主要系公司的保理款、委托贷款及使用临时沉淀的自有资金购买短期理财产品等所致。此外，截至 2017 年 9 月末，公司其他应收款为 44.50 亿元，较年初

增加 26.60 亿元，主要系关联方往来款等增加所致。

非流动资产方面，2014~2016 年末，公司非流动资产分别为 39.55 亿元、46.56 亿元和 64.18 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资、可供出售金融资产和递延所得税资产构成，截至 2016 年末，上述四项分别为 13.51 亿元、13.18 亿元、10.03 亿元和 12.93 亿元，在非流动资产中占比分别为 21.05%、20.54%、15.63% 和 20.15%，其中长期股权投资主要系对厦门集装箱码头集团有限公司、福建东南花都置业有限公司、江西省盐业集团有限责任公司等企业的股权投资；可供出售金融资产主要系对银行、小贷、有色、航空等领域的股权投资，近年来增长较快，主要系公司增加了对银行、证券、股权基金等金融业投资。截至 2017 年 9 月末，公司非流动资产 103.09 亿元，较年初增幅较大，主要系新增正奇安徽金融控股有限公司、泰地石化集团有限公司、德邦证券股份有限公司等投资项目，国贸金融中心的商业部分已完工结转至投资性房地产，及应收融资租赁款随融资租赁业务规模增长而增加。

从负债结构看，2014~2016 年末，公司流动负债分别为 247.97 亿元、289.30 亿元和 326.67 亿元，分别占当期负债总额的 95.28%、94.36% 和 88.63%，公司流动负债占比逐年下降。公司流动负债主要由短期借款、交易性金融负债、应付票据、应付账款和预收款项构成，截至 2016 年末，以上五项分别为 28.89 亿元、29.62 亿元、57.05 亿元、20.63 亿元和 139.94 亿元，在流动负债中占比分别为 8.84%、9.07%、17.46%、6.32% 和 42.84%。其中，公司短期借款主要系信用借款及质押借款；交易性金融负债由贵金属租赁业务形成，该业务主要系公司为降低资金成本而于 2013 年起开展的黄金租赁银企合作，即公司先与商业银行签订租赁期限不超过一年的黄金租赁协议，从银行租入黄金并通过上海黄金交易所卖出取得现金，在租赁到期日买回相同数量和规格的黄金偿还银行并支付约定租金，同时使用期货工具对持有的黄金头寸进行了套期保值，规避合作期间黄金价格波动风险，2016 年贵金属租赁业务规模大幅增长至 29.62 亿元；应付票据主要系银

行承兑汇票和国内信用证；应付账款主要系贸易货款和工程款；预收款项主要系预售房款和贸易货款，2016年预收款项增长100.65%至139.94亿元，主要系预售房款增加65.28亿元至114.85亿元，预售房款主要来自于厦门国贸商城同悦、厦门国贸天悦、南昌国贸春天和上海国贸天悦等项目。此外，2016年公司期货合约和外汇合约浮动亏损增加，衍生金融负债增长248.51%至12.64亿元。截至2017年9月末，公司流动负债573.84亿元，在负债总额中占比93.12%，较年初增长75.66%，主要系当期供应链管理业务规模扩大带动短期借款、短期融资券、往来款等融资规模增长所致。2014~2016年末，公司非流动负债分别为12.30亿元、17.29亿元和41.91亿元，其中2016年增幅较大主要系发行28亿元“国贸转债”。截至2016年末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款主要为房地产子公司以土地使用权及在建工程为抵押的借款。截至2017年9月末，公司非流动负债为42.41亿元，主要包括长期借款15.81亿元和应付债券17.21亿元。

债务规模及期限结构方面，2014~2016年及2017年9月末，公司债务规模分别为162.59亿元、169.11亿元、154.73亿元和299.86亿元，其中，长期债务分别为11.26亿元、8.61亿元、36.53亿元和33.02亿元。2015年，公司债务总额同比增长4.00%，主要系公司大宗贸易业务规模增长且多采用票据结算引起票据增加29.83亿元所致；2016年同比减少25.87%主要系短期借款减少40.46亿元；2017年9月末，由于供应链管理业务规模扩大带动短期融资规模大幅增加，公司债务较年初增长较多。

表 11：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司主营业务收入情况

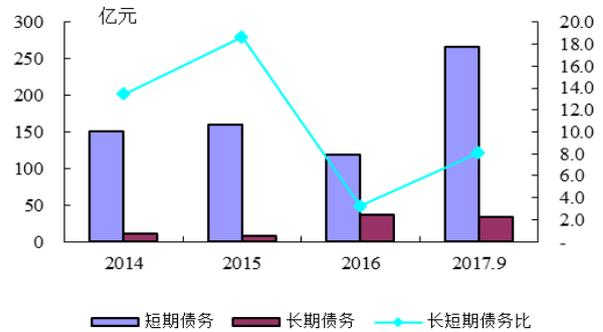
项目	2014		2015		2016		2017.1~9	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
供应链	490.19	2.63	566.29	1.01	873.88	2.75	928.44	1.39
房地产及配套服务	61.01	29.67	51.87	46.08	44.28	52.50	71.4	45.98
金融服务	1.68	98.03	23.97	31.86	62.60	8.69	91.67	6.67
合计	552.88	5.91	642.13	5.80	980.77	5.38	1,091.51	4.75

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

毛利率方面，在低迷的国内外经济与贸易环境下，公司通过供应链整合、优化贸易业务结构，营

2014~2016年及2017年9月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为13.44、18.64、3.24和8.08，短期偿债压力较大。

图 9：2014~2017.9 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩张，公司资产和负债规模均不断提升，公司资产结构体现了贸易和房地产行业的特征，目前短期债务和负债率水平偏高。

### 盈利能力

公司营业收入主要来自供应链管理和房地产开发业务，其中供应链管理板块的收入贡献最大。随着业务规模的不断扩大，近年来公司营业总收入持续增加，2014~2016年分别为552.88亿元、642.13亿元和980.77亿元，复合增长率为33.19%。毛利率方面，2014~2016年，公司营业毛利率分别为5.91%、5.80%和5.38%，持续减少，主要系毛利率较低的供应链管理板块占比不断增加所致。2017年1~9月，公司营业总收入和毛利率分别为1,091.51亿元和4.75%。

业毛利率小幅减少，2014~2016年公司综合毛利率分别为5.91%、5.80%和5.38%。从各板块盈利能力

上看,在公司营业总收入中占比最大的供应链运营业务毛利率相对较低,2015年由于大宗商品价格下跌,毛利率下降至1.01%,但公司通过套期保值规避了价格风险,相应的收益体现在了投资收益中,若将该部分投资收益还原至供应链板块收入中,公司毛利率仍保持较为稳定;同期房地产业务毛利率则为46.15%,与2014年相比大幅增长,主要是由于2015年结算的新天地楼盘毛利率较高;2015~2016年金融服务业的毛利率相较2014年大幅下降,主要是由于2015年国贸期货在上海自贸区设立的风险管理子公司国贸启润资本有限公司主要从事期现结合的基差套利业务,期现结合的基差套利业务相比原有金融服务业务的毛利率较低。

期间费用方面,随着公司业务的扩张,近年来公司期间费用逐步增加,2014~2016年三费合计分别为19.42亿元、22.79亿元和23.00亿元,其中销售费用在三费中所占比例最高,分别为57.17%、53.26%和60.72%。同时,2014~2016年财务费用分别为6.54亿元、8.73亿元和7.00亿元,呈波动状态,主要系借款规模及汇兑损失变化所致。2014~2016年及2017年1~9月,公司三费收入占比分别为3.51%、3.55%、2.35%和1.95%,整体看,公司期间费用控制能力持续增强。

表 12: 2014~2017.9 公司期间费用情况

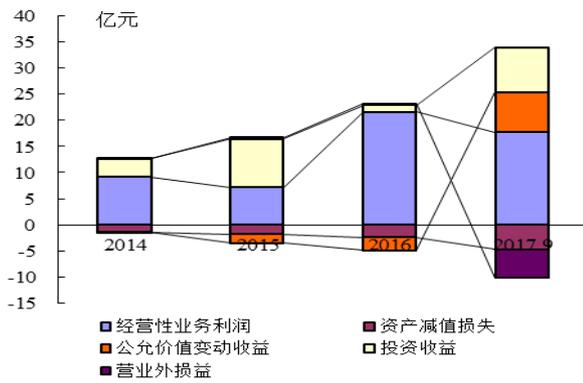
	单位: 亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.1~9
营业费用	11.10	12.14	13.97	13.62
管理费用	1.78	1.93	2.04	1.70
财务费用	6.54	8.73	7.00	5.94
三费合计	19.42	22.79	23.00	21.25
营业总收入	552.88	642.13	980.77	1,091.51
三费收入占比	3.51	3.55	2.35	1.95

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2014~2016年公司利润总额分别为11.21亿元、13.17亿元和18.29亿元,其中经营性业务利润和投资收益占比较大。2014~2016年,公司经营性业务利润分别为9.14亿元、7.14亿元和21.61亿元,2015年同比有所减少主要系当年财务费用高企所致,2016年大幅增加主要受益于营业收入规模的大幅增长;投资收益分别为3.51亿元、9.31亿元和

1.23亿元,其波动主要系各年度处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益变化所致;资产减值损失分别为1.42亿元、1.82亿元和2.42亿元,主要系计提的固定资产减值损失和贷款损失准备金;公允价值变动损失分别为0.71亿元、1.72亿元和2.47亿元,其变化主要系持有的期货合约的公允价值浮动所致;营业外收益分别为0.06亿元、0.26亿元和0.34亿元。2014~2016年公司净利润分别为8.69亿元、9.46亿元和13.82亿元。2017年1~9月公司利润总额和净利润分别为24.22亿元和18.28亿元,其中经营性业务利润、资产减值损失、公允价值变动收益、投资收益和营业外损失分别为17.70亿元、4.72亿元、7.62亿元、8.55亿元和-5.45亿元,资产减值损失主要系计提的坏账准备和存货跌价准备增加所致,公允价值变动收益主要系所持期货合约和外汇合约的公允价值增加所致,投资收益主要系处置外汇合约和期货合约的收益及理财产品收益,营业外损失主要系2016年磐石成长二号、磐石成长三号、磐石成长四号、咏溪一号、咏溪二号等五资管计划的净值出现较大幅度下跌,根据资管计划协议安排,若资管计划资产净值不足以支付优先级投资者份额的本金及预期收益,普通级投资者需对优先级投资者份额的本金及预期收益进行补足,如出现补足不足的情形,则触发公司及子公司厦门国贸投资有限公司的份额回购/差额补足义务,公司有权向普通级投资者追索,由于此次触发份额回购/差额补足义务,公司基于谨慎性原则对以上五资管产品期末净值不足以支付给优先级投资者份额的本金及预期收益部分计提了预计损失5.18亿元,截至2017年10月27日,公司实际收到普通级投资者的补偿款0.31亿元,此外普通级投资者提供了采矿权抵押和相关矿业公司的连带责任担保,及其他资源性公司的股权进行担保,相关手续正在落实办理中。

图 10: 2014~2017.9 公司利润总额构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司业务规模和收入逐年增长, 在低迷的国内外经济与贸易环境下, 通过供应链整合、优化贸易结构, 保持较强的获利能力。虽然债务规模增加导致的财务费用提升一定程度侵蚀了公司的经营性业务利润, 但得益于投资收益和公允价值变动收益对利润总额的有效补充, 公司利润总额保持在一定规模, 整体盈利能力较为稳定。未来需对公司供应链业务的风险控制和房地产业务的持续盈利能力保持关注。

### 偿债能力

从获现能力来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额以及利息支出构成, 受利润总额增加和利息支出规模变大影响, 近年来公司 EBITDA 呈现增长态势。2014~2016 年 EBITDA 分别为 18.39 亿元、19.88 亿元和 26.21 亿元, 复合增长率为 19.39%。

从主要偿债指标来看, 2014~2016 年末, 公司总债务分别为 162.59 亿元、169.11 亿元和 154.73 亿元, 同期总债务/EBITDA 分别为 8.84、8.51 和 5.90 倍; 同期 EBITDA 利息倍数分别为 2.94、3.00 和 3.81 倍, 公司 EBITDA 对债务本息具有较好的保障。

从现金流来看, 2014~2016 年公司经营活动净现金分别为 -37.26 亿元、27.55 亿元和 22.88 亿元。2014 年, 受新增土地储备及预付大宗商品采购款增加的影响, 公司经营活动现金流呈现净流出状态; 2015~2016 年, 公司房地产项目预收房款增加使得经营活动产生的现金流量净额大幅增长。2014~2016 年, 公司经营活动净现金/总债务分别为 -0.23、0.16 和 0.15 倍, 经营活动净现金/利息支出

分别为 -5.97、4.16 和 3.03 倍。2017 年 1~9 月, 因公司增加大宗商品采购量, 存货和预付账款相应增加, 经营活动净现金为 -113.80 亿元。

表 13: 2014~2017.9 公司偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.9
总资产 (亿元)	344.42	400.65	547.73	819.28
总债务 (亿元)	162.59	169.11	154.73	299.86
资产负债率 (%)	75.57	76.52	67.29	75.22
总资本化率 (%)	65.89	64.26	46.34	59.63
经营活动净现金 (亿元)	-37.26	27.55	22.88	-113.80
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.23	0.16	0.15	-0.51
EBITDA (亿元)	18.39	19.88	26.21	-
总债务/EBITDA (X)	8.84	8.51	5.90	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.94	3.00	3.81	-

注: 2017 年 1~9 月经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2017 年 9 月 30 日, 公司无对外担保, 无重大诉讼、仲裁事项。所有权受限资产方面, 截至 2017 年 9 月末, 公司所有权受到限制的资产共计 86.42 亿元, 主要由于银行借款抵押、期货交易质押、银行授信质押以及担保和诉讼等产生, 且受限资产以存货为主。

表 14: 截至 2017 年 9 月末公司受限资产明细

单位: 万元

受限资产类别	受限资产账面价值	受限原因
一、用于担保的资产		
货币资金	44,289.84	各类担保
交易性金融资产	16,300.81	债券质押回购
应收账款	2,094.31	银行借款抵押
应收票据	36,907.70	银行授信质押
存货-库存商品	184,190.64	期货交易质押、银行授信质押及借款抵押
存货-开发成本	384,292.66	银行借款抵押
存货-开发产品	5,398.17	银行借款抵押
固定资产	37,315.42	银行借款抵押
投资性房地产	85,716.93	银行借款抵押
二、其他原因造成所受到限制的资产		
货币资金	63,539.63	涉及诉讼, 所有权收到限制
固定资产	4,182.84	涉及诉讼, 所有权收到限制
<b>合计</b>	<b>864,228.95</b>	<b>-</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与多家商业银行保持良好

的合作关系，截至 2017 年 9 月 30 日，公司取得各银行授信总额为 704.83 亿元，未使用的授信额度为 296.29 亿元。总体来看，公司外部融资条件较好，有助于提高公司的财务弹性和偿债保障能力。

总体而言，近年来公司业务规模稳步增长，负债水平处于较高水平；但良好的盈利能力以及通畅的外部融资渠道，能够为债务的偿还和业务稳定发展提供良好支持。

## 递延支付利息条款及偿付顺序

本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

付息日前 12 个月，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设置保证了本次债券信用质量，未对债项级别构成影响。

## 结 论

综上，中诚信证评评定厦门国贸集团股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券”信用级别为 **AAA**。

## 关于厦门国贸集团股份有限公司 公开发行2018年可续期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。

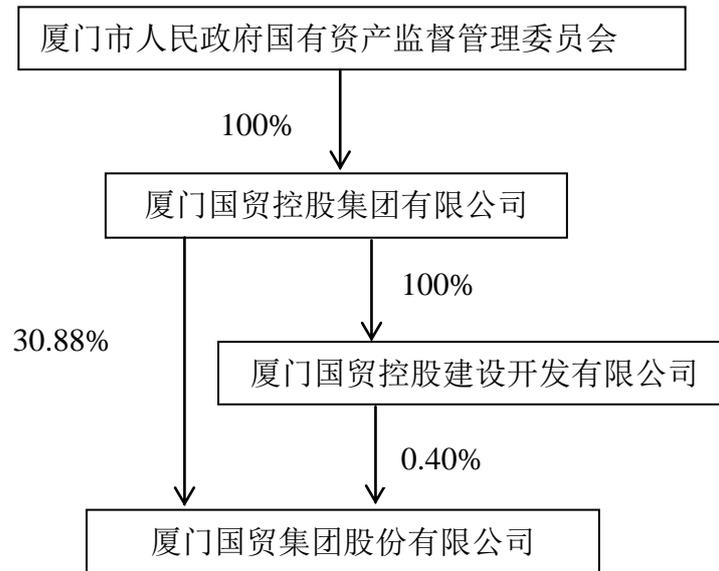
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

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根据监管要求或约定在本公司网站（[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不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

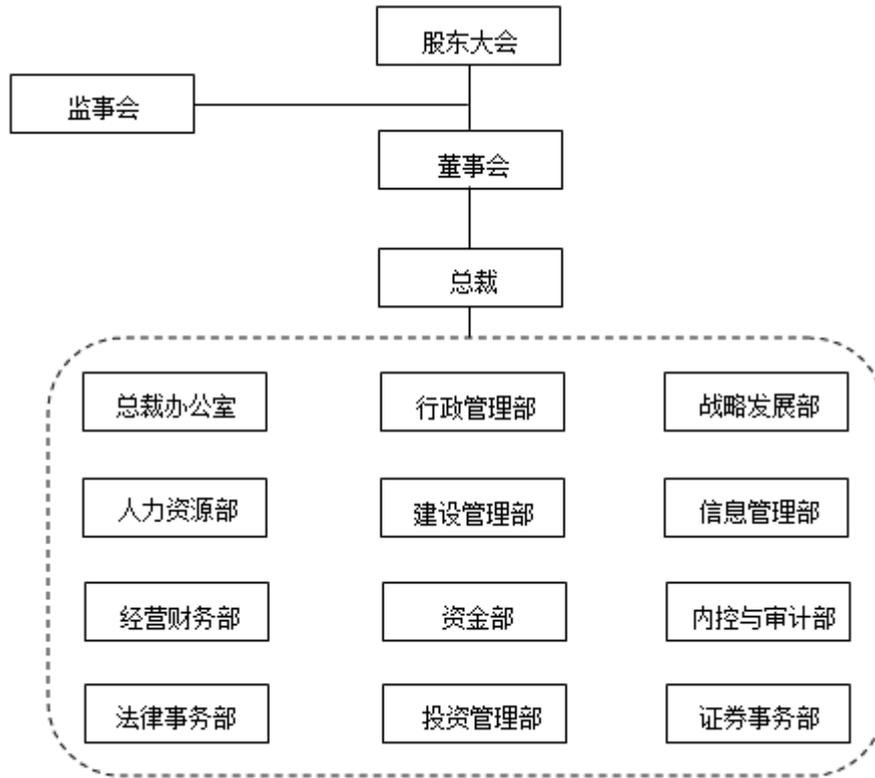
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：厦门国贸集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：厦门国贸集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供

**附三：厦门国贸集团股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.9
货币资金	264,901.77	362,621.70	419,436.41	499,128.55
应收账款净额	184,384.37	232,369.40	338,410.07	432,228.31
存货净额	1,732,401.89	1,938,576.34	2,356,822.26	3,105,532.93
其他应收款	172,258.54	208,897.87	178,938.34	444,955.53
长期投资	157,015.26	171,108.80	232,145.26	413,728.75
固定资产（合计）	167,734.15	184,785.33	218,559.41	310,820.24
总资产	3,444,201.44	4,006,523.08	5,477,323.73	8,192,813.11
短期债务	1,513,303.01	1,604,946.00	1,182,008.02	2,668,441.04
长期债务	112,634.54	86,109.88	365,263.43	330,176.97
总债务	1,625,937.55	1,691,055.88	1,547,271.45	2,998,618.00
总负债	2,602,664.28	3,065,860.59	3,685,739.50	6,162,481.75
所有者权益（含少数股东权益）	841,537.16	940,662.49	1,791,584.23	2,030,331.36
营业总收入	5,528,789.49	6,421,262.83	9,807,656.68	10,915,070.45
三费前利润	285,515.62	299,281.87	446,117.00	389,559.08
投资收益	35,065.87	93,114.81	12,301.27	85,546.72
净利润	86,870.56	94,649.16	138,212.76	182,751.00
EBITDA	183,892.12	198,824.57	262,101.48	-
经营活动产生现金净流量	-372,571.33	275,538.56	228,803.62	-1,138,035.01
投资活动产生现金净流量	-65,628.23	36,422.33	-740,995.54	-46,288.67
筹资活动产生现金净流量	474,011.51	-241,042.67	551,210.86	1,218,082.86
现金及现金等价物净增加额	34,494.14	71,070.22	44,993.26	32,825.56
财务指标	2014	2015	2016	2017.9
营业毛利率（%）	5.91	5.80	5.38	4.75
所有者权收益率（%）	10.32	10.06	7.71	12.00
EBITDA/营业总收入（%）	3.33	3.10	2.67	-
速动比率（X）	0.53	0.55	0.76	0.71
经营活动净现金/总债务（X）	-0.23	0.16	0.15	-0.51
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.35	0.18	0.26	-0.57
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.97	4.16	3.33	-20.82
总债务/EBITDA（X）	8.84	8.51	5.90	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.94	3.00	3.81	-
资产负债率（%）	75.57	76.52	67.29	75.22
总资本化比率（%）	65.89	64.26	46.34	59.63
长期资本化比率（%）	11.80	8.39	16.94	13.99

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、2017年1~9月所有者权收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

**附四：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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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+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/期末所有者权益

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）

## 附五：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。