



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪547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已发行的“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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持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

二零一八年六月二十五日

厦门国贸集团股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券跟踪评级报告（2018）

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		
债券代码、简称	143972 18 厦贸 Y1		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	基础期限为 2 年（2018/04/26-2020/04/26），在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。		
上次评级时间	2018/02/05		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

厦门国贸	2015	2016	2017	2018.3
所有者权益（亿元）	94.07	179.16	260.00	272.96
总资产（亿元）	400.65	547.73	713.81	869.27
总债务（亿元）	169.11	154.73	207.83	304.14
营业收入（亿元）	642.13	980.77	1,646.51	346.43
营业毛利率（%）	5.80	5.38	4.12	4.42
EBITDA（亿元）	19.88	26.21	39.72	-
所有者权益收益率（%）	10.06	7.71	8.36	8.55
资产负债率（%）	76.52	67.29	63.58	68.60
总债务/EBITDA（X）	8.51	5.90	5.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.00	3.81	3.90	-

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. 2018 年 1-3 月所有者权益收益率经年化处理。

分析师

王 隼 wwang@ccxr.com.cn

汪智建 zhwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 25 日

基本观点

2017 年，全球经济持续温和复苏，随着国内供给侧改革推进，国内经济延续上年平稳发展态势。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）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”）供应链管理板块综合服务能力突出，房地产项目确认收入大幅提升，土地储备充足及金融服务业务快速增长等积极因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司供应链运营业务易受大宗商品价格波动影响、整体债务负担加重等因素可能对公司经营及整体信用状况造成不良影响。

中诚信证评维持厦门国贸主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“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”信用等级为 AAA。

正 面

- 供应链管理板块综合服务能力突出，业务保持增长。2017 年公司继续优化供应链业务结构和运营模式，通过战略合作及产业投资深化业务布局，大宗商品量价齐升，全年实现营业收入 1,416.70 亿元，同比增长 62.11%。
- 房地产项目确认收入大幅提升。2017 年，随着房地产项目结转，公司房地产确认收入 97.67 亿元，同比增长 120.59%。截至 2018 年 3 月末，公司土地储备较为充足，有助于公司实现持续发展。
- 金融服务业务快速增长。2017 年，公司金融服务板块实现营业收入 132.14 亿元，同比增长 111.07%，成为公司盈利增长的有效支撑。

关 注

- 外部环境变化影响。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上升。
- 负债率水平较高，债务负担加重。受供应链业务发展及房地产开发投入对资金需求增大的影响，2017 年末公司债务规模大幅增至 207.83 亿元，债务负担加重。

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）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。

募集资金用途

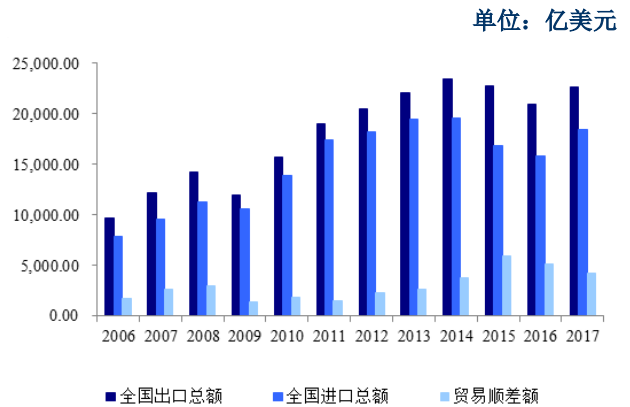
经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]639号文核准,公司获准向社会公开发行不超过人民币10亿元公司债券,发行价格为每张人民币100元,采取网下面向合格投资者簿记建档的方式发行,本次发行的可续期公司债券的期限为2+N年,即以2年为基础期限,在基础期限末及每个续期的周期末,公司有权行使续期选择权,每次续期的周期不超过基础期限;在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本次债券发行工作已于2018年4月26日结束,实际发行金额10亿元,扣除发行费用后进入专项偿债账户。截至本报告出具日,本次债券募集资金扣除发行费用后,已全部用于偿还公司存量债务,本次债券募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

行业分析

2017年以来,全球经济持续温和复苏,国内经济稳中向好,“一带一路”战略稳步推进,外贸转型升级政策效应显现,推动我国外贸进出口结束两年负增长的态势,实现恢复性增长

2017年,全球经济延续复苏态势,经济持续扩张,通胀总温和,国际市场需求总体继续增长,但贸易保护主义加剧威胁全球贸易增长。随着供给侧结构性改革不断深化,国内经济稳中向好,推动全年我国外贸进出口持续增长。2017年,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,同比增长7.9%,创自2014年以来新高;进口1.84万亿美元,同比增长15.9%,创自2012年以来新高。2017年,我国实现贸易顺差0.42万亿美元,较上年度收窄0.09万亿美元。

图1: 2006~2017年我国进出口总额和贸易顺差情况



资料来源: 商务部, 中诚信证评整理

从当前全球贸易环境来看, 经过国际金融危机后近十年的调整, 2017年以来世界经济复苏态势好于预期, 经济增长逐步摆脱低速运行态势, 工业生产、国际贸易等领域持续复苏, 经济增长动力增强。此外, 2017年, 国际市场大宗商品价格整体呈现同比上涨态势, 带动我国进口价格指数上升至109.4, 价格对进口增长的贡献率为52.6%。同时进口原材料价格上涨影响传导至出口制成品, 2017年我国出口价格指数为103.9, 价格对出口增长的贡献率为37.3%。同时, 在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下, 中国外贸总体形势向好, 但不确定不稳定因素有所增多。从国内看, 中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出; 从国际看, 世界经济政治形势更加错综复杂, “逆全球化”和贸易保护主义势力抬头, 主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显, 地缘政治风险此起彼伏, 世界经济复苏基础并不稳固。近来, 中美贸易摩擦加剧, 贸易战一触即发, 若美国加税范围扩大或者税率提高, 可能引起金融市场避险情绪升温, 工业品与黑色系受到冲击, 导致中国征收报复性关税, 从而导致农产品等进口商品的价格大幅升高。

近年来, 人民币汇率双边波动加大, 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。同时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。

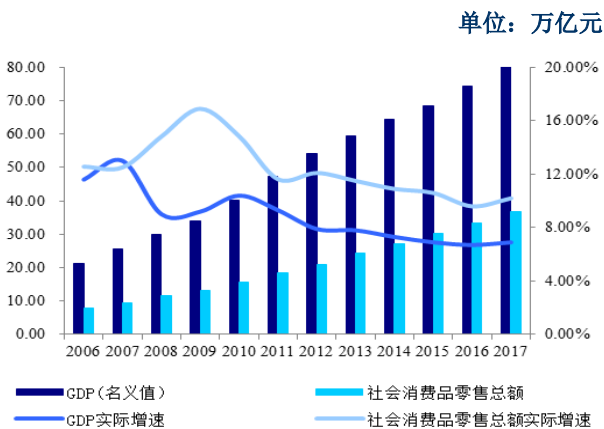
但另一方面, 近期国内经济结构调整持续推

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、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术设备和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，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。

2017 年以来，我国继续推进内贸流通体制改革，推动物流降本增效，我国国内贸易保持较快发展，结构持续优化

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。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 和社会消费品零售总额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2016 年 11 月，我国商务部等 13 部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427 号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017 年 6 月，我国商务部印发了《2017 年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184 号，以下简

称“方案”），方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税；降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化；降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

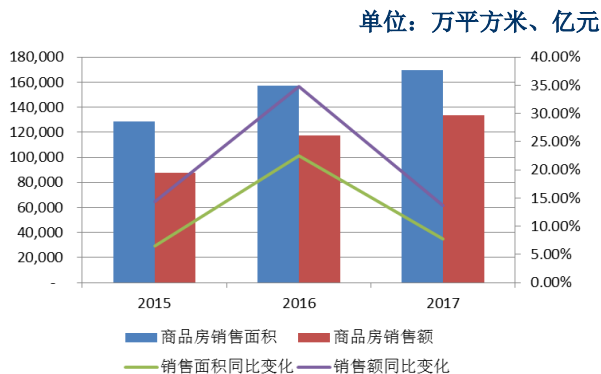
总体上，2017 年，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同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，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋

势，12月全国100个城市住宅成交均价达13,967元/平方米，较上年同期增长7.15%。分城市能级来看，2017年12月末，一线城市住宅均价达41,202元/平方米，较上年同期增长1.43%；同期二线城市住宅均价达12,684元/平方米，较上年同期增长7.70%；而三线城市住宅均价达8,335元/平方米，较年初增长12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图3：2015~2017年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017年房企购置土地面积25,508万平方米，同比上升15.81%；房地产建设用地成交款约13,643亿元，同比上涨49.45%，成交均价涨至5,348.52元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降6.49个百分点和32.76个百分点，为9.49%和14.30%；二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降57.43个百分点和23.22个百分点，为12.33%和29.33%，而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为48.37%和37.05%，同比分别上升35.01个百分点和17.20个百分点。

政策方面，2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省

保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

除短期供需调控政策外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个城市作为住房租赁首批试点。同年10月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，较上年同期增速下降25.51个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自2016年10月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债券发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债券发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%；TOP20房企销售金额集中度则上升7.77

个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

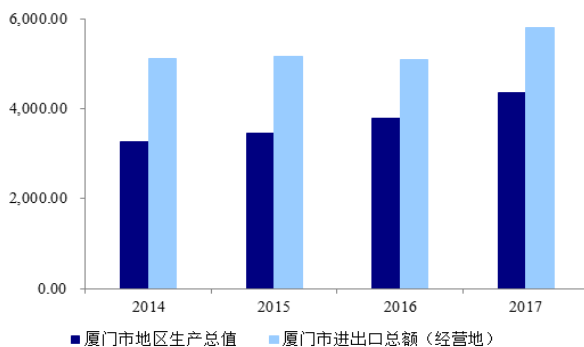
2017 年福建省推进供给侧结构性改革，产业结构不断优化，经济保持平稳较快增长

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。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。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%。外贸方面，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 4：2014~2017 年厦门市地区生产总值及进出口情况

单位：亿元



资料来源：厦门市统计局，中诚信证评整理

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

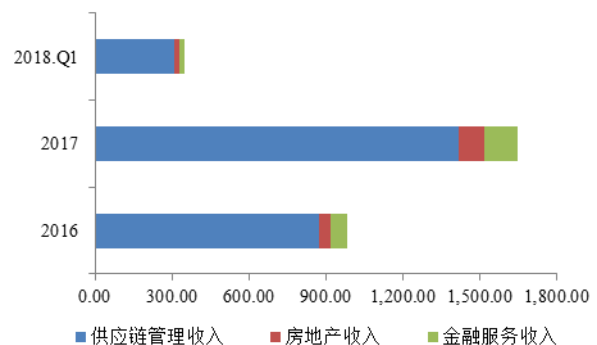
危机和发达国家经济衰退而引起的大宗商品价格波动等因素对公司业务经营产生一定不利影响。

业务运营

公司主要经营供应链管理、房地产和金融服务三大板块业务，其中供应链管理板块对收入的贡献高达 85% 以上。2017 年，公司实现营业收入 1,646.51 亿元，同比增长 67.88%，主要系供应链管理板块业务规模增长驱动，具体来看，2017 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 1,416.7 亿元、97.67 亿元和 132.14 亿元，同比分别增长 62.12%、120.59% 和 111.07%，在当年总营业收入分别占比 86.04%、5.93% 和 8.03%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 346.43 亿元，同比增长 33.17%。

图 5：2016~2018.3 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

公司供应链板块具备很强的规模优势和品牌优势，随着大宗商品价格的回升，2017 年公司供应链管理业务营收同比大幅增长

供应链管理板块是公司重点经营业务，截至 2017 年，公司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，全国汽车经销商 100 强，国家 5A 级物流商。公司的供应链管理板块业务包括大宗商品贸易、汽车经销、物流服务和商业零售业务四大板块。其中大宗商品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，汽车经销、物流服务和商业零售业务是贸易板块的有力补充。

2017 年，随着国际经济环境改善带动外需增

长，国内供给侧改革促进了内需扩张，以及大宗商品价格普遍上涨，公司供应链管理板块实现营业收入 1,416.70 亿元，同比增长 62.11%，实现进出口总额 46.13 亿美元，同比增长 57.01%。

大宗贸易方面，公司继续探索“贸易+物流+金融+电商”的综合发展模式，经营模式以自营为主、代理为辅，开发新市场及海外资源，强化资源获取能力。在贸易品种方面，2017 年，公司钢铁业务表现突出，全年实现大幅增长；PTA 业务改进交易模

式，拓展下游终端市场，业内优势显著；同时，煤炭、天然橡胶、纸浆纸张及制品、有色金属和贵金属、化工产品、棉花、农产品等主要品种亦大幅增长。从毛利率来看，年内公司高速扩张、加快周转以及部分大宗商品业务现货价格波动，使得毛利率有所降低。为规避和防范价格波动风险，公司多年来采用期货套期手段对具体经营业务存货进行保值，全年期货合约的投资收益增长较好补充了公司贸易业务毛利润的下滑。

表 1：2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司前五大贸易品种

单位：亿元、%

2016			2017			2018.1~3		
贸易品种	营业收入	营业毛利率	贸易品种	营业收入	营业毛利率	贸易品种	营业收入	营业毛利率
钢材	143.38	2.03	钢材	336.38	1.20	钢材	77.33	-0.10
铁矿石	139.26	3.24	化纤（含 PTA）	194.53	-0.96	铁矿	46.03	3.49
PTA	63.74	1.43	铁矿	177.74	-0.24	纸业	23.4	3.32
纸业	61.00	2.03	纸业	94.74	3.49	煤炭	21.18	4.02
白银	45.41	1.51	煤炭	78.51	1.96	化纤（含 PTA）	20.8	1.84
合计	452.74	-	合计	867.19	-	合计	188.74	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司铁矿业务以进口为主，主要是从印度、澳大利亚、巴西、乌克兰和俄罗斯等国家进口，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。2017 年，公司持续通过长协和股权合作等形式稳定上游供应资源，巩固并开拓铁矿业务市场。2017 年，公司铁矿业务实现营业收入 177.74 亿元，同比增长 27.63%；2018 年 1~3 月，铁矿业务实现营业收入 46.03 亿元，同比增长 30.88%。

公司钢材业务在福建省市场占有率位居前列。公司钢材业务以内贸为主，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、上海和天津等地。公司为各大钢厂的主要贸易商及长期客户，采购渠道及采购价格相对稳定。近年来，公司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、广西和安徽等市场的开拓，使得钢铁业务的网络布局进一步完善。2017 年，公司钢材业务实现销售收入 336.38 亿元，同比增长 134.61%；2018 年 1~3 月，钢材业务销售收入为 77.33 亿元，同比

增长 44.60%。

汽车业务方面，公司是福建省最大的汽车经销商之一，代理的汽车品牌涵盖了中高档进口车及国产车，已经取得了奥迪、英菲尼迪、凯迪拉克和大众等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、精品美容和二手车置换等完整产业链。2017 年，公司在巩固传统业务的同时，新增经营租赁、融资租赁、平行进口车和综合维修等新兴业务，并与金蝶软件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。截至 2018 年 3 月末，公司 4S 专营店合计 22 家，汽车城 2 家。2017 年，公司汽车业务实现营业收入 46.55 亿元，同比增长 13.21%，汽车整车销售量为 2.74 万辆；2018 年 1~3 月，汽车销售 0.62 万辆。2017 年，公司新增东风日产、通用别克、广汽菲克和上汽荣威等授权网点，销售均价增至 14.94 万元/辆，同比增长 13.35%；受益于客户保有量的增加，公司汽车维修量小幅增长，全年汽车维修数量达 19.75 万辆，同比增长 4.44%，售后维修服务

收入为 3.09 亿元，同比增长 3.69%。2018 年 1~3 月，公司汽车销售均价为 16.61 万元/辆，汽车维修数量为 5.12 万辆，售后维修服务收入为 0.79 亿元。

表 2：2016~2018.3 公司汽车业务经营情况

	单位：万辆、万元/辆、家		
	2016	2017	2018.1~3
销售量	2.72	2.74	0.62
销售均价	13.18	14.94	16.61
维修车辆	18.91	19.75	5.12
4S 店数量	21	22	22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司供应链板块亦涵盖物流服务和商业零售。物流服务为公司供应链管理提供增值服务，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，业务涵盖国内外货代、保税、报关、仓储、场装和运输等，截至 2017 年末，国贸泰达总资产 7.47 亿元，总负债 2.39 亿元；2017 年实现营业收入 6.23 亿元，净利润 0.85 亿元。截至 2018 年 3 月末，国贸泰达总资产 7.30 亿元，总负债 4.88 亿元；2018 年 1~3 月，实现营业收入 0.98 亿元，净利润 0.03 亿元。商品零售方面，2017 年，公司持续优化厦门国贸免税商场服务，旗下厦门国贸金融中心美岁城、厦门国贸商城美岁天地及轻资产管理项目泉州南益美岁天地相继开业，美岁超市向“超市+餐饮”业态升级。2017 年，公司物流服务和商品零售业务稳定发展，形成了贸易板块的有力补充。

总体来看，2017 年，公司供应链管理业务持续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，巩固现有市场，拓展上游资源布局，延伸物流、加工、金融等供应链服务链条，为上下游产业链客户提供深度服务，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。

2017 年以来，公司持续推进项目开发力度，新开工面积和竣工面积同比大幅增长；同期，受各城市房地产市场调控升级影响，公司签约销售金额有所下降

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，2017

年以来主要经营以重点城市为主的高品质住宅开发和商业地产开发业务，覆盖厦门及福建省其他地区、上海、合肥、南昌、杭州等城市，包括国贸天悦、国贸天琴湾、国贸天成、国贸天峯和国贸润园等精品住宅及国贸商城、国贸金融中心等综合地产项目。2017 年，公司房地产业务实现签约销售面积和签约销售收入分别为 42.14 万平方米和 72.31 亿元，同比分别减少 36.83% 和 30.31%；2018 年 1~3 月，实现签约销售面积和签约销售收入分别为 6.32 万平方米和 10.99 亿元，同比分别减少 44.07% 和 34.58%，主要销售项目为龙岩国贸天琴湾、漳州国贸润园、厦门国贸天悦、南昌国贸天悦、南昌国贸春天和上海国贸天悦等项目。

表 3：2016~2018.3 公司房地产板块主要经营指标

	单位：万平方米、亿元		
	2016	2017	2018.1~3
新开工面积	20.09	33.70	17.49
竣工面积	36.21	88.03	23.28
签约销售面积	66.71	42.14	6.32
签约销售收入	103.76	72.31	10.99
确认销售收入	44.23	71.73	13.78

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。2017 年，公司主要销售项目包括上海佘山 37A、上海佘山 54A、合肥国贸天悦、南昌国贸春天、南昌国贸蓝湾、南昌国贸天悦、厦门国贸天悦、厦门国贸商城同悦、漳州国贸润园和龙岩国贸天琴湾等；截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目 9 个，总建筑面积 148.60 万平方米，其中新开工建筑面积 17.49 万平方米，主要在建房地产项目总投资 193.08 亿元，已投资 156.84 亿元。

表 4：截至 2018 年 3 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
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	157,511.29	85.73%
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	42,646.91	48.03%
厦门国贸天悦 5#	厦门国贸天同房地产有限公司	住宅	厦门	4.40	19.49	自有资金、开发贷	51,685.52	8.66%
合肥国贸天悦 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	79,243.51	91.84%
合肥国贸天悦 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	74,390.08	72.09%
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	150,323.27	28.80%
漳州国贸润园二期二标	漳州天同地产有限公司	商住	漳州	3.31	11.21	自有资金	26,023.34	21.37%
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	-	-
杭州钱塘天誉一期	杭州茂国悦盈置业有限公司	住宅	杭州	4.80	20.74	自有资金	-	-
合肥天成 A 地块	合肥天沐房地产有限公司	住宅	合肥	6.98	17.49	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，截至 2018 年 3 月末，公司土地储备规划计容建筑面积合计 125.63 万平方米，确保了地产业务的可持续发展。公司除发展销售型地产外，还进行运营型地产的开发建设，目前公司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。

总的来看，2017 年，受房地产市场调控政策密集出台影响，公司房地产板块签约销售金额有所下降，但由于项目周期影响，当期房地产结转收入同比实现增长，此外，公司土地储备较为充足，为公司地产业务的持续运营提供保障。同时，中诚信证评将持续关注政府房地产调控政策对公司未来拿地及投资等方面的影响。

作为公司新兴主业，2017 年公司金融服务业务完善合规经营，推进区域业务布局，全年增长迅速

金融服务业务为公司的新兴主业之一，包括期货及衍生品业务、以中小微企业为主的金融服务和股权投资业务。2017 年，公司金融服务板块推进区域业务布局，完善风险管控和合规经营，全年实现营业收入 132.14 亿元，同比增长 111.07%；2018 年 1~3 月，实现营业收入 17.89 亿元，同比减少 12.30%。

期货及衍生品业务方面，公司期货及衍生品业务由全资子公司国贸期货有限公司（以下简称“国贸期货”）开展，国贸期货旗下有从事风险管理业务的国贸启润资本管理有限公司（以下简称“启润资本”）、从事资产管理业务的厦门国贸资产管理有限公司（以下简称“国贸资管”）和从事境外业务的国贸期货（香港）有限公司。2017 年，公司成为上海国际能源交易所会员，具备原油期货经纪资格，组建期权业务团队，设立深圳营业部，筹建郑州营业部，拓展业务区域布局，此外，国贸期货香港子公司获香港证监会颁发的期货合约交易牌照，并正式运营。启润资本位于上海自贸区，主要从事期现业务，2017 年实现收入 124.93 亿元，带动公司期货及衍生品业务实现营业收入增至 127.06 亿元，同比增长 114.52%。此外，由于 2016 年运营的资管产品出现经营风险事件，国贸期货及国贸资管接受监管部门及行业自律组织的检查，按照要求落实整改，国贸资管跟进风险产品处置及追偿工作，逐步清理存量产品的增信规模，并加强对资管业务的风险监控。2018 年 1~3 月，公司期货及衍生品业务实现营业收入 16.46 亿元，同比减少 15.85%。

中小微企业金融服务方面，公司全资子公司厦

门金海峡投资有限公司（以下简称“金海峡投资”）专注于中小微企业金融领域，下设担保、典当、融资租赁、商业保理、供应链管理等业务单元，2017年推进业务区域扩张，在深圳、厦门、福州等地增设营业网点，新设深圳金海峡商业保理有限公司、厦门金海峡小额贷款有限公司以及异地分公司，资产规模大幅提升。截至2017年末，金海峡投总资产36.88亿元，净资产15.18亿元，净利润1.01亿元。

投资业务，2017年，公司追加对成都银行股份有限公司0.58亿元的投资，入股德邦证券股份有限公司0.71亿元等，截至2018年3月末，公司拥有可供出售金融资产的账面价值为12.08亿元，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。

总的来看，2017年，公司金融服务板块立足于服务主业及实体经济，拓展业务布局，完善合规经营，经营规模实现快速增长。

财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2015~2017年审计报告及未经审计的2018年1~3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。

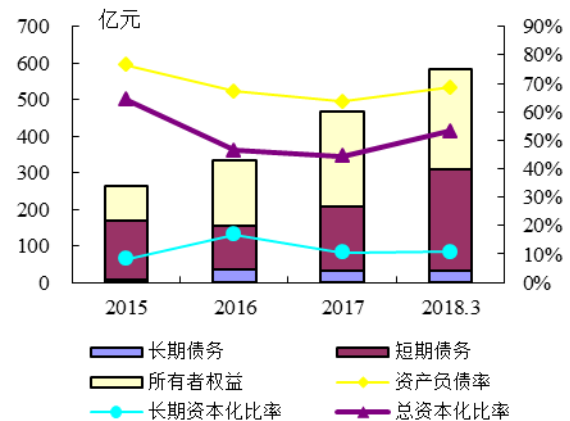
资本结构

随着主要经营板块业务规模的扩张，公司规模继续增长，截至2017年末，资产总额达713.81亿元，同比增长30.32%；同期，负债合计453.81亿元，同比增长23.12%。公司经营状况稳定，2017年，公司发行60亿元永续债券，所有者权益大幅增长，截至2017年末为260.00亿元，同比增长45.12%。截至2018年3月末，公司总资产869.27亿元，总负债596.31亿元，所有者权益272.96亿元。

财务杠杆方面，公司供应链和房地产板块的资金需求量较大，外部融资规模大幅增长，受益于永续债的发行，公司所有者权益增加，账面财务杠杆

比率有所下降，截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为63.58%和44.42%，较上年分别下降3.71和1.92个百分点。但公司对资金的需求仍然较大，截至2018年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至68.60%和53.10%。

图6：2015~2018.3公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

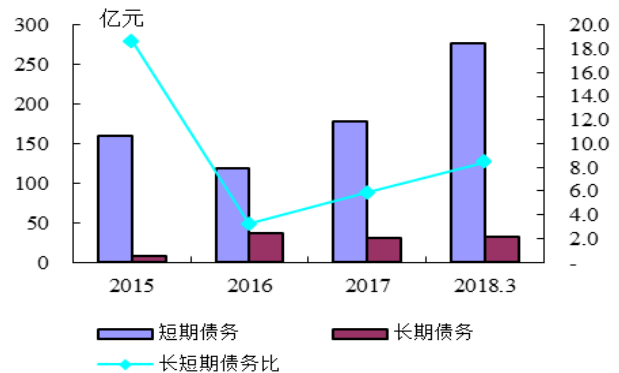
资产结构方面，截至2017年末，公司流动资产合计602.20亿元，同比增长24.54%，占资产总额的84.36%，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。具体来看，截至2017年末，公司货币资金41.62亿元，同比减少0.75%，其中受限金额4.82亿元；预付款项57.59亿元，同比增长34.60%，主要由于供应链管理业务发展良好，相应加大了库存商品的采购规模所致；存货299.09亿元，主要系库存商品及新建项目构成的开发成本和开发产品，较上年末增长49.67%，主要系开发成本和开发产品增加所致。截至2017年末，公司非流动资产合计111.61亿元，占资产总额的15.64%，主要包括长期股权投资、固定资产、投资性房地产、长期应收款及可供出售金融资产，较上年末增长73.91%，其中，长期股权投资28.81亿元，同比增长118.59%，主要系2017年新增合营企业杭州茂国悦盈置业有限公司和联营企业正奇安徽金融控股有限公司等投资项目所致；固定资产净额15.81亿元，主要为房屋建筑物等，同比增长17.07%；投资性房产余额20.18亿元，同比增长157.04%，主要系国贸金融中心的商业部分已完工结转至投资性房地产所致；长期应收款13.26亿元，均为融资租赁款，较上年末增长350.19%，主要系当期公司子公司融资租赁业务规模增长所

致；可供出售金融资产余额13.07亿元，增幅为19.22%，主要系公司2017年对德邦证券股份有限公司、成都银行股份有限公司、厦门国科股权投资基金合伙企业（有限合伙）等增加投资所致。截至2018年3月末，公司流动资产756.76亿元，其中货币资金52.85亿元、交易性金融资产41.86亿元、预付款项90.51亿元和存货360.97亿元；非流动资产112.51亿元，其中可供出售金融资产12.08亿元、长期应收款12.64亿元、长期股权投资28.98亿元、投资性房地产19.85亿元。

负债方面，截至2017年末，公司流动负债为417.18亿元，主要为短期借款、应付票据、预收款项和其他应收款，同比增长27.71%，主要系随着公司供应链管理规模扩大而融资规模扩大所致。截至2017年末，公司短期借款77.56亿元，同比增长168.43%；应付票据69.79亿元，同比增长22.33%；预收款项129.06亿元，同比减少7.77%；其他应付款35.25亿元，同比增长294.36%，主要系当期公司应付子公司少数股东的往来款增加所致。截至2017年末，公司非流动负债36.63亿元，同比下降12.60%，主要系公司长期应付债券减少41.78%至14.19亿元所致。2018年以来，随着供应链规模扩大，公司增加短期借款、短期融资券等融资规模，同时预收款项亦随业务规模增长而增加，截至2018年3月末，公司流动负债555.91亿元，较年初增长33.25%；同期，公司非流动负债40.40亿元。

债务规模及期限结构方面，截至2017年及2018年3月末，公司债务规模分别为207.83亿元和304.14亿元，其中，短期债务分别为177.53亿元和271.44亿元。2017年以来，公司供应链管理业务规模扩大带动短期融资规模大幅增加，公司债务增长较快。截至2017年及2018年3月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为5.86和8.30，短期偿债压力较大。

图7：2015~2018.3公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017年，随着业务规模的持续扩张，公司资产和负债规模均不断提升，而供应链运营和房地产业务特点决定了公司的高负债经营，债务规模上升，永续债券的发行使得公司账面负债率水平有所下降，但未来房地产等业务仍面临较大的资金需求，公司负债规模或将进一步增加，且公司以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

由于供应链业务板块收入大幅增长，2017年，公司实现营业总收入1,646.51亿元，同比增长67.88%。2017年公司供应链管理、房地产业务和金融服务业务收入占营业总收入的比重分别为86.04%、5.93%和8.03%，收入较上年度分别增长62.12%，120.57%和111.09%。2018年1~3月，公司营业收入为346.43亿元，同比增长33.72%。

毛利率方面，2017年，公司营业毛利率为4.12%，较上年度下降1.26个百分点。分板块来看，2017年公司供应链管理板块毛利率1.30%，较上年度下降1.45个百分点；房地产业务板块毛利率下降10.61个百分点至41.90%，主要系当期结算项目龙岩天琴湾和南昌国贸春天项目与上年度的结算项目厦门国贸新天地项目在类型、定位方面等方面存在差别所致；金融服务毛利率6.36%，较上年度下降2.33个百分点，主要系相对公司其他金融服务业务毛利率较低的期现业务规模较大且增长较快所致。2018年1~3月，公司供应链管理板块毛利率回升，带动公司营业毛利率回升至4.42%。

表 5：2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018.1~3	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
供应链管理	873.88	2.75	1,416.70	1.30	309.06	1.99
房地产及配套服务	44.28	52.50	97.67	41.90	19.48	40.97
金融服务	62.60	8.69	132.14	6.36	17.89	6.76
合计	980.77	5.38	1,646.51	4.12	346.43	4.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，随着公司业务保持增长，期间费用逐步增加，2017年公司三费合计32.08亿元，同比上升39.47%，三费收入占比1.95%，较上年减少0.40个百分点，期间费用控制能力尚可。

表 6：2015~2018.3 公司期间费用情况

单位：亿元、%

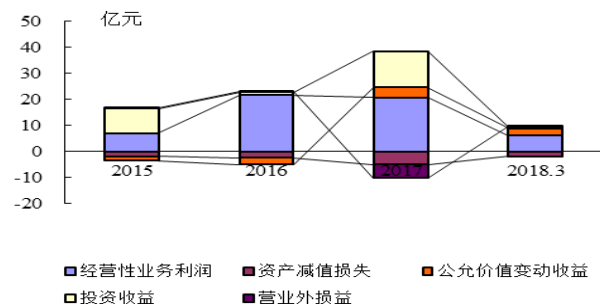
项目	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	12.14	13.97	18.73	4.65
管理费用	1.93	2.04	2.47	0.60
财务费用	8.73	7.00	10.88	2.25
三费合计	22.79	23.00	32.08	7.51
营业总收入	642.13	980.77	1,646.51	346.43
三费收入占比	3.55	2.35	1.95	2.17

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。2017年，公司利润总额为28.29亿元，同比增长54.68%，其中经营性业务利润和投资收益保持较高占比。2017年，公司经营性业务利润20.78亿元，同比下降3.84%，主要系大宗商品价格波动使得公司毛利率下降所致；投资收益13.86亿元，同比增加12.63亿元，主要系公司期货合约、外汇合约的处置收益增加所致；公允价值变动收益为3.79亿元，较上年增长6.26亿元，其变化主要系所持期货合约和外汇合约的公允价值增加所致；营业外损益为-5.81亿元，较上年度减少6.15亿元，主要系公司下属子公司厦门国贸资产管理有限公司五只投向港股的资管产品（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）净值出现较大幅度下跌。在普通级投资者提供差额补足承诺基础上，子公司厦门国贸投资有限公司（下称“国贸投资”）及公司为上述资管计划的部分优先级投资者提供了份额回购或差额补足承诺。由于普通级投资者未能立即足额追加增强资金，该事件触发国贸投资及公司的份额回购/差额补足义务。公司有权向

普通级投资者追索。截至2017年末，上述资管产品中除咏溪二号外的四只产品已完成清算，产品净值损失情况已明确；咏溪二号因尚有一支市值约162万的停牌股票需待其复牌方能处置，尚未清算完毕，年末净值为166万元，因咏溪二号份额为公司持有，后续不会发生财务支持损失。2017年内，公司已为上述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承担了财务支持损失净额为5.43亿元。截至2018年4月26日，普通级投资者已累计追加资金0.40亿元，同时普通级投资者提供采矿权抵押及相关矿业公司的连带责任担保，和其他资源性公司的股权担保，并在持续还款中。2018年1~3月，公司利润总额为7.84亿元，同比增长23.02%，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益分别为6.14亿元、1.92亿元、2.81亿元、0.53亿元和0.03亿元。

图 8：2015~2018.3 公司利润总额构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

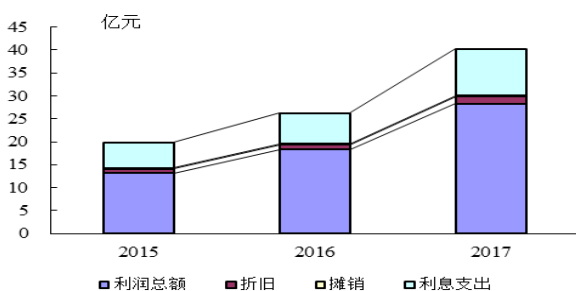
总体而言，2017年以来，公司供应链管理、房地产业务和金融服务业务收入保持增长，受大宗商品价格波动及房地产结转项目影响，营业毛利率小幅波动，得益于投资收益和公允价值变动收益对利润总额的有效补充，公司利润总额保持在一定规模，整体盈利能力保持稳定。未来需对公司供应链业务的风险控制和房地产业务的持续盈利能力保

持关注。

偿债能力

从获现能力来看，公司 EBITDA 由利润总额、折旧和利息支出构成。受利润总额增加和利息支出规模变大影响，2017 年，公司 EBITDA 大幅增长 51.56% 至 39.72 亿元，获现能力进一步增强。从 EBITDA 对债务本息保障程度来看，公司 2017 年总债务/EBITDA 指标为 5.23 倍，较上年末减少 0.67 倍；EBITDA 利息保障倍数为 3.90 倍，较上年上升 0.09 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度尚可。

图 9：2015~2017 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从经营性现金流情况来看，2017 年，公司房地产板块支付地价款及拍地保证金金额增加，加之供应链管理业务营业规模增长，使得年末预付款项和存货规模增加，经营性现金净流量较上年度减少 107.11 亿元至 -84.23 亿元，同期经营活动净现金流/总债务为 -0.41 倍；经营活动净现金流利息保障倍数为 -8.27 倍。2018 年 1~3 月，受房地产业务支付地价款及拍地保证金和供应链业务营业规模扩大影响，公司预付款项和存货规模相应增加，导致经营性现金净流量大幅流出，当期经营性现金净流量为 -57.42 亿元。

表 7：2015~2018.3 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.3
总资产 (亿元)	400.65	547.73	713.81	869.27
总债务 (亿元)	169.11	154.73	207.83	304.14
资产负债率 (%)	76.52	67.29	63.58	68.60
总资本化率 (%)	64.26	46.34	44.42	52.70
经营活动净现金 (亿元)	27.55	22.88	-84.23	-57.42
经营活动净现金/总债务 (X)	0.16	0.15	-0.41	-0.76
EBITDA (亿元)	19.88	26.21	39.72	-
总债务/EBITDA (X)	8.51	5.90	5.23	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.00	3.81	3.90	-

注：2018 年 1~3 月经营活动净现金/总债务已经年化处理
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 2018 年 3 月末，公司获得综合授信额度为 811.77 亿元，已使用 382.87 亿元，为公司提供了充足的流动性支持。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。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保金额 66.71 亿元；主要法律诉讼事件包括公司与福州宏键贸易有限公司合同纠纷案、大连金广建设集团有限公司合同纠纷案、深圳市爱尔贝特科技有限公司保理合同纠纷案等，涉案金额在公司总资产中占比较低，且公司已根据谨慎性原则计提了相应的坏账准备。所有权受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司所有权受到限制的资产共计 133.61 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 8：截至 2018 年 3 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、抵质押的资产		
货币资金	45,999.53	用于开具银行承兑汇票、信用证、保函等各类保证金存款和结算担保金
应收账款	1,182.43	银行借款抵押
应收票据	25,746.23	票据质押借款
存货-库存商品	118,052.82	银行借款抵押及汽车合格证质押、期货仓单质押
存货-开发成本	921,839.86	银行借款抵押
固定资产	67,802.26	银行借款及授信抵押
投资性房地产	123,316.82	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	15,180.55	商品房预售监管受限资金等；涉诉讼
固定资产	2,887.36	涉诉冻结
投资性房地产	1,237.87	涉及冻结
合计	1,336,094.60	-

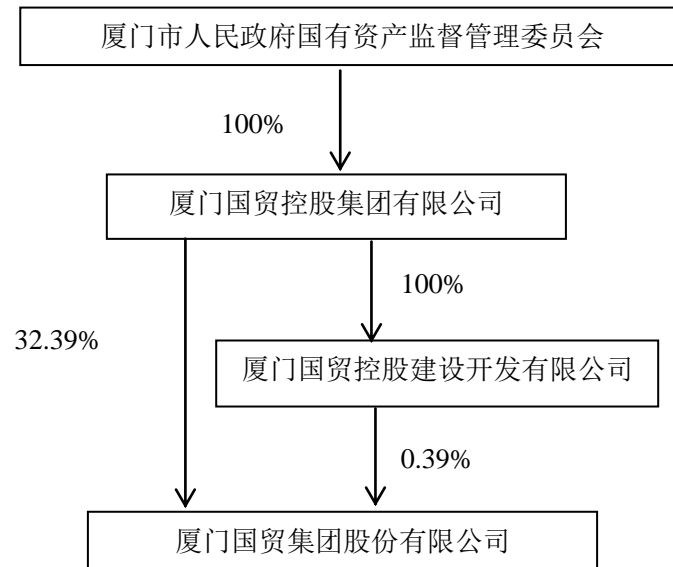
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，2017 年以来，公司围绕主业延伸产业链，业务规模保持增长，盈利能力较强，虽然负债水平较高，但符合公司所从事业务的特点，同时通畅的外部融资渠道能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

结 论

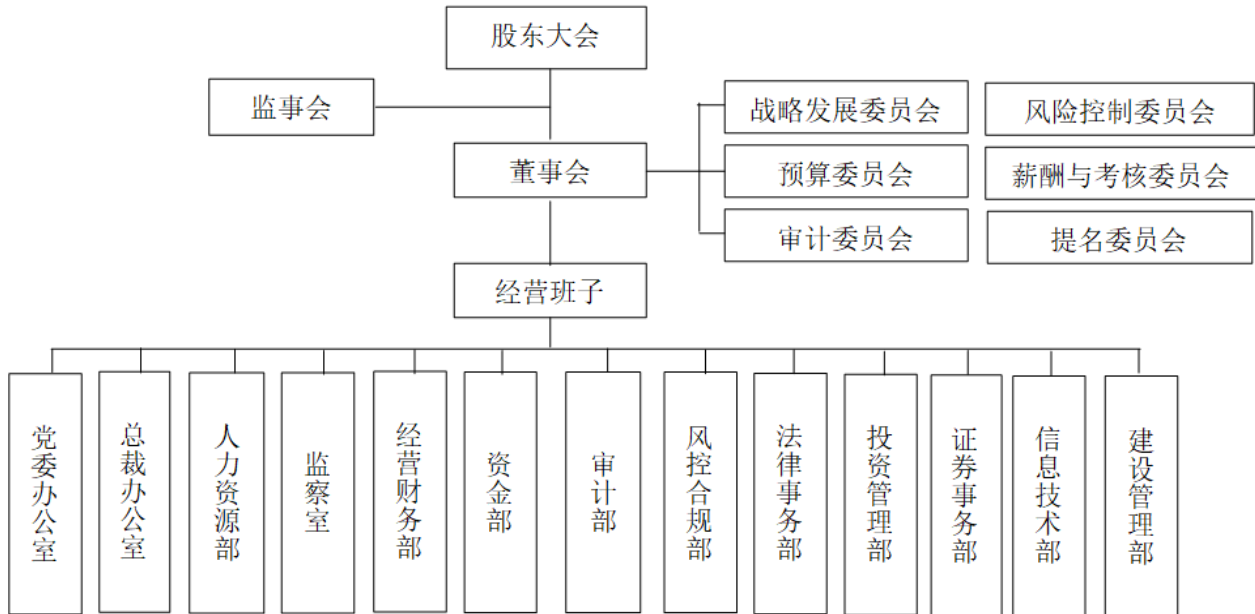
综上，中诚信证评维持厦门国贸集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“厦门国贸集团股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券”信用等级为**AAA**。

附一：厦门国贸集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 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 2018 年 3 月 31 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）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	362,621.70	419,436.41	416,299.04	528,464.97
应收账款净额	232,369.40	338,410.07	316,849.27	342,772.92
存货净额	1,938,576.34	2,356,822.26	2,990,949.63	3,609,707.47
其他应收款	208,897.87	178,938.34	491,184.69	490,849.49
长期投资	171,108.80	232,145.26	416,149.85	419,063.30
固定资产（合计）	184,785.33	218,559.41	384,954.13	382,364.09
总资产	4,006,523.08	5,477,323.73	7,138,094.49	8,692,712.65
短期债务	1,604,946.00	1,182,008.02	1,775,270.14	2,714,379.99
长期债务	86,109.88	365,263.43	303,033.57	327,008.42
总债务	1,691,055.88	1,547,271.45	2,078,303.71	3,041,388.41
总负债	3,065,860.59	3,685,739.50	4,538,063.37	5,963,077.05
所有者权益（含少数股东权益）	940,662.49	1,791,584.23	2,600,031.12	2,729,635.60
营业总收入	6,421,262.83	9,807,656.68	16,465,077.79	3,464,292.15
三费前利润	299,281.87	446,117.00	528,597.99	136,500.26
投资收益	93,114.81	12,301.27	138,614.66	5,327.49
净利润	94,649.16	138,212.76	217,427.13	58,331.44
EBITDA	198,824.57	262,101.48	397,238.63	-
经营活动产生现金净流量	275,538.56	228,803.62	-842,283.01	-574,158.46
投资活动产生现金净流量	36,422.33	-740,995.54	10,971.88	-517,761.24
筹资活动产生现金净流量	-241,042.67	551,210.86	839,003.73	1,193,681.90
现金及现金等价物净增加额	71,070.22	44,993.26	2,885.96	99,167.04
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	5.80	5.38	4.12	4.42
所有者权收益率（%）	10.06	7.71	8.36	8.55
EBITDA/营业总收入（%）	3.10	2.67	2.41	2.91
速动比率（X）	0.55	0.76	0.73	0.71
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.15	-0.41	-0.76
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	0.26	-0.47	-0.85
经营活动净现金/利息支出（X）	4.16	3.33	-8.27	-
总债务/EBITDA（X）	8.51	5.90	5.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.00	3.81	3.90	-
资产负债率（%）	76.52	67.29	63.58	68.60
总资本化比率（%）	64.26	46.34	44.42	53.10
长期资本化比率（%）	8.39	16.94	10.44	10.70

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、2018年1~3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

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。