

2015 年厦门国贸集团股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100064】

评级对象: 2015年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券

国贸转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2019年5月16日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018年5月24日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2015年2月27日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	4.83	6.31	13.62
刚性债务	103.16	146.91	178.77
所有者权益	112.31	176.38	171.91
经营性现金净流入量	-2.46	-83.05	79.66
合并口径数据及指标:			
总资产	547.73	749.89	759.75
总负债	368.57	578.92	610.71
刚性债务	167.49	337.82	380.46
所有者权益	179.16	170.97	149.04
营业收入	980.77	1654.83	2065.98
净利润	13.82	23.28	24.67
经营性现金净流入量	22.88	-84.07	43.08
EBITDA	26.17	41.62	48.85
资产负债率[%]	67.29	77.20	80.38
权益资本与刚性债务比率[%]	106.97	50.61	39.17
流动比率[%]	148.03	143.52	137.75
现金比率[%]	18.25	17.34	17.54
利息保障倍数[倍]	3.64	3.91	3.36
净资产收益率[%]	10.12	13.30	15.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.78	-17.75	7.24
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.17	-19.73	2.96
EBITDA/利息支出[倍]	3.81	4.09	3.53
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.16	0.14

注:根据厦门国贸经审计的2016-2018年财务数据整理、计算,其中2017年数据采用经追溯调整后数据。本评级报告中将永续债券由所有者权益转至长期负债中,并以此作为数据分析的基础。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对厦门国贸集团股份有限公司(简称厦门国贸、发行人、该公司或公司)及其发行的2015年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券的跟踪评级反映了自2018年5月以来厦门国贸在市场地位、业务规模、净利润规模等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在刚性债务规模、即期债务偿付压力、金融业务风险控制等方面继续面临压力。

主要优势:

- **业务外部环境较好。**厦门市是我国五个经济特区之一,是国家计划单列市和副省级城市,位于中国(福建)自由贸易试验区内,在建设海峡西岸经济区政策的支持下,总体经济发展状况良好,为厦门国贸各项业务开展创造了有利的外部环境。
- **市场地位仍较突出。**跟踪期内,厦门国贸的三大主业保持良好的发展态势,供应链管理业务在行业内的地位继续保持,房地产业务和金融业务在区域市场内也已建立起一定的市场口碑。
- **业务规模快速扩大。**得益于近年来国内大宗商品交易市场的活跃,厦门国贸供应链管理业务规模快速扩大,带动其营业收入规模持续快速扩大,市场地位进一步巩固。
- **经营性净现金流有所改善。**通过增加票据结算等方式,厦门国贸2018年经营创现能力得到较大增强,经营性净现金流得到较大改善,对债务偿付的保障程度提高。

主要风险:

- **大宗商品贸易业务风险。**大宗商品贸易利润空间较为透明,行业总体毛利率水平较低,且易受宏观经济和汇率波动影响,跟踪期内,厦门

国贸供应链管理业务毛利率仍较低。

- 刚性债务规模仍较大。随着业务规模的扩大，厦门国贸资金需求也不断上升，跟踪期内公司刚性债务规模继续扩大，面临的即期偿债压力仍较大。
- 金融业务并购整合风险。2018 年度厦门国贸在金融业务板块的投资并购力度较大，需关注相关并购标的和公司原有业务的整合效果。
- 房地产去化风险。厦门国贸房地产业务一直保持在较大规模，公司现有的土地储备规模和在建规模仍较大，需关注后续的去化压力。
- 可转债转股风险。截至 2019 年 3 月末，本次可转债已有 47.77% 转为公司股票，但若后续转股情况不理想，则公司需偿还相关债券本息，可能进一步增加公司的刚性债务负担。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到厦门国贸行业地位突出且较为稳固，业务规模持续扩大，2018 年经营创现能力大幅改善，股东支持力度大等因素，决定调整厦门国贸主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；认为上述可转换公司债券还本付息安全性很高，并调整上述可转换公司债券信用评级为 AAA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2015 年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券（简称“国贸转债”或“可转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据厦门国贸集团股份有限公司（简称“厦门国贸”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对厦门国贸的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会核准，该公司于 2016 年 1 月公开发行了 28 亿元人民币可转换公司债券，期限为 6 年。本次债券的票面利率为第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 0.9%、第四年 1.4%、第五年 1.7%、第六年 2%。本次发行的可转债转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值的 108%（含最后一年利息）向可转债持有人赎回全部未转股的可转债。本次债券转股期自 2016 年 7 月 5 日至 2022 年 1 月 4 日止。截至 2019 年 3 月末，累计共有 13.37 亿元可转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为 1.52 亿股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 9.12%。截至 2019 年 3 月末，尚未转股的可转债金额为 14.63 亿元，占可转债发行总量的 52.23%。

截至本报告日，公司已发行但尚未到期的债券（不含永续债券）余额合计为 64.63 亿元，即本次可转债（余额 14.63 亿元）和公司 2019 年以来陆续发行的 4 期超短期融资券（合计 50 亿元），具体情况如下表：

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行未到期债券情况（不含永续债）

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率/当期 利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
国贸转债	28	6 年	0.90	2016-1-5	正常转股付息
19 厦国贸 SCP001	10	180 天	3.30	2019-1-10	未到期
19 厦国贸 SCP002	10	179 天	3.40	2019-1-11	未到期
19 厦国贸 SCP003	10	270 天	3.00	2019-2-26	未到期
19 厦国贸 SCP004	20	268 天	3.00	2019-3-11	未到期

资料来源：厦门国贸

另外，截至本评级报告日该公司共发行了 110.82 亿元永续债券，具体情况如下表：

图表 2. 截至本评级报告日公司已发行永续债券情况（亿元）

债券名称	发行时间	初始基准年利率	发行金额	发行期限	本息兑付情况
华宝信托永续债 2	2017/12/19	5.88%	10.00	“3+N”年	正常付息
厦门国际信托永续债	2017/12/12	5.89%	20.00	“2+N”年	正常付息
17 厦国贸 PPN001	2017/12/22	6.15%	5.00	“3+N”年	正常付息
17 厦国贸集 MTN001	2017/11/17	5.61%	10.00	“2+N”年	正常付息
18 厦贸 Y1	2018/4/26	5.30%	10.00	“2+N”年	正常付息
华宝信托永续债 3	2018/1/26	6.15%	9.70	“3+N”年	正常付息
兴业国际信托永续债 3	2018/9/13	6.50%	15.00	“2+N”年	尚未开始付息
交银国际信托永续债 1	2018/11/14	6.50%	11.12	“2+N”年	尚未开始付息
兴业类永续	2018/12/24	6.50%	5.00	“2+N”年	尚未开始付息
工行类永续	2018/12/27	6.30%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息
18 厦国贸 PPN001	2018/12/05	6.50%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息
18 厦国贸 MTN001	2018/12/24	6.00%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息

资料来源：厦门国贸

此外，该公司全资子公司国贸地产集团有限公司（简称“国贸地产”）于 2017 年 3 月 23 日发行 2017 年公司债券（第一期），发行规模为 1 亿元，期限为 5 年，票面利率 5.3%；于 2018 年 12 月 18 日、2019 年 1 月 8 日和 2019 年 3 月 18 日分别发行了三期超短期融资券，合计金额为 6 亿元。截至本评级报告日，公司下属子公司无其他已发行债券，公司合并口径尚未到期的债券余额（包含永续债）为 182.45 亿元。公司所有已发行和已到期债券均按时还本付息。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美

国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国

充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 贸易行业

贸易行业发展受政治经济形势、贸易政策等因素影响较大。近年来我国经济发展面临的外部环境较为严峻，但在宏观政策调控影响下，总体保持着平稳发展，从而为国内贸易行业的稳定发展提供了必要支撑。但同时，国际贸易保护主义抬头、汇率波动等对外贸行业发展带来不确定性及压力。

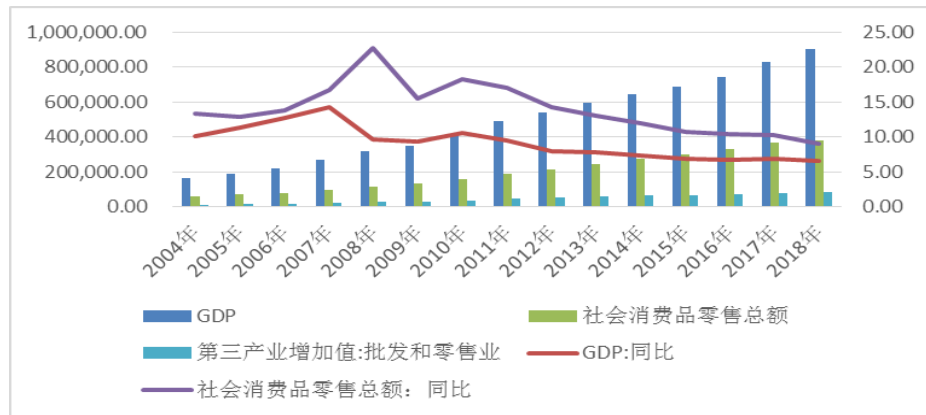
贸易行业属于商品流通领域，受商品经济规模影响及制约，与国内外宏观经济形势密切相关。贸易商依托信息不对称、时间及空间差异、客户供应商资源和销售渠道，赚取购销差价，上游既涉及生产制造行业，又包括大型贸易商、经销商等流通企业，下游客户既包括经销商、终端客户也包括中小型贸易商等。

内贸来看，近年来我国以深化供给侧结构性改革为主线，持续推进经济结构调整，宏观经济运行总体平稳。但同时，随着外部挑战变数的增多，国内结构调整阵痛有所显现，宏观经济运行中亦存在稳中有变、稳中有缓的情况，总体仍面临着下行压力。2016-2018年国内完成生产总值（GDP）分别为74.36万亿元、82.71万亿元和90.03万亿元，按可比价格计算，同比分别增长6.7%、6.9%和6.6%，增速略有波动。在国家加强调控的背景下，近年来国内贸易总体保持平稳发展，国内贸易主要行业¹增加值稳步增长，2017年实现增加值10.7万亿元，首次突破10万亿元大关，较上年增长7.1%。2018年国内贸易主要行业实现增加值11.7万亿元；其中批发零售业实现增加值8.4万亿元，较上年增

¹ 包括批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务、修理和其他服务业。

长 6.2%。2018 年内贸增加值占国内生产总值的比重约为 13%，占比仅次于制造业，占第三产业增加值约为 25%。

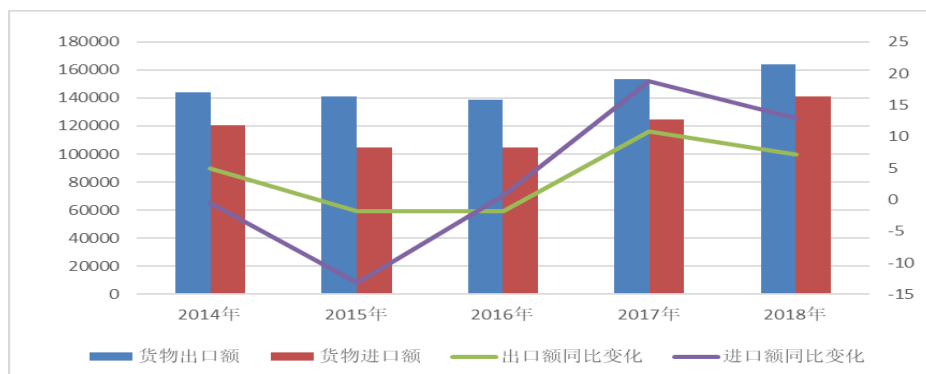
图表 3. GDP、批发和零售业情况（亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

对外贸易方面，近年来受全球经济增长乏力、贸易摩擦加剧、资本流出及人工成本上升等问题影响，我国货物贸易进出口总值波动较大。根据海关统计数据，2015 年和 2016 年，我国货物进出口总值分别为 24.58 万亿元和 24.33 万亿元，较上年分别下降 6.99% 和 1.02%。2017 年，受益于世界经济温和复苏，国内经济稳中向好，我国货物贸易进出口总值比 2016 年增长 14.2% 至 27.79 万亿元，扭转连续两年下降的局面，其中出口金额 15.33 万亿元，进口金额 12.46 万亿元，分别较 2016 年增长 10.8% 和 18.7%；实现贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。2018 年以来，国际政治经济格局深刻调整，外贸形势更加错综复杂，在外部压力加大的环境下，我国当年实现货物进出口总额 30.51 万亿元，比上年增长 9.7%。其中，出口金额 16.42 万亿元，同比增长 7.1%；进口金额 14.09 万亿元，同比增长 12.9%；货物进出口顺差 2.33 万亿元，继续较上年有所收窄。分地区来看，广东省 2018 年外贸进出口总值 7.16 万亿元人民币，同期增长 5.1%，占全国外贸总值的 23.5%。其中深圳外贸进出口总值 3 万亿元，同比增长 7%；出口额为 1.63 万亿元，出口规模连续 26 年居内地大中城市首位；进口额为 1.37 万亿元，进口规模居内地大中城市第三位。

图表 4. 我国进出口贸易情况（亿元人民币、%）



资料来源：Wind

2018年，我国对前三大贸易伙伴进出口额保持增长，与“一带一路”沿线国家进出口增势较好。当年我国对欧盟、美国和东盟进出口额分别增长7.9%、5.7%和11.2%，三者合计占我国进出口总值的41.18%。2018年，我国对“一带一路”沿线国家进出口总额8.37万亿元，比上年增长13.3%。其中，出口4.65万亿元，增长7.9%；进口3.72万亿元，增长20.9%。

但同时，近年来国际贸易摩擦加剧，中国连续成为全球反倾销调查的重点，出口产品也经常被通报或召回，贸易保护主义呈抬头趋势。尤其2018年中美贸易摩擦升级，对外贸行业影响较大，出现抢出口现象。根据海关总署统计数据显示，2018年我国对美国进出口4.18万亿元人民币，其中对美出口3.16万亿元，同比增长8.6%；自美进口1.02万亿元，同比下降2.3%。2019年第一季度我国对美国出口、进口分别下降3.7%和28.3%。目前来看，中美两国已开展了多轮贸易磋商，对外贸行业影响仍取决于最终谈判结果。

图表 5. 2018 年以来中美贸易摩擦主要情况

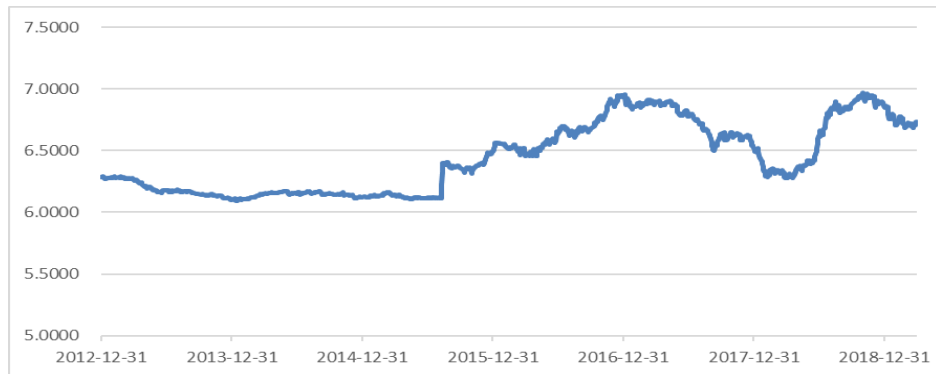
时间	美国主要行动	中国主要行动
2018年4月	美国贸易代表公布对中国301调查征税建议，征税产品建议清单涉及航空航天、机械和科技产品等1,300个税号产品，建议税率为25%，涉及产品出口金额约500亿美元，另外还考虑对1000亿美元中国商品加征关税。	对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，涉及金额500亿美元，另外还对美国128项产品征收关税，涉及金额30亿美元。
2018年6月	美国政府宣布，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税措施，同时对约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。	1) 对原产于美国的大豆等农产品、汽车、水产品等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%，涉及2017年中国自美国进口金额约340亿美元。上述措施将从2018年7月6日起生效。 2) 拟对自美进口的化工品、医疗设备、能源产品等商品加征25%的进口关税，涉及2017年中国自美国进口金额约160亿美元。
2018年7月	1) 7月6日00:01时开始对第一批清单上818个类别、价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税。 2) 进一步公布对华加征关税清单，拟对约2000亿美元中国产品加征10%关税，包括海产品、农产品、水果、日用品等。	于当地时间7月6日00:01时（北京时间6日12:01时）对同等规模的美国产品加征25%的进口关税。
2018年8-9月	1) 公布第二批对价值160亿美元中国进口商品加征关税的清单，8月23日起生效。最终清单包含了2018年6月15日公布的284个关税项目中的279个，包括摩托车、蒸汽轮机等产品，将征收25%关税。 2) 美国政府宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%	经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施
2019年5月	2019年5月10日，美方将对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%。	2019年5月13日，国务院关税税则委员会发布国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率的公告。

资料来源：公开资料整理

汇率波动方面，近年来人民币汇率波动较大，对进出口贸易发展影响较大。2015年初至当年8月，人民币汇率较为平稳，但8月11日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，人民币出现大幅贬值，2015年末美元兑人民币汇率中间价报6.4936元/美元，2016年汇率波动较大，2017年随着中国经济企稳回升，

人民币汇率形成机制进一步完善，全年人民币兑美元累计升值 6.74%。2018 年以来，人民币汇率走势总体呈现先稳后贬，震荡下行的特征，尤其进入三季度，受美元指数处于相对高位、新兴市场货币加速贬值、全球贸易摩擦不断发酵、国内经济增长持续承压、中美货币政策边际分化等多重因素影响，人民币汇率贬值幅度有所扩大。进入 2019 年，随着中美贸易谈判进行，市场情绪好转，加之美联储暂停加息进程、中国积极实行金融市场对外开放等因素影响，一季度人民币汇率呈现升值走势。

图表 6. 美元兑人民币（中间价）走势情况



资料来源：Wind

政策方面，近年来，国务院、商务部等印发多项意见支持内外贸发展，贸易企业要由简单中间商向综合服务商转型；外贸方面要进行结构调整，提高外贸的国际竞争力，与“一带一路”沿线国家深化贸易合作，构建沿线大通关合作机制。内贸方面，2016 年 11 月，商务部等 10 部门印发《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出了“十三五”时期内贸流通总体目标是到 2020 年，新一代信息技术广泛应用，内贸流通转型升级取得实质进展，全渠道经营成为主流，现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系基本形成。流通新领域、新模式、新功能充分发展，社会化协作水平提高，市场对资源配置的决定性作用增强，流通先导功能充分发挥，供需实现有效对接，消费拉动经济增长的基础作用更加凸显，现代流通业成为国民经济的战略性支柱产业。2018 年 7 月，商务部等部门出台《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展意见的通知》，要求在稳定出口的同时进一步扩大进口，促进对外贸易平衡发展，推动经济高质量发展，维护自由贸易。

图表 7. 近年来贸易行业主要相关政策

发文时间	文件名	发文部门
2015.5	《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》	国务院
2015.8	《促进内贸流通健康发展的若干意见》	国务院办公厅
2016.5	《关于促进外贸回稳向好的若干意见》	国务院
2016.11	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	国务院
2016.11	《关于“十三五”期间支持科技创新进口税收政策的通知》、《关于公布进口科学研究、科技开发和教学用品免税清单的通知》等财关税[2016]62 号、64 号、68 号、69 号、70 号和 72 号通知	财政部、海关总署、国家税务总局

发文时间	文件名	发文部门
2017.7	《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》	商务部
2018.7	《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展意见的通知》	商务部等部门

资料来源：公开资料整理

竞争方面，由于生产资料流通领域多为轻资产企业，同时部分大宗商品流通领域行业准入门槛较低，以及我国进出口经营权的放开，导致目前贸易行业流通主体数量较多，同质产品价格竞争加剧，行业集中度低，市场竞争激烈。根据商务部相关数据，2018年，国内贸易新设市场主体1,412万户，平均每天新设3.9万户。截至2018年末，国内贸易实有市场主体为7,343万户，比上年增长10%，占全国市场主体总数的68%，高居各行业首位。

贸易行业一般涉及采购、运输、仓储、报关、保险、销售、结算、融资等多个环节，风险表现形式较为复杂多样。贸易行业主要风险关注点包括：

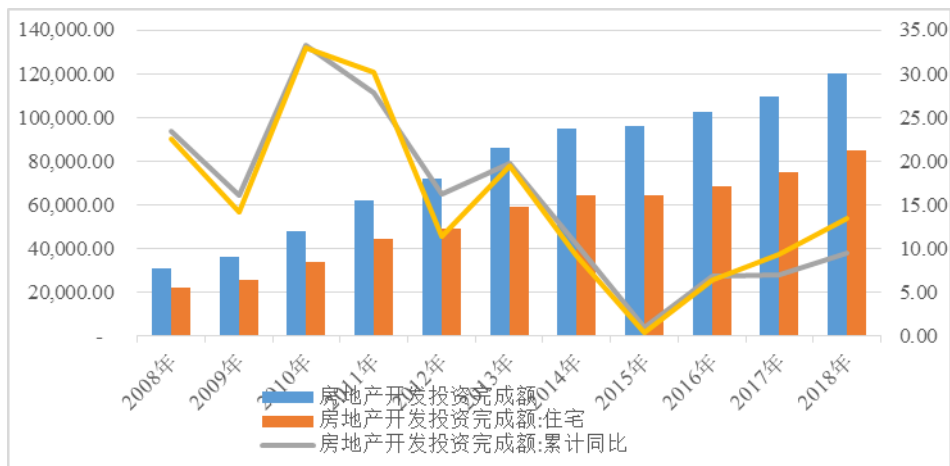
(1) 盈利能力。随着行业竞争日趋激烈，传统贸易流通领域购销差价逐渐被摊薄，贸易行业销售利润率不断下降，贸易企业盈利能力普遍较低。贸易商通过提供资金及信息服务，加强资源整合等方式，转变提升盈利能力。(2) 资金周转压力及商品价格风险。贸易上下游企业一般对流通环节资金占用较大，使得贸易企业持续面临较大的资金周转压力及垫资压力。同时，受商品价格波动影响，贸易商还面临存货跌价风险、客户弃货风险；大宗商品贸易商亦或存在套期保值业务投资风险。(3) 进出口贸易商面临汇兑风险。(4) 货权控制风险。(5) 托盘贸易、融资性贸易等风险较大业务需予以特别关注。

B. 房地产行业

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年同期增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年同期增长13.00%，增速高于房地产增速。

图表 8. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

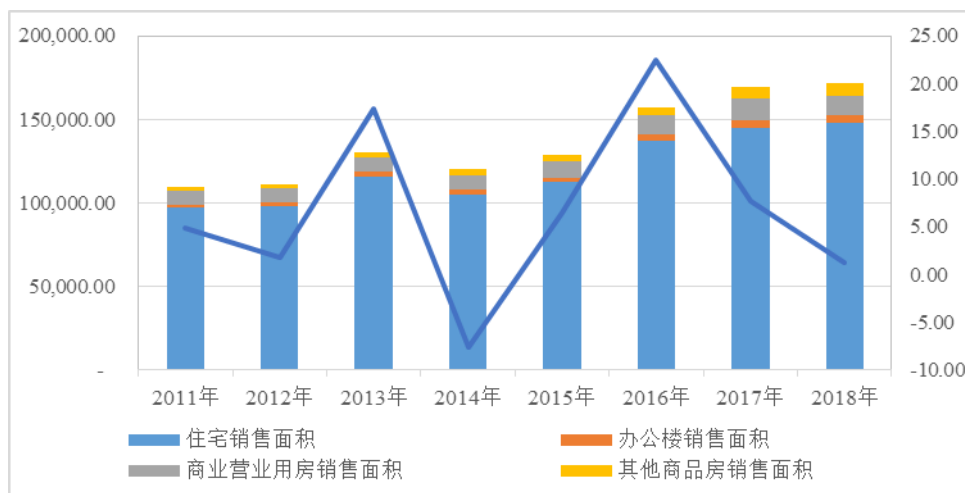
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市²的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由 -27.37% 收窄至 -6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由 -5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018

² 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018年全国商品房销售额为15.00万亿元，同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点；其中住宅销售金额12.64万亿元，同比增长14.7%，增速提高3.4个百分点。

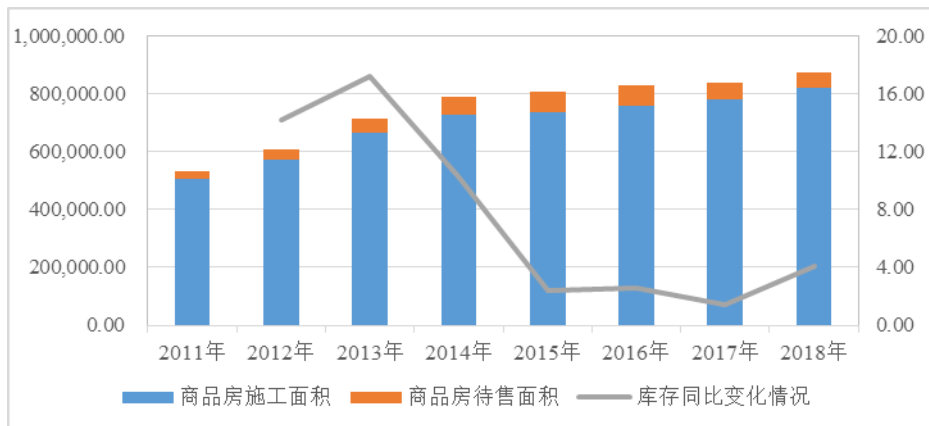
图表 9. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010年和2011年房地产投资的高速增长，带动了2012年和2013年库存的快速增长，随着2012年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自2014年7月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014年库存增速大幅回落。2015-2017年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至2018年末，我国商品房市场库存为87.47亿平方米，较上年增长4.08%；具体来看，商品房待售面积为5.24亿平方米，较上年末减少11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的78.15亿平方米增至82.23亿平方米，同比增长5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为59.51亿平方米，同比增长5.02%，其中待售面积为2.51亿平方米，较上年末减少16.82%，施工面积为57.00亿平方米，较上年末增长6.25%。

图表 10. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

2018年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示，2018年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地供应方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐

步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

该公司房地产项目主要集中在福建省厦门市及周边地区、南昌、合肥等地，受到福建省房地产市场发展的影响较大。据福建省统计局统计数据，2018年，全省房地产开发投资4940.34亿元，同比增长3.0%，增速比上年同期回落1.5个百分点。其中，住宅投资3456.86亿元，增长6.8%，占房地产开发投资的比重为70.0%。2018年，房地产开发企业房屋施工面积32825.97万平方米，同比增长2.8%；其中，住宅施工面积21031.59万平方米，增长3.2%。房屋新开工面积7205.35万平方米，增长30.3%；其中，住宅新开工面积5073.73万平方米，增长32.6%。房屋竣工面积3739.02万平方米，下降12.4%；其中，住宅竣工面积2347.24万平方米，下降18.8%。2018年，房地产开发企业土地购置面积1286.82万平方米，同比增长40.4%。

销售方面，2018年，福建省商品房销售面积6213.40万平方米，同比增长6.1%；其中，住宅销售面积4781.58万平方米，增长5.6%。商品房销售额6579.49亿元，增长15.3%；其中，住宅销售额5074.52亿元，增长20.8%。截至2018年末，福建省商品房待售面积1879.13万平方米，同比下降9.6%。其中，住宅待售面积522.87万平方米，下降18.8%。总体上看，福建省房地产市场2018年库存去化情况较好，房地产企业土地购置面积增长明显，表明企业信心总体较强，市场环境仍较稳健。

2. 业务运营

得益于供应链业务的良好运营，近年来该公司业务规模不断扩大，市场地位进一步巩固，同时房地产业务和金融服务业务的运营状况总体稳定。得益于较大规模的投资收益，公司净利润规模也不断扩大。但大宗商品贸易毛利率仍较低，且占用资金量较大，未来该业务效率的提升将是公司进一步提升经营效益的关键。

跟踪期内，该公司仍主要经营供应链管理、房地产和金融服务三大主业，得益于近两年我国大宗商品贸易交易量的活跃和商品价格的上涨，公司供应链管理业务收入规模增长较快，而房地产和金融服务板块业务运行总体稳定。跟

踪期内，公司供应链管理业务市场地位得以巩固，继续名列《财富》杂志 2018 中国企业 500 强贸易子榜单第 2 名。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
供应链管理	全国、东南亚、大洋洲、欧洲、拉美地区	规模、渠道、资本
房地产	福建、江西、上海、安徽等地	区位、资本
金融服务	全国	风险控制、资本、政策

资料来源：厦门国贸

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	980.77	1654.83	2065.98
其中：核心业务营业收入（亿元）	980.77	1654.83	2065.98
在营业收入中所占比重（%）	100.00	100.00	100.00
其中：（1）供应链管理	873.88	1420.51	1872.51
在核心业务收入中所占比重（%）	89.10	85.84	90.63
（2）房地产	44.28	97.67	89.01
在核心业务收入中所占比重（%）	4.51	5.90	4.31
（3）金融服务	62.60	136.65	104.45
在核心业务收入中所占比重（%）	6.38	8.26	5.06
毛利率（%）	5.38	4.21	3.43
其中：供应链管理（%）	2.75	1.31	1.31
房地产（%）	52.51	41.90	43.06
金融服务（%）	8.69	7.35	7.49

资料来源：厦门国贸

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 980.77 亿元、1654.83 亿元和 2065.98 亿元，近年来收入规模呈快速上升趋势。从收入结构看，跟踪期内供应链管理板块仍是公司最主要的收入来源，2018 年占收入占比为 90.63%，较上年提高了 4.59 个百分点。

1、供应链管理板块

该公司供应链板块原主要分为四大业务：大宗商品贸易、物流服务、汽车经销和商业零售业务。2018 年公司将汽车经销业务总体出售给同一股东控制下的厦门信达股份有限公司³（简称“厦门信达”），更加专注于贸易主业的运营。大宗商品贸易业务 2018 年实现营业收入 1795.48 亿元，占供应链管理板块营业收入的比重为 95.89%，仍是公司最主要的收入来源。

³ 本次出售汽车经销业务是基于国贸控股体系内的资源整合要求，从根本上解决同一控股股东下不同经营主体之间的同业竞争问题。出售汽车经销业务使该公司实现投资收益 1.71 亿元。

图表 13. 公司供应链管理业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度
板块收入合计		873.88	1420.51	1872.51
其中：大宗商品贸易	金额	822.63	1362.84	1795.48
	占比	94.14	95.94	95.89
物流服务	金额	7.61	8.35	31.13
	占比	0.87	0.60	1.66
汽车经销	金额	41.12	46.55	43.12
	占比	4.71	3.28	2.30
商业零售	金额	2.52	2.59	2.78
	占比	0.29	0.18	0.15

资料来源：厦门国贸

该公司大宗商品贸易主要品种包括铁矿、钢铁、PTA、有色金属及贵金属、农产品等，其中钢铁贸易 2018 年收入 452.26 亿元，是公司大宗商品贸易业务第一品种；另有有色金属及贵金属、铁矿、PTA、农产品等多个超过百亿的品种。公司依托金融服务板块中的期货等金融服务的特长，为客户提供相应的套期保值等交易结构的设计，以满足客户风险控制的要求，因此公司大宗商品贸易业务近年来发展速度较快，市场地位也较为突出。

图表 14. 公司大宗商品贸易业务主要品种收入变化情况

主要贸易品种收入	2016 年度	2017 年度	2018 年度
铁矿（亿元）	139.26	177.74	262.03
钢铁（亿元）	143.38	336.38	452.26
PTA（亿元）	89.71	179.11	132.49
煤炭（亿元）	47.51	78.51	67.33
纺织原料（亿元）	8.51	9.75	16.41
纸业（亿元）	61.00	94.74	145.5
有色金属及贵金属（亿元）	126.39	216.61	390.09
化工（亿元）	36.43	67.47	75.15
农产品（亿元）	62.16	102.11	129.62
其他（亿元）	134.74	182.71	230.71
合计（亿元）	849.09	1445.13	1901.59

资料来源：厦门国贸

该公司钢材贸易主要为内贸业务，品种包括板材、建材、钢坯等，是公司贸易业务最主要的收入来源。销售区域包括东北、华北、华东、华中、西南、东南、华南地区，通过与燕钢、三钢、新华联合等大型钢厂建立长期战略合作关系，形成了采购规模优势，货款结算主要采用全额预付款，销售总额在福建省内排名前列；销售客户主要是直接客户、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，主要采用款到发货，赊销比例相对较低；对于长期合作客户，公司会给予一定的账期。为规避价格波动，公司采取套期保

值来控制市场风险。

该公司是福建省少数拥有丰富铁矿进口经验的贸易类企业，以国外进口为主，进口铁矿规模位居福建省第一、全国名列前茅；铁矿业务额占进口业务的60%以上，近年来公司为稳定上游供应资源，通过长协、股权合作等形式，不断进行产业链延伸，在行业低迷的背景下实现了规模的持续增长。2018年公司铁矿贸易收入为262.03亿元，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，为保证铁矿石供应，公司与部分供应商签订长期供货协议占比约为30%，剩余均为现货采购，99%通过信用证方式结算；下游企业为国内钢铁企业，主要采用款到交货方式销售，即公司预先采购，在收到下家款项后再放货。

化纤业务也是该公司传统的贸易业务，经营历史悠久，近年来发展较快。业务形态主要为内贸，品种包括PTA、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；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。另外，有色金属及贵金属也是公司传统优势贸易品种，近年来收入增长较快，2018年收入达到390.09亿元，已成为公司贸易业务第二大收入品种。

为规避价格波动风险，该公司同时开展贸易套期保值业务。公司制定期货业务管理办法，各业务部门依据管理办法有关规定，进行期货套期保值业务。公司按季度根据业务需求给各业务部门制定期货限额、限量；根据不同的交易类型，制定不同的审批流程；引导业务部门同步进行外汇锁汇，进而规避汇率波动风险；每日由运营管理部两次核对期货与现货操作匹配情况，每周汇总持仓在手和浮动盈亏，每月制定期货套期保值业务风险评估报告；督促业务部门实时将期货交易录入期货业务管理系统。审计部每年全面审计期货操作业务合规性，并汇报至董事长、总裁。另外，受到中美贸易摩擦影响，公司也及时调整相关业务规模。截至2019年5月10日，公司涉美业务金额为0.26亿美元，其中自营业务0.16亿美元。总体上看，公司涉美业务规模占比很小，对公司影响有限。

为提高贸易业务的附加值，该公司近年来还大力发展了物流服务，有助于提高公司的盈利能力。截至2018年末，公司拥有室内仓库面积17.70万平方米，其中自有仓库仓储面积9.77万平方米，租赁仓库面积为7.93万平方米。公司下属物流企业厦门国贸泰达物流有限公司（简称“泰达物流”）配备的集装箱车队，拥有30辆拖头和106个拖架。2018年公司集装箱陆路运输量35634TEU，运输里程为243.51万公里。

近年来，该公司也持续开展商业零售业务，2017年以来公司位于厦门的国贸中心、国贸商城及轻资产管理项目泉州南益美岁天地先后开业，目前尚处于市场培育阶段，产生的收入规模仍较小。

2、房地产板块

跟踪期内，该公司房地产业务仍主要由核心子公司国贸地产集团有限公司（简称“国贸地产”）运营。经过多年经营，国贸地产在主要市场区域如福建、江西等地已拥有较高的品牌知名度，近年来公司房地产业务运行总体平稳，存货总体去化状况良好，近年来板块业务收入保持在较高水平。

2018 年该公司房地产项目新开工建筑面积 103.34 万平方米，竣工面积 68.90 万平方米，实现签约销售面积和签约销售收入分别为 38.41 万平方米和 76.64 亿元，结转收入 89.01 亿元，实际到款金额为 74.21 亿元。公司项目仍主要集中在厦门、漳州、南昌、合肥、上海等地，同时公司与华润置地、金地等开发商进行合作，以降低独立开发风险。2018 年公司新增土地储备建筑面积 37.14 万平方米，主要位于厦门和漳州两市，合计土地款支出 42.70 亿元，未售及储备项目的总建筑面积为 153.38 万平方米。

图表 15. 公司房地产业务主要情况

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
新开工面积（万平方米）	20.09	33.7	103.34
竣工面积（万平方米）	36.21	113.11	68.90
合同销售面积（万平方米）	66.71	47.94	38.41
合同销售收入（亿元）	103.76	72.31	76.64
到款金额（亿元）	104.64	71.73	74.21
土地储备（万平方米）	153.98	176.73	153.38

资料来源：厦门国贸

图表 16. 截至 2018 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：平方米、万元）

在售项目	类别	计划投资	累计已投资	项目累计已售面积	全盘可售建筑面积	累计签约销售收入	单价-住宅	销售进度
厦门国贸商城集悦	住宅	37,127.30	37,127.30	54,010.03	54,010.03	87,373.25	1.79	100.00%
厦门国贸商城同悦	住宅	93,858.87	93,858.87	155,845.02	161,622.92	317,699.82	2.25	96.43%
厦门国贸天悦 5#	住宅	285,400.00	274,266.64	74,125.63	190,349.09	213,167.46	3.47	38.94%
厦门国贸天悦 4#	住宅	204,599.78	204,599.78	128,524.53	130,613.64	323,179.51	2.85	98.40%
厦门国贸新天地	住宅	202,671.41	202,671.41	162,979.69	162,979.69	471,193.30	3.63	100.00%
南昌国贸春天	住宅	137,152.13	137,152.13	164,082.44	164,282.28	192,667.91	1.16	99.88%
南昌国贸蓝湾	住宅	110,091.92	110,091.92	127,958.04	137,071.88	177,714.12	1.42	93.35%
南昌国贸天峯	住宅	135,000.00	123,194.50	34,746.33	105,511.70	52,248.00	1.47	32.93%
南昌国贸天琴湾	住宅	145,083.56	145,083.56	265,531.00	266,509.64	201,792.70	0.82	99.63%
南昌国贸天悦	住宅	58,377.40	58,377.40	51,936.63	56,514.03	81,377.68	1.57	91.90%
南昌国贸阳光	住宅	106,774.20	106,774.20	199,589.18	200,170.39	182,218.57	0.96	99.71%
合肥国贸天琴湾	住宅	115,790.07	115,790.07	241,313.46	241,313.46	151,255.27	0.72	100.00%
合肥国贸天悦 A 地块	商住	58,784.78	58,784.78	73,044.79	84,571.05	97,706.98	1.51	86.37%
合肥国贸天悦 B 地块	商住	76,088.87	62,441.28	55,551.13	88,175.02	85,494.49	1.69	63.00%
合肥国贸天成 A 地块	住宅	274,163.00	258,929.59	13,647.90	167,804.43	32,285.00	2.39	8.13%
芜湖国贸天琴湾	住宅	132,326.04	132,326.04	250,612.70	252,215.42	179,755.35	0.73	99.36%
龙岩国贸天琴湾 A 地块	住宅	86,665.35	86,665.35	96,987.51	101,365.09	105,231.11	1.16	95.68%

龙岩国贸天琴湾 B 地块	住宅	134,990.07	134,990.07	143,865.85	150,758.08	148,783.92	1.07	95.43%
漳州国贸润园	商住	197,791.71	173,483.89	374,366.87	440,251.63	300,087.15	0.83	85.03%
上海国贸天悦 37A	住宅	147,225.08	147,225.08	75,300.83	95,181.02	231,998.06	3.31	79.11%
上海国贸天悦 54A	住宅	202,511.68	202,511.68	58,718.63	128,104.54	236,312.89	4.02	45.84%
杭州钱塘天誉	住宅	739,748.03	34,251.97	22,672.79	203,724.62	103,545.73	4.57	12.61%
合计		3,682,221.25	2,900,597.51	2,825,410.98	3,583,099.65	3,973,088.26	-	--

资料来源：厦门国贸

近年来，受到国家和各地房地产政策变化较大等因素影响，该公司也相应调整开发销售策略，主要从事重点城市为主的商品住宅开发和商业地产运营，业务主要覆盖区域为福建省内城市、华东与华中区域的省会及其他一二线城市，产品线有国贸天悦、国贸天琴湾、国贸天成、国贸天峯、国贸润园等住宅及国贸商城、国贸金融中心等综合地产项目。同时，公司土地储备结构进一步优化，针对仍有较大发展潜力的地区增加土地储备。

该公司房地产业务未来仍将保持稳健的开发进度，但房地产业务未来仍需要一定的资本支出，需关注后续公司房地产业务的资金回笼情况和各地限购政策的影响。根据公司房地产行业最新规划，公司 2019 年度暂无新开工项目计划，2019 年主要任务为完成目前在建项目、加快现有项目的去化速度。

3、金融服务板块

该公司金融板块近年来发展速度较快，主要包括三大业务：期货及衍生品业务、实体产业金融服务业务和投资业务。

图表 17. 公司金融服务板块业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计		62.60	136.65	104.45
其中：期货及衍生品业务	金额	59.23	127.06	91.38
	占比	94.61	92.98	87.49
实体产业金融服务	金额	1.71	7.93	11.79
	占比	2.74	5.80	11.29
投资业务	金额	1.66	1.66	1.28
	占比	2.65	1.22	1.22

资料来源：厦门国贸

该公司期货及衍生品业务由子公司国贸期货有限公司（简称“国贸期货”）运营。国贸期货成立于 1996 年，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询及资产管理业务，取得了金融期货交易和结算资格，成为中国金融交易所的首批会员，拥有完整的金融期货和商品期货交易、结算解决方案，能够代理中国金融期货交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所上市交易的所有期货品种，在上海、广州、天津、深圳、成都等地拥有多家分支机构。2012 年，国贸期货成功取得投资者咨询业务资格。2013 年，国贸期货成功取得资产管理业务资质。借助大宗商品业务规模的快速扩大，公司

期货业也随之快速发展，近年来为公司金融服务板块贡献了较多收入和利润。公司 2018 年金融板块业务规模有所下滑，主要是期现结合大宗商品贸易业务收入下降所致。由于该业务占金融板块的收入占比较高，且毛利率较低，因此公司金融业务板块毛利率被总体拉低。

实体产业金融服务主要包括小额贷款、典当、融资租赁、商业保理、融资担保等业务，为产业客户及消费者提供一站式、综合性金融服务。近年来业务规模稳步增长，但占比仍较小。

投资业务聚焦获取金融牌照并结合该公司主业所在的产业链，开展并购和投资活动，包括股权投资和证券投资等。公司对外投资总体较为谨慎，目前总体投资规模仍较小。

金融服务板块是该公司未来重点发展的业务板块，为此，公司在这一板块投入较多的资源，并通过并购、参股等方式来获得金融牌照，为下一步业务发展做好准备。2018 年 9 月，公司以 11.56 亿元及额外金额（期间利息）为买价受让澳大利亚国民银行持有的兴业国际信托有限公司（简称“兴业信托”）8.4167% 股权⁴。2018 年 9 月，公司与前海金融控股有限公司（简称“前海金控”）联合受让了世纪证券有限责任公司（简称“世纪证券”）91.65% 的股权⁵，其中公司受让比例为 44.65%，出资额 17.34 亿元；前海金控受让比例为 47%，出资额为 18.25 亿元。2019 年 3 月，上述股权工商变更手续已完成。2018 年 11 月，公司以 17.99 亿元收购控股股东厦门国贸控股集团有限公司（简称“国贸控股”）原全资子公司厦门国贸金融控股有限公司（简称“国贸金控”）100% 股权⁶。2018 年 12 月，公司已完成交易标的资产交割，向国贸控股支付全额交易标的资产收购价款，并已向相应市场监管机构提交交易标的的股权变更申请。上述三项收购行为公司合计出资额达到 46.89 亿元，而未来的业务整合、经营效益情况仍待时间检验，公司面临一定的并购整合风险。

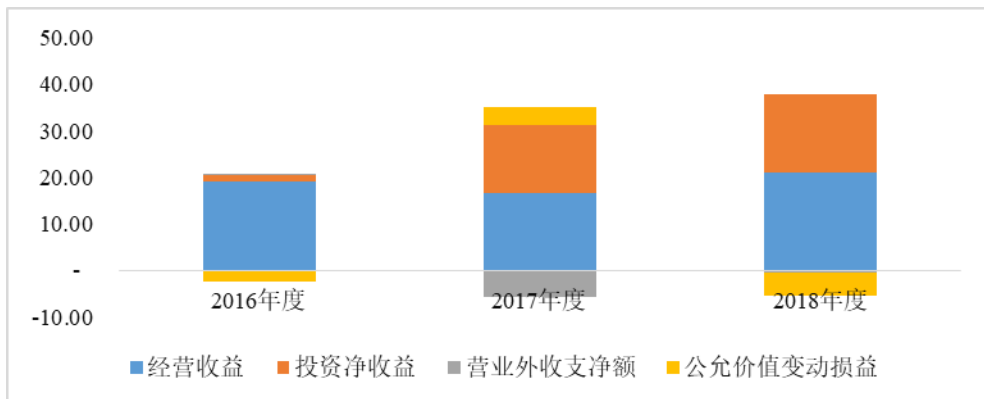
⁴ 截至 2018 年末，兴业信托资产总额为 376.05 亿元，负债总额为 200.62 亿元，所有者权益为 175.42 亿元，资产负债率 53.35%。2018 年实现营业收入 35.92 亿元，净利润为 13.24 亿元。

⁵ 截至 2018 年末，世纪证券资产总额为 48.65 亿元，负债总额为 36.93 亿元，所有者权益为 11.73 亿元，资产负债率 75.91%。2018 年实现营业收入 1.29 亿元，净利润为-2 亿元。

⁶ 截至 2018 年末，国贸金控资产总额为 37.47 亿元，负债总额为 15.33 亿元，所有者权益为 22.14 亿元，资产负债率 40.91%。2018 年实现营业收入 7.99 亿元，净利润为 1.62 亿元。

(2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司近年来收入规模快速扩大，加上 2017 年以来公司获得的投资收益较多，带动其盈利规模随之扩大。2016-2018 年，公司分别实现营业收入 980.77 亿元、1654.83 亿元和 2065.98 亿元，毛利分别为 52.75 亿元、69.63 亿元和 70.77 亿元，毛利率分别为 5.38%、4.21%和 3.43%。受到毛利率较低的供应链管理业务规模较大的影响，跟踪期内公司毛利率仍处于较低水平，且呈下降趋势。主业经营收入仍是公司主要利润来源，2018 年占盈利来源的比重为 56.20%。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	980.77	1654.83	2065.98
毛利率（%）	5.38	4.21	3.43
其中：供应链管理（%）	2.75	1.31	1.31
房地产经营（%）	52.51	41.90	43.06
金融服务（%）	8.69	7.35	7.49
毛利（亿元）	52.75	69.63	70.77
其中：供应链管理（亿元）	24.06	18.69	24.62
房地产经营（亿元）	23.25	40.92	38.33
金融服务（亿元）	5.44	10.01	7.82
期间费用率（%）	2.35	2.00	1.73
其中：财务费用率（%）	0.71	0.69	0.66
全年利息支出总额（亿元）	8.33	10.20	13.86
其中：资本化利息数额（亿元）	1.61	0.50	0.62

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

该公司规模优势体现得较为明显，期间费用率一直控制在较低水平，2016-2018 年公司期间费用分别为 23 亿元、33.07 亿元和 35.77 亿元，期间费用率分别为 2.35%、2.00%和 1.73%，一直控制在较低水平，且呈下降趋势。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	1.23	14.87	16.87
其中：权益法核算的长期股权投资收益	1.03	2.23	1.53
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	1.05	0.57	0.32
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.07	0.19	0.00
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.11	0.33	0.36
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	-2.88	8.54	6.96
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.24	0.41	2.12
处置长期股权投资产生的投资收益	0.00	0.08	2.00
理财产品收益	1.62	2.51	3.17
其他	0.00	0.00	0.41
营业外收入或其他收益（亿元）	0.76	0.20	0.26
其中：无法支付的应付款项	0.06	0.02	0.02
政府补助	0.29	0.02	0.00
财务支持获得的补偿	0.00	0.00	0.07
赔偿及违约金收入	0.38	0.05	0.12
罚款收入	0.00	0.01	0.00
债权处置净收益	0.00	0.05	0.01
其他	0.03	0.05	0.03
公允价值变动损益（亿元）	-2.47	3.79	-5.02
其中：以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产	-0.02	0.36	-4.12
以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债	0.64	-0.68	-0.52
非套期业务衍生金融工具产生的公允价值变动收益	-3.09	3.70	-0.72
套期损益	0.00	0.42	0.34
投资性房地产（亿元）	7.85	21.03	21.13

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司分别实现营业利润 17.98 亿元、35.92 亿元和 33.78 亿元。2017 年以来，公司投资收益对利润贡献度较大，2017 年公司获得的投资收益为 14.87 亿元，主要是期货合约和外汇合约处置收益；2018 年公司投资收益为 16.87 亿元，主要是期货合约、外汇合约处置收益和理财产品收益等。总体上看，近两年公司投资收益规模较大，但仍需关注其未来波动情况对公司利润的影响。

(3) 运营规划/经营战略

该公司已制定了新一轮的五年战略发展规划（2017-2021 年）。公司将做精做深供应链、做大做优地产、做特做强金融、做专做实投资。其中：供应链板块是公司整体发展的重要基础和依托。公司将继续精进业务，在贸易、物流、零售等领域，为客户提供定制化、一体化的服务，成为优秀的供应链综合服务

提供商；房地产板块将以住宅为主，多业态并举，定位“改善生活”的房地产综合服务。未来将在新区域、新产品、新模式三方面进行提升，加快旧城改造、文旅地产、产业地产等复合业态布局，挖掘发展潜力，持续推动房地产业务转型升级；金融板块是公司重点培育的新生板块和重要增长极。公司将继续完善金融布局，产融结合实现产业深耕，继续发挥协同效应，打造综合金融服务平台；战略发展板块将以投资手段培育新兴的业务板块。以战略投资和收购兼并为抓手，捕捉内生和外生机遇，在中长期内打造新增长极，推动公司整体业务持续发展。

为实现上述发展战略目标，该公司未来的外部融资仍将保持在较大规模，这对公司运营资金周转和融资能力提出了较高要求，需关注公司自身的资金平衡情况。

管理

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人未发生重大变化，截至 2019 年 3 月末，国贸控股仍是公司控股股东，直接持有公司 33.48% 股权，并通过厦门国贸控股建设开发有限公司持有公司 0.39% 股权，合计持股 33.87%，截至 2018 年末不存在股权质押情况。公司最终实际控制人仍为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）。国贸控股对公司支持力度较大，自 2018 年 12 月 26 日披露增持计划至 2019 年 1 月 29 日，国贸控股已增持公司股票 1816 万股，占公司总股本的 1%。2018 年度国贸控股累计拆借给公司的借款合计 51.52 亿元，在手最高余额为 13.60 亿元，当年公司支付资金占用费 0.34 亿元。截至 2018 年末，国贸控股拆借给公司的借款余额为 5 亿元。

该公司与关联方存在销售商品、采购商品、接受/提供服务等经常性关联交易，经常性关联交易价格遵循市场公允价格。2018 年度，公司向关联方采购金额为 6.76 亿元，向关联方销售金额为 1.49 亿元。此外，2018 年末公司应收关联方款项余额为 42 亿元，其中应收杭州茂国悦盈置业有限公司款项 25.79 亿元⁷；应付关联方款项余额为 16.87 亿元。整体看，公司关联交易按照市场公允价格定价，规模较小，风险尚可控。

根据该公司提供的 2019 年 4 月 18 日人民银行征信报告，公司无欠贷欠息等行为发生。同时公司已发行的所有债券均按时还本付息。

⁷ 杭州茂国悦盈置业有限公司是该公司与上海睿萌企业管理有限公司（该公司为世茂房地产控股有限公司之全资子公司）在杭州市国土资源局举办的国有建设用地使用权挂牌出让活动中联合竞得杭州江干区彭埠单元 R21-33 地块成立的合资项目公司，公司持股比例 50%，该往来款主要是用于支付地价款 66.42 亿元。

图表 21. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019-4-18	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019-5-3	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露、该公司年度报告	2019-5-3	无	贸易纠纷涉诉 ⁸	无	无
工商	公开信息披露	2019-5-3	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2019-5-3	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2019-5-3	无	无	无	无

资料来源：根据厦门国贸所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，随着业务规模的扩大，该公司负债规模也随之继续扩大，且公司负债中刚性债务占比仍较大，仍面临较大的即期偿债压力。公司目前负债经营程度偏高，但 2018 年以来公司经营性现金流得到较大改善，在公司稳定经营的前提下，其自身仍具有较强的偿债能力，且公司能够获得厦门市国资委的持续支持。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制。此外，公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。2018 年公司通过同一控制下企业合并方式收购江苏宝达纺织有限公司和国贸金控股权，对 2018 年合并期初数和上年同期发生额进行追溯调整。本评级报告中 2017 年末财务数据和 2017 年发生额同样进行了追溯调整。另外，本评级报告中将公司发行的永续债券由所有者权益调整至长期负债中，并以此作为财务分析的基础。

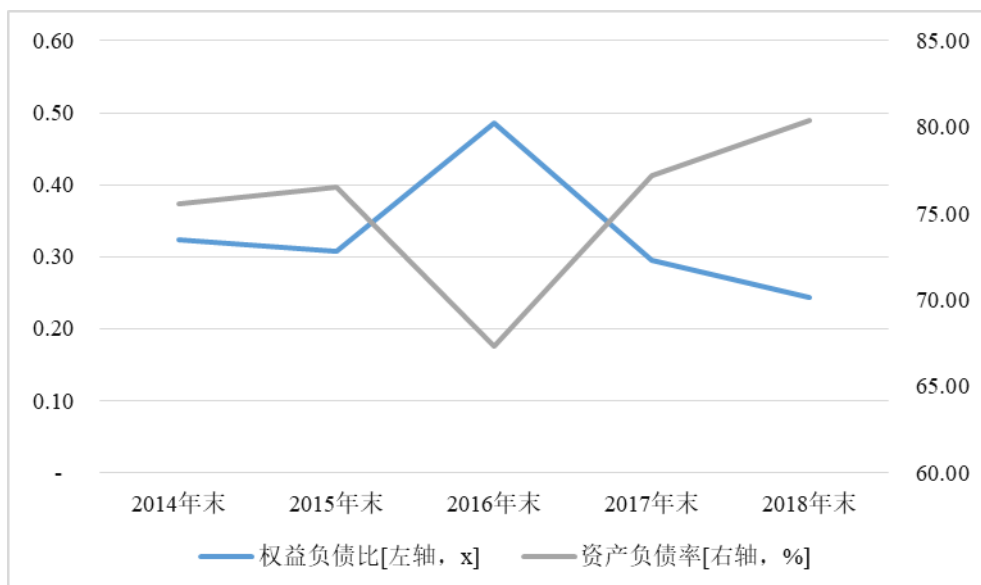
2018 年度该公司新增合并 39 家子公司及 1 家结构化主体，减少合并 40 家子公司以及 2 家结构化主体。

⁸ 详见本评级报告预计负债部分分析。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势

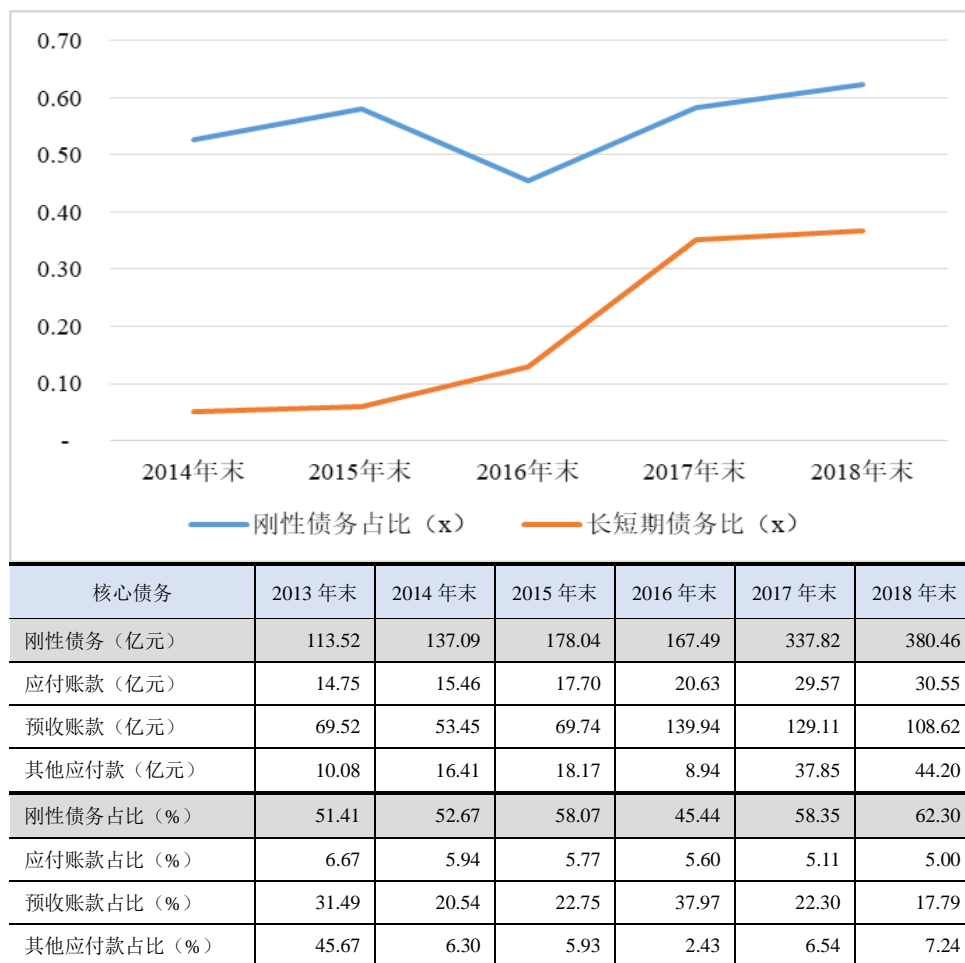


资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

随着业务规模的快速扩大，跟踪期内该公司负债规模也随之快速上升，2018 年末公司负债总额为 610.71 亿元，较上年末增加 31.79 亿元。因 2018 年公司实现同一控制下合并国贸金控等，冲减了年初合并财务报表层面因同一控制下企业合并已确认的资本公积，导致公司 2018 年末资本公积较 2017 年末减少 19.84 亿元，所有者权益相应降至 149.04 亿元，资产负债率升至 80.38% 的偏高水平。但考虑到公司负债中有较大规模的预收货款和预收房款实际上不需要偿还（2018 年末合计为 108.62 亿元），则公司实际偿债压力稍小。随着公司主业经营规模的扩大，运营资金需求量仍较大，预计未来公司仍将保持较大的负债规模，需关注其财务杠杆的变化情况。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，刚性债务是该公司最主要的负债，2018 年末占其负债总额的比重为 62.30%，金额为 380.46 亿元。除刚性债务外，2017 年末公司主要负债还有 30.55 亿元应付账款、108.62 亿元预收账款和 44.20 亿元其他应付款，其中应付账款随着公司业务规模的扩大而扩大，表明公司较好地利用了自身的商业信用；预收账款主要是公司预收的客户采购款和预售房款等，无需偿还；其他应付款主要是公司与厦门市国资委下属企业之间的资金拆借，部分关联借款需按照基准利率支付利息。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	107.35	125.83	163.93	130.96	193.69	220.45
其中：短期借款	47.86	56.52	65.59	28.89	85.82	81.48
应付票据	22.18	24.33	54.16	57.05	69.79	108.78
交易性金融负债	21.31	38.96	9.26	42.26	22.68	18.73

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
应付短期融资券	8.00	--	28.00	--	10.00	2.00
一年内到期的长期借款	8.00	6.02	6.92	2.76	5.40	9.47
中长期刚性债务合计	6.16	11.26	14.11	36.53	144.13	160.01
其中：长期借款	2.21	11.26	14.11	12.15	17.04	34.67
应付债券	3.96	--	--	24.37	127.09	125.34

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

该公司刚性债务以短期刚性债务为主，2018 年末占刚性债务总额的比重为 57.94%，主要由短期借款、应付票据、交易性金融负债、应付短期融资券和一年内到期的长期借款组成，当年末金额分别为 81.48 亿元、108.78 亿元、18.73 亿元、2 亿元和 9.47 亿元，其中交易性金融负债系公司贵金属租赁业务和期货合约（非套期业务）、外汇合约形成的负债，而应付短期融资券系公司发行的超短期融资券。

该公司长期刚性债务主要由长期借款和应付债券构成，2018 年末金额分别为 34.67 亿元和 125.34 亿元，其中长期借款主要是房地产项目贷款，而应付债券主要是公司发行的长期债券，其中永续债券合计为 110.82 亿元。

除房地产项目贷款外，该公司银行借款基本以信用借款为主。2018 年度，该公司总体融资成本（加权平均）约为 4.28%，融资成本相对较低。总体上看，由于公司业务特点决定了其运营资金需求量较大，外部融资在未来仍将是公司主要的运营资金补充方式，短期内，公司负债规模难以下降，其将持续面临较大的即期偿债压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	121.95	121.17	122.61	95.09	68.84	61.55
营业收入现金率（%）	111.50	105.86	113.67	115.43	111.94	108.99
业务现金收支净额（亿元）	0.92	-31.96	40.76	47.88	-60.91	38.09
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.53	-5.30	-13.21	-25.00	-23.16	5.00
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-6.61	-37.26	27.55	22.88	-84.07	43.08
EBITDA（亿元）	18.11	18.39	19.88	26.17	41.62	48.85
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.15	0.13	0.15	0.16	0.14
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.63	2.95	3.00	3.81	4.09	3.53

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司一直采取现金与票据相结合、以现金为主的结算方式，同时下游客户的回款一直较为稳定，因此近年来公司保持了良好的经营性现金流入，2018 年公司营业收入现金率为 108.99%。2018 年公司增加了大宗商品采购票据结算方式，当年经营获现能力得到较大改善，全年经营性现金流量净额为 43.08 亿元，能够为债务偿付提供一定支持。

2018 年该公司 EBITDA 为 48.85 亿元，较上年有所增长，对刚性债务和利息支出的保障倍数分别为 0.14 倍和 3.53 倍，公司 EBITDA 能够为刚性债务的偿付提供一定保障，且对利息支出的覆盖程度较好。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	0.80	-1.86	2.01	-70.88	23.22	-15.90
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.50	-4.44	-2.61	-3.22	-5.43	-6.76
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.08	-0.26	-	-	-27.24	-7.43
投资环节产生的现金流量净额	-1.61	-6.56	3.64	-74.10	-9.38	-25.48

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2018 年度，该公司投资活动产生的现金流量净额为-25.48 亿元，呈现大额净流出状态，主要系 2018 年公司收购世纪证券、国贸金控和兴业信托相关股权所致，加上公司购买的短期理财产品支付和回收之间存在时间差，导致公司投资性净现金流呈现较大波动，且预计未来仍将呈现波动状态。

(3) 筹资环节

外部债务性融资是该公司筹资运营资金的主要渠道，随着业务规模的扩大，公司近年来筹资性现金流也呈现大额净流入，但 2018 年公司偿还了部分负债，当年筹资性现金流量净额为-12.84 亿元，当年其现金流总体保持平衡。总体上看，公司的业务模式决定了其需要大额外部融资来维持资金周转，未来需持续关注公司融资能力及筹资能力的变化。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	254.63	304.87	354.09	483.55	614.92	615.56
	89.04%	88.52%	88.38%	88.28%	82.00%	81.02%
其中：货币资金（亿元）	22.19	26.49	36.26	41.94	44.18	54.28
交易性金融资产（亿元）	2.89	3.20	3.40	17.68	30.13	24.10
应收票据（亿元）	17.90	15.02	6.35	7.83	12.49	8.53
应收款项（亿元）	16.32	18.44	23.24	33.84	31.77	37.39

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
预付款项（亿元）	32.54	34.43	34.50	42.79	57.87	65.57
其他应收款（亿元）	13.00	17.23	20.89	17.89	49.77	49.81
存货（亿元）	139.44	173.24	193.86	235.68	299.39	306.74
其他流动资产（亿元）	1.00	9.10	20.06	61.69	61.85	45.24
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	31.36	39.55	46.56	64.18	134.98	144.19
	10.96%	11.48%	11.62%	11.72%	18.00%	18.98%
其中：可供出售金融资产（亿元）	2.60	4.14	4.78	10.03	12.95	9.86
长期应收款（亿元）	0.44	0.01	0.35	2.95	16.35	11.17
长期股权投资（亿元）	10.60	11.56	11.57	13.18	41.56	35.88
投资性房地产（亿元）	1.06	4.77	6.69	7.85	21.03	21.13
固定资产（亿元）	7.01	11.80	11.58	13.51	16.32	20.49
递延所得税资产（亿元）	2.84	3.85	7.76	12.93	14.71	15.86
期末全部受限资产账面金额（亿元）	20.74	42.65	49.96	62.06	62.44	178.34
期末全部受限资产评估价值（亿元）	20.74	42.65	49.96	62.06	62.44	178.34
期末抵质押融资余额（亿元）	40.44	22.71	21.36	31.26	33.45	46.70
受限资产账面余额/总资产（%）	7.25	12.38	12.47	11.33	8.75	23.47

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

该公司资产较集中于流动资产，符合公司主业的经营特点。2018 年末公司资产总额为 759.75 亿元，近年来随着公司经营规模的扩大而迅速扩大。当年末公司流动资产为 615.56 亿元，占资产总额的比重为 81.02%，主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，年末金额分别为 54.28 亿元、24.10 亿元、8.53 亿元、37.39 亿元、65.57 亿元、49.81 亿元、306.74 亿元和 45.24 亿元。其中，交易性金融资产主要是债务工具投资、衍生金融资产投资和银行结构性存款等；应收票据、应收账款、预付款项和存货总体随着公司业务规模的扩大而增长，应收账款中，账龄在 1 年以内的应收账款占比为 97.92%，截至 2018 年末，公司累计计提应收账款坏账准备 2.10 亿元；存货中房地产开发成本为 208.25 亿元，库存商品为 70.46 亿元；其他应收款主要是公司和厦门市国资委下属企业之间的资金拆借，部分借款公司会按照基准利率收取利息；其他流动资产主要是公司利用闲置资金购买的保本银行理财产品。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、递延所得税资产和其他非流动资产构成，2018 年末金额分别为 9.86 亿元、11.17 亿元、35.88 亿元、21.13 亿元、20.49 亿元、15.86 亿元和 27.68 亿元。其中，可供出售金融资产主要是公司部分以财务获利为目的的对外投资，主要投资企业为成都银行、厦门华侨电子、德邦证券等企业，2018 年处置可供出售金融资产获得投资收益 2.12 亿元；长期应收款系子公司金海峡开展的融资租赁业务产生的长期应收款，年末随着业务规模的扩大增长较多；长期股权投资系公司重要对外投资，2018 年因处置厦门资

产管理有限公司股权⁹，规模有所下降；投资性房地产主要是国贸金融中心等用于出租的商业地产；递延所得税资产主要是预收房款预计毛利、内部交易未实现利润、预提的工资奖金和交易性金融工具公允价值变动等；其他非流动资产 2018 年末规模增长较多，主要是预付世纪证券股权投资款、委托银行贷款和应收保理款等。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值合计为 178.34 亿元，主要包括 4.02 亿元货币资金、2.76 亿元金融资产、0.62 亿元应收票据、2.07 亿元存货（库存商品）、141.91 亿元存货（开发成本）、10.32 亿元固定资产和 10.67 亿元投资性房地产。总体上看，目前公司资产抵质押规模较大，主要是房地产开发项目用于抵押借款的规模上升，需关注其资产流动性的变化。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	119.07	122.94	122.40	148.03	143.52	137.75
速动比率（%）	38.64	39.20	43.46	62.78	60.14	54.43
现金比率（%）	11.73	11.97	14.75	18.25	17.34	17.54

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 137.75% 和 54.43%，资产流动性指标尚好，但考虑到公司流动资产中存货规模很大，变现速度具有不确定性，因此公司实际资产流动性弱于账面所示。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司对合并范围外的担保金额为 2.25 亿元，担保对象为远洋控股集团（中国）有限公司¹⁰。截至 2018 年末，公司计提的预计负债为 0.22 亿元，主要因未决诉讼计提，具体情况如下：（1）公司子公司天津启润投资有限公司（简称“天津启润”）因仓储合同纠纷，基于谨慎性原则，计提预计负债 0.13 亿元；（2）1989 年 3 月，公司作为需方与联中企业（资源）有限公司（以下简称“联中公司”）签订鱼粉购销合同。联中公司以公司未足额付款为由，向厦门市中级人民法院提起诉讼。厦门市中级人民法院作出（1990）厦中法经民初字第 40 号民事判决，判决本公司偿还联中公司 31.91 万美元货款及 2.1 万美元利息。由于同一合同项下标的货物存在质量问题，公司对联中公司另行提起诉讼，要求联中公司赔偿损失。由于鱼粉质量案处于

⁹ 该公司对厦门资产管理有限公司投资总额为 6.58 亿元，处置价格为 6.80 亿元，确认投资收益 0.22 亿元。

¹⁰ 远洋控股集团（中国）有限公司作为控股股东对债务人厦门东悦地产有限公司（系该公司联营企业厦门国远同丰置业有限公司的子公司）全额借款 4.5 亿元提供流动性支持，鉴于公司合计持有厦门东悦地产有限公司 50% 股权，公司按实际持股比例为远洋控股集团（中国）有限公司提供不超过 2.25 亿元的流动性支持作为反担保。股东双方按照出资及权益股比承担担保义务。

审理当中，本案中止执行。直至 2017 年 3 月最高人民法院就鱼粉质量案作出再审判决，本案恢复执行。根据厦门市中级人民法院（2017）闽 02 执异 284 号裁定，本公司基于谨慎性原则，计提鱼粉货款案项下预计负债 0.05 亿元；

（3）公司子公司厦门国贸泰达物流有限公司青岛分公司因仓储合同纠纷，根据预计损失的可能性计提预计负债 0.05 亿元。总体上看，公司未决诉讼涉及的预计负债金额较小，对公司财务质量无明显负面影响。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事供应链管理业务，承担了较多业务职能，因此母公司自身具有较强实力。截至 2018 年末，母公司资产总额为 457.63 亿元，负债总额为 285.72 亿元，净资产为 171.91 亿元，资产负债率为 62.43%。2018 年母公司实现营业收入 842.24 亿元，净利润为 9.88 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 79.66 亿元。总体上看，公司本部作为可转债的承债主体，自身经营状况较稳定，负债经营程度较合理，且对下属子公司的控制能力较强，在一定程度上能保障本次债券的偿债安全性。

外部支持因素

该公司与各家商业银行等金融机构保持了良好的合作关系，跟踪期内公司继续获得较大规模的银行授信额度。截至 2019 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 972.63 亿元，其中来自国有政策性银行和工农中建交五大商业银行的授信额度合计为 526.66 亿元；公司授信总额中，已使用额度为 593.48 亿元¹¹，尚余 379.15 亿元额度未使用，公司仍有一定的后续融资空间。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	放款规模/余额	附加条件/增信措施
全部（亿元）	972.63	593.48	379.15	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	71.63	51.81	19.82	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	455.03	304.64	150.38	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	54.22	60.03	44.85	--

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，实际控制人仍为厦门市国资委，公司能够得到厦门市国资委的持续支持。得益于近年来大宗商品贸易业务的量价齐升，跟踪期内该公司业务运行总体平稳有序，业务规模呈现快速增长趋势，市场地位进一步巩固。得益于主业经营规模的扩大以及较大规模的期

¹¹ 包括开具信用证等额度。

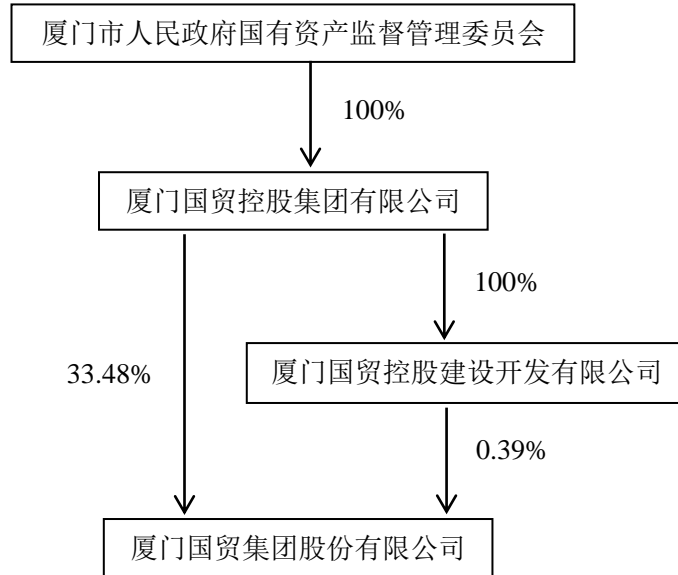
货合约和外汇合约处置收益，跟踪期内公司净利润规模进一步扩大。但公司大宗商品贸易的毛利率仍较低，需关注其后续的经营效率改善情况。

随着业务规模的扩大，该公司负债规模也随之扩大，且公司负债中刚性债务占比仍较大，面临较大的即期偿债压力。公司目前负债经营程度偏高，但 2018 年公司经营获现能力有较大改善，且公司能够获得股东和厦门市国资委的支持，在公司稳定经营的前提下，其自身仍具有较强的偿债能力。

考虑到：（1）该公司业务规模持续扩大，2016-2018 年分别实现营业收入 980.77 亿元、1654.83 亿元和 2065.98 亿元，规模效益进一步显现，公司行业地位突出且较为稳固；（2）经营创现能力有明显改善，2018 年度公司经营性现金流量净额为 43.08 亿元，较 2017 年增加 127.15 亿元，进一步增强了公司的即期偿债能力；（3）公司得到的股东支持力度较大，公司控股股东国贸控股为世界 500 强企业，自 2018 年 12 月 26 日披露增持计划至 2019 年 1 月 29 日，国贸控股已增持公司股票 1816 万股，占公司总股本的 1%。2018 年度国贸控股累计拆借给公司的借款合计 51.52 亿元，在手最高余额为 13.60 亿元。截至 2018 年末，国贸控股拆借给公司的借款余额为 5 亿元等因素，决定调整公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；认为国贸转债还本付息安全性很高，并调整国贸转债信用等级为 AAA。

附录一：

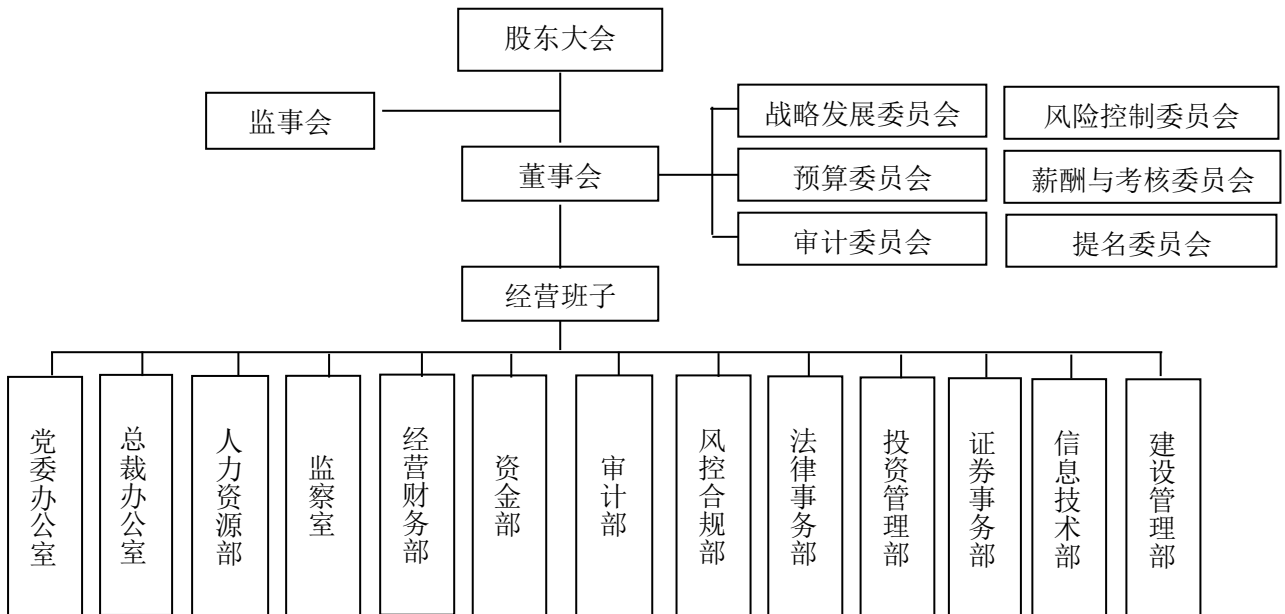
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门国贸提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门国贸提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

主要相关实体数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 年 (末) 主要财务数据 (亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
厦门国贸控股集团有限公司	国贸控股	公司之控股股东	—	投资控股	405.33	305.94	2740.96	22.58	31.32	55.69	
厦门国贸集团股份有限公司	厦门国贸	本级	—	供应链管理、房地产、金融服务	380.46	149.04	2065.98	24.67	43.08	48.85	
国贸地产集团有限公司	国贸地产	一级子公司	100%	房地产业务	17.41	70.92	28.55	5.13	20.85	22.16	
宝达投资 (香港) 有限公司	香港宝达	一级子公司	100%	供应链管理	29.15	5.22	118.56	0.82	-7.64	1.89	

注：根据厦门国贸 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	547.73	749.89	759.75
货币资金 [亿元]	41.94	44.18	54.28
刚性债务[亿元]	167.49	337.82	380.46
所有者权益 [亿元]	179.16	170.97	149.04
营业收入[亿元]	980.77	1,654.83	2,065.98
净利润 [亿元]	13.82	23.28	24.67
EBITDA[亿元]	26.17	41.62	48.85
经营性现金净流入量[亿元]	22.88	-84.07	43.08
投资性现金净流入量[亿元]	-74.10	-9.38	-25.48
资产负债率[%]	67.29	77.20	80.38
权益资本与刚性债务比率[%]	106.97	50.61	39.17
流动比率[%]	148.03	143.52	137.75
现金比率[%]	18.25	17.34	17.54
利息保障倍数[倍]	3.64	3.91	3.36
担保比率[%]	--	--	1.51
营业周期[天]	95.09	68.84	61.55
毛利率[%]	5.38	4.21	3.43
营业利润率[%]	1.83	2.17	1.64
总资产报酬率[%]	5.27	6.13	6.18
净资产收益率[%]	10.12	13.30	15.42
净资产收益率*[%]	8.91	13.95	16.75
营业收入现金率[%]	115.43	111.94	108.99
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.43	-22.27	9.84
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.17	-19.73	2.96
EBITDA/利息支出[倍]	3.81	4.09	3.53
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.16	0.14

注：表中数据根据厦门国贸经审计的2016-2018年财务数据整理、计算，其中2017年数据采用经追溯调整后数据。本评级报告中将永续债券由所有者权益转至长期负债中，并以此作为数据分析的基础。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。