



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪432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已发行的“厦门国贸集团股份有限公司公开发行2018年永续期公司债券”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

二零一九年六月十三日

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（2019）

| | | | |
|----------------|---|------------|------------|
| 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 | 2018/06/25 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AAA AAA | 评级展望 稳定 |

概况数据

| 厦门国贸 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|-----------------|--------|----------|----------|--------|
| 所有者权益 (亿元) | 179.16 | 260.00 | 259.77 | 264.23 |
| 总资产 (亿元) | 547.73 | 713.81 | 759.75 | 944.45 |
| 总债务 (亿元) | 154.73 | 207.83 | 262.71 | 439.87 |
| 营业收入 (亿元) | 980.77 | 1,646.51 | 2,065.98 | 497.57 |
| 营业毛利率 (%) | 5.38 | 4.12 | 3.43 | 4.02 |
| EBITDA (亿元) | 26.21 | 39.72 | 48.85 | - |
| 所有者权益收益率 (%) | 7.71 | 8.36 | 9.50 | 14.07 |
| 资产负债率 (%) | 67.29 | 63.58 | 65.81 | 72.02 |
| 总债务/EBITDA (X) | 5.90 | 5.23 | 5.38 | - |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 3.81 | 3.90 | 3.53 | - |

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. 2019 年 1-3 月所有者权益收益率经年化处理。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 13 日

基本观点

2018 年以来, 厦门国贸集团股份有限公司 (以下简称“厦门国贸”或“公司”) 强化大宗贸易资源获取能力, 加强各业务间协同, 进一步提高市场占有率, 供应链管理板块综合服务能力进一步增强; 面对严峻的房地产政策及市场形势, 公司房地产业务运营较为稳健, 全年签约销售收入实现增长; 防范金融风险和提升经营能力, 推动公司内部资源整合和协同发展, 全年营业收入保持较快增长, 盈利能力进一步提升。同时, 中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 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、整体债务负担加重及经营活动净现金流波动较大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。2018 年公司强化资源获取能力, 继续向供应链综合服务商、平台运营商转型, 核心产品经营能力进一步增强, 全年实现营业收入 2,065.98 亿元, 同比增长 24.84%。
- 房地产业务发展较好。2018 年, 面对严峻的房地产政策及市场形势, 公司房地产业务运营较为稳健, 全年房地产签约销售收入同比增长 5.99%。
- 金融服务业务竞争力进一步增强。2018 年以来, 公司收购厦门国贸金融控股有限公司 100% 股权, 受让兴业国际信托有限公司 8.4167% 股权及世纪证券有限责任公司 44.65% 股权, 金融服务业务竞争力进一步增强。

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。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率为 72.02%，负债率水平较高。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，2019 年 3 月末公司债务规模大幅增至 439.87 亿元，债务负担加重。
- 经营活动净现金流波动较大。受供应链管理业务赊销和房地产业务销售回款规模、拿地规模波动的影响，公司经营性现金流波动较大，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司经营活动净现金流量分别为 22.88 亿元、-84.23 亿元、43.08 亿元和 -45.80 亿元。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

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2018年末,本次债券募集资金扣除发行费用后,已全部用于偿还公司贷款,本次债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

本次债券基础期限为2年,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。2020年4月,公司将面临是否行使续期选择权,中诚信证评将持续关注公司续期选择权的使用情况。

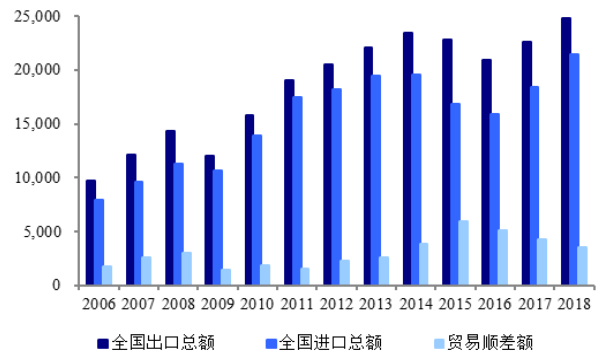
行业分析

2018年以来,全球经济增长动能减小,中国经济运行稳中有变,对外贸易总体稳中有进,规模创历史新高;但外部环境突变,外贸出口不确定性有所加大

2018年,全球经济增长动能减小,贸易保护情绪的上涨,贸易政策不确定性的上升。2018年,得益于一系列促进外贸稳定增长的政策实施、扩大开放政策以及国内需求持续增长的共同作用下,2018年我国对外贸易总体稳中有进,外贸结构持续优化。2018年,我国进出口总额4.62万亿美元,同比增长12.6%,规模创历史新高,其中出口2.48万亿美元,同比增长9.9%;进口2.14万亿美元,同比增长15.8%。贸易顺差0.35亿美元,收窄16.2%。

图1: 2006~2018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

在国内经济缓中回稳、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。近期中美贸易谈判突生变数,美国将在2019年5月10日起,对来自中国总值2千亿美元的商品,加征关税,由10%提高至25%,同时对余下3,250亿美元尚未征收惩罚性关税的中国货品,短期内加征25%关税。中美贸易摩擦进一步加剧,再度加大了我国出口的不确定性。此外,人民币汇率双向波动加大,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。

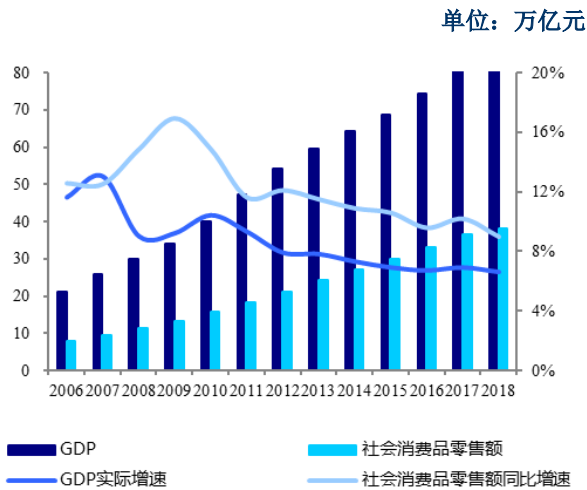
另一方面,外部环境的变化,虽使我国经济面临一定的下行压力,但我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期,中国经济长期向好、稳中求进的态势并未发生根本性变化。随着我国国内经济结构调整持续推进,内生增长动力有效增强;落实稳外贸政策,深入实施贸易强国行动计划,不断推进“五个优化”和“三个建设”,推动出口市场多元化,引导加工贸易转型升级、向中西部转移;优化进口结构,积极扩大进口,利用好中国进口博览会平台,

促进外贸稳中提质。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。

2018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。2018年，国内生产总值900,309亿元，同比增长6.6%；社会消费品零售总额380,987亿元，同比增长9.0%。

图2：2006~2018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，2018年5月，商务部发布《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建[2018]101号），提出利用规范采用财政补助、以奖代补、贷款贴息、购买服务等资金支持方式，通过强化物流基础设施建设，提高供应链标准化水平，加强信息化建设，提高供应链协同化水平以及提高供应链绿色化水平，来实现城市消费品社会零售总额同比增长高于全国平均水平，重点行业平均库存周转率同比提高10%以上，供应链综合成本（采购、库存、物流、交易成本）同比降低20%以上，订单服务满意度（及时交付率、客户测评满意率等）达到80%以上，重点供应商产品质量合格率达到92%以上，托盘、周转箱（筐）等物流单元标准化率达到80%以上，供应链重点用户系统数据对接畅通率达到80%以上，单元化物流占供应链物流比例同比提高10%以上的目标。

2017年12月，商务部等五部委联合制定了《城乡高效配送专项行动计划（2017-2020年）》（商流通函[2017]917号）（以下简称“专项计划”），计划到2020年，初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。为进一步落实专项计划有关要求，2018年11月商务部会同有关部门制定了《关于印发〈城乡配送绩效评价指标体系〉的通知》（商办流通函[2018]389号）（以下简称“通知”），通过建立城市绩效评价和企业绩效评价为城乡配送体系提供检验标准，来落实城市主体责任并引导企业转型升级。2019年2月商务部等印发《商务部等五部门关于进一步落实城乡高效配送专项行动有关工作的通知》（商流通函[2019]60号），进一步明确了首批30个城市的专项行动目标、任务和具体举措，提高专项行动的针对性、有效性，争取形成一批可复制可推广的典型经验。

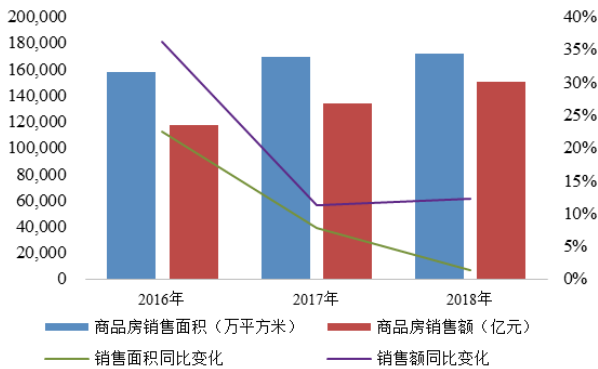
总体上，2018年我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

在房地产调控政策持续的影响下，2018年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降

根据国家统计局数据显示，2018年全国商品房销售面积与销售金额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.5个百分点。其中，2018年全国住宅销售面积和销售金额分别为147,929万平方米和126,393亿元，同比分别增长2.2%和14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售额同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售额同比增长0.7%。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长

的态势，但增速有所下降。2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年同期下降2.1个百分点。分城市能级来看，2018年12月，一线城市住宅均价达41,368元/平方米，较上年同期增长0.4%，增速同比下降1.0个百分点；二线城市住宅均价达13,582元/平方米，较上年同期增长7.1%，增速同比下降0.6个百分点；而三线城市住宅均价达9,061元/平方米，较上年同期增长8.7%，增速同比下降3.8个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图3：2016~2018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，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积29,142万平方米，同比上升14.25%；土地成交价款16,102亿元，同比上涨18.02%，增速较上年大幅下降31.43个百分点，成交均价为5,525.36元/平方米，同比增长3.31%，增速同比下降25.73个百分点。分城市能级来看，2018年一、二线城市土地成交均价同比分别下降9.18%和12.24%至7,925.8元/平方米和3,189.58元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为1,728.86元/平方米，同比增长2.81%，增速同比下降34.63个百分点。土地溢价率方面，2018年土地

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、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；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

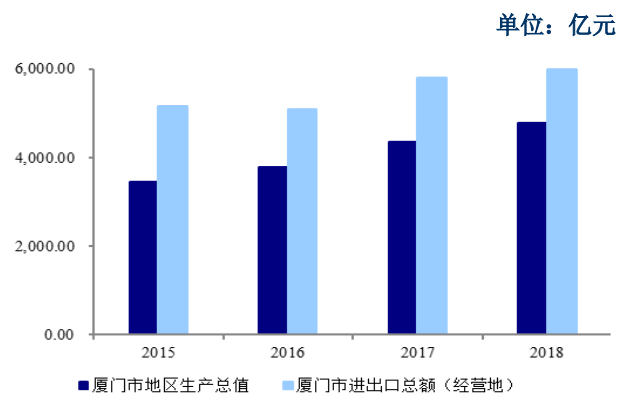
市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为5.38%、13.60%和15.35%，较上年同期分别下降8.27个百分点、18.10个百分点和15.55个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

2018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。2018年，福建省实现地区生产总值35,804.04亿元，同比增长8.3%；社会消费品零售总额14,317.43亿元，同比增长10.8%。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。受中美贸易战带来的悲观情绪影响，2018年，厦门市外贸进出口6,002.03亿元，同比增长3.2%，其中出口增长2.6%，进口增长4.0%。

图4：2015~2018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

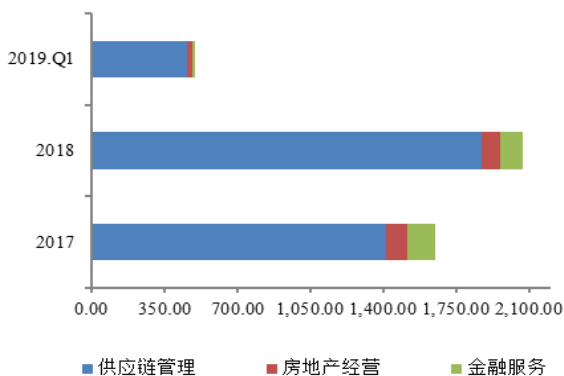
总体来看，厦门经贸港口城市的特殊优势为贸易企业发展提供了较好的外部条件；同时较为发达的经济、较高的人民生活水平以及优良的自然环境也在一定程度上支撑了房地产行业的发展。然而中诚信证评也关注到，房地产行业调控政策变化及大宗商品价格波动等因素对公司业务经营产生一定不利影响。

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。2018 年，公司实现营业收入 2,065.98 亿元，同比增长 24.84%，主要系供应链管理板块业务规模增长驱动，分板块来看，2018 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 1,872.51 亿元、89.01 亿元和 104.45 亿元，同比分别增长 32.17%、-8.87% 和 -20.96%，占当年总营业收入的比例分别为 90.64%、4.31% 和 5.06%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 497.57 亿元，同比增长 42.74%。

图 5：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，2018 年供应链管理业务营收规模进一步增长

供应链管理板块是公司重点经营业务，截至 2018 年，公司连续八年入选世界品牌实验室“中国

500 最具价值品牌”排行榜，2018 年排名第 207 位，品牌价值 221.61 亿元；同时为中国服务业企业 500 强，国家 5A 级物流商。2018 年，公司将汽车经销业务整体出售给厦门信达股份有限公司（以下简称“信达股份”）及其子公司。目前供应链管理板块业务包括大宗商品贸易、物流服务和商业零售业务三大板块。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，物流服务和商业零售业务是贸易板块的有力补充。

2018 年，公司强化资源获取能力，继续向供应链综合服务商、平台运营商转型，公司供应链管理板块实现营业收入 1,872.51 亿元，同比增长 32.17%。

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，向供应链管理转型，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，2018 年，公司钢铁业务构建多级营销网络，布局全国二十余座城市，全年收入规模同比增长；铁矿业务围绕核心客户加强研发跟踪、提升服务价值，全年经营量突破 6,000 万吨，纸业中心做广做深产业链，深化重点客户合作，继续加大海外市场资源布局；能源中心锁定优质资源，深耕重点用户渠道。从毛利率来看，公司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较好补充了公司贸易业务毛利润。

表 1：2017~2018 年及 2019 年 1~3 月公司前五大贸易品种

单位：亿元、%

| 贸易品种 | 2017 | | 贸易品种 | 2018 | | 贸易品种 | 2019.1~3 | |
|-----------|---------------|----------|-----------|-----------------|----------|-----------|---------------|----------|
| | 营业收入 | 营业毛利率 | | 营业收入 | 营业毛利率 | | 营业收入 | 营业毛利率 |
| 钢材 | 336.38 | 1.20 | 钢材 | 452.26 | 0.94 | 钢材 | 102.02 | 1.57 |
| 化纤 | 194.53 | -0.96 | 铁矿 | 262.03 | 1.43 | 铁矿 | 83.32 | 2.73 |
| 铁矿 | 177.74 | -0.24 | 铜 | 197.20 | -0.39 | 铜 | 61.83 | 0.63 |
| 纸业 | 94.74 | 3.49 | 化纤 | 146.12 | 1.62 | 化纤 | 31.39 | -2.40 |
| 煤炭 | 78.51 | 1.96 | 纸制品 | 145.50 | 1.65 | 纸制品 | 29.86 | 0.94 |
| 合计 | 867.19 | - | 合计 | 1,203.11 | - | 合计 | 308.42 | - |

注：表中化纤含 PTA。

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。2018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。2018年，公司铁矿业务实现营业收入 262.03 亿元，同比增长 47.42%；2019 年 1~3 月，铁矿业务实现营业收入 83.32 亿元，同比增长 81.01%。

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。2018 年，公司钢材业务实现销售收入 452.26 亿元，同比增长 132.49%；2019 年 1~3 月，钢材业务销售收入为 102.02 亿元，同比增长 31.93%。

汽车业务方面，截至 2018 年 9 月末，公司 4S 专营店合计 23 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，2018 年 1~9 月公司汽车销售量为 19,802 辆，销售均价为 15.86 万元/辆。同时受益于汽车保有量的增加，2018 年 1~9 月公司汽车维修数量分别为 15.31 万辆，同期售后维修服务收入 2.47 亿元，保持稳定增长。2018 年 1~9 月，公司汽车业务实现营业收入 35.71 亿元。2018 年 9 月 26 日，公司发布《厦门国贸关于出售资产暨关联交易的公告》（以下简称“公告”），公告称，2018 年 9 月 21 日公司董事会审议通过了《关于出售汽车板块股权暨关联交易的议案》（以下简称“议案”），公司将下属汽车经销业务整体出售给信达股份及其下属子公司，包括国贸汽车 100% 股权、华夏汽车城 100% 股权及国贸盈泰融资租赁（厦门）有限公司（以下简称“国贸盈泰”）25% 股权，交易均采用现金方式支付，交易价格合计人民币 52,690.63 万元。2018 年 12 月 1 日，公司发布的《厦

门国贸出售资产暨关联交易的进展公告》称，议案交易标的对公司负有的债务已全部结清；公司为交易标的及其子公司向任何第三方负有的具有担保性质的债务已全部消灭。信达股份已按照《资产收购协议》要求，向公司及公司下属公司上海启润实业有限公司、宝达投资（香港）有限公司支付全额标的资产收购价款，合计人民币 52,690.63 万元。本次交易完成后，公司不再持有国贸汽车、华夏汽车城及国贸盈泰股权，国贸汽车、华夏汽车城、国贸盈泰成为信达股份直接或间接控制的子公司。

公司纸制品以内贸为主，上游主要从广东、山东等地采购，下游取得了山东晨鸣纸业集团股份有限公司、玖龙纸业（东莞）有限公司、东莞建晖纸业有限公司、山东华泰纸业股份有限公司、山东太阳纸业股份有限公司等多家国内知名厂家的经销权，销往终端客户、中间商等。为延伸产业链，公司开始实行纸张、纸浆一体化经营。公司纸制品结算方式主要以信用证、银票、现金结算为主。2018 年公司纸制品贸易实现营业收入 145.50 亿元，同比增长 53.58%。2019 年 1~3 月，公司纸制品贸易实现营业收入 29.86 亿元。

此外，公司供应链板块亦涵盖物流服务和商业零售。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，截至 2019 年 3 月末，拥有室内仓库面积 15.11 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 5.34 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。2018 年，公司物流服务实现营业收入 31.13 亿元，同比增长 264.95%。

商品零售方面，公司商业零售业务板块包含美岁商业品牌代理（直营店）、国贸免税商场（百货）和美岁超市等三类业务类型，2018 年实现销售收入 2.78 亿元，毛利润 4,997.52 万元，同比分别增长 7.34% 和 -26.11%。2018 年 7 月，子公司厦门美岁商业投资管理有限公司与浙江银泰投资有限公司共同出资设立厦门银泰美岁商业投资管理有限公司，加强公司在福建省内的新零售业务发展。

总体来看，2018 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。

2018 年以来，面对严峻的政策与市场形势，公司房地产业务经营情况较好，签约销售金额有所上升

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，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。2018 年，公司推进房地产业务转型升级和组织变革；加强对外合作，探索投资拓展与融资模式的多样化；重视工程建设与交房进度，持续推行标准化建设及精细化管理，全年房地产业务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，同比分别减少 8.85% 和增长 5.99%；2019 年 1~3 月，实现签约销售面积和签约

销售收入分别为 12.23 万平方米和 30.26 亿元，同比分别增加 68.16% 和 60.52%。

表 2：2017~2019.3 公司房地产板块主要经营指标

| | 单位：万平方米、亿元 | | |
|--------|------------|--------|----------|
| | 2017 | 2018 | 2019.1~3 |
| 新开工面积 | 33.70 | 103.34 | 0.00 |
| 竣工面积 | 88.03 | 68.90 | 8.96 |
| 签约销售面积 | 42.14 | 38.41 | 12.23 |
| 签约销售收入 | 72.31 | 76.64 | 30.26 |
| 确认销售收入 | 97.67 | 89.01 | 29.40 |

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，辐射漳州、合肥、上海、南昌、杭州等地的区域布局。2018 年，公司主要销售项目包括厦门国贸商城同悦、厦门国贸天悦 5#、厦门国贸天悦 4#、南昌国贸春天、南昌国贸蓝湾、南昌国贸天悦等；截至 2019 年 3 月末，公司共有 14 个在建项目，规划总建筑面积约 180.02 万平方米，其中权益建筑面积 127.79 万平方米，主要在建房地产项目总投资 350.45 亿元，已投资 296.52 亿元。

表 3：截至 2019 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 | 建筑面积 | 资金来源 | 总投资 | 截至 2019 年 3 月末已投资 | 项目进度 | |
| 厦门国贸天悦 5#地块 | 厦门国贸天同房地产有限公司 | 住宅 | 厦门 | 19.68 | 自有资金、开发贷 | 285,400.00 | 276,117.65 | 87.81% | |
| 漳州润园二期二标段 | 漳州天同地产有限公司 | 商住 | 漳州 | 11.21 | 自有资金、开发贷 | 59,460.89 | 35,962.66 | 52.25% | |
| 南昌国贸天峯 | 南昌国贸地产有限公司 | 住宅 | 南昌 | 12.95 | 自有资金、开发贷 | 135,000.00 | 124,929.09 | 72.93% | |
| 南昌国贸天悦 | 南昌国贸地产有限公司 | 住宅 | 南昌 | 0.99 | 自有资金、开发贷 | 12,000.00 | 11,100.00 | 89.00% | |
| 合肥国贸天成 A 地块 | 合肥天沐房地产有限公司 | 住宅 | 合肥 | 17.49 | 自有资金、开发贷 | 274,163.00 | 263,190.59 | 64.54% | |
| 杭州钱塘天誉 | 杭州茂国悦盈置业有限公司 | 住宅 | 杭州 | 28.49 | 自有资金、开发贷 | 774,000.00 | 750,648.17 | 69.70% | |
| 上海国贸天悦 57A | 上海筑成房地产有限公司 | 住宅 | 上海 | 11.11 | 自有资金、开发贷 | 168,000.00 | 123,762.65 | 42.62% | |
| 厦门前海湾 | 厦门润金悦地产有限公司 | 住宅 | 厦门 | 11.18 | 自有资金、开发贷 | 210,000.00 | 148,765.96 | 3.88% | |
| 厦门国贸远洋天和 | 厦门东悦地产有限公司 | 住宅 | 厦门 | 6.09 | 自有资金、开发贷 | 145,677.00 | 117,473.05 | 25.91% | |
| 厦门国贸天成 | 厦门山悦地产有限公司 | 住宅 | 厦门 | 8.32 | 自有资金、开发贷 | 191,000.00 | 173,407.72 | 30.29% | |
| 厦门 2017XP04 地块 | 厦门东山悦地产有限公司 | 住宅 | 厦门 | 11.21 | 自有资金、开发贷 | 415,000.00 | 302,184.44 | 9.80% | |
| 漳州国贸天成 | 漳州国润房地产有限公司 | 住宅 | 漳州 | 15.91 | 自有资金、开发贷 | 208,000.00 | 153,206.38 | 22.15% | |

| | | | | | | | | |
|------------------|-------------------|----|----|--------|----------|--------------|--------------|--------|
| 厦门国贸天 峯 | 厦门国贸悦嘉地 产有限公司 | 住宅 | 厦门 | 11.74 | 自有资金、开发贷 | 293,000.00 | 227,889.50 | 18.49% |
| 厦门海沧 2018HP02 | 厦门稳投房地产 开发有限公司 | 住宅 | 厦门 | 13.66 | 自有资金、开发贷 | 333,795.00 | 256,587.70 | 9.48% |
| 合计 | - | - | - | 180.02 | - | 3,580,584.76 | 2,965,225.56 | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，2018 年公司竞得漳州和厦门 3 幅地块，土地款合计 48.37 亿元，截至 2018 年末已缴清土地款。截至 2019 年 3 月末，公司土地储备规划计容建筑面积合计 89.64 万平方米。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，2018 年，在严峻的政策与市场形势背景下，公司房地产板块签约销售金额有所上升，受房地产项目周期影响，当期确认销售收入有所下降。后续，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。

2018 年以来，公司致力于防范金融风险，提升金融服务经营能力，随着受让厦门国贸金融控股有限公司全部股权及世纪证券有限责任公司、兴业国际信托有限公司等部分股权完成，金融服务竞争力进一步增强

公司金融服务业务包括期货及衍生品、实体产业金融服务和投资等金融业务。2018 年，公司防范金融风险，提升金融服务经营能力，推动公司内部资源整合和协同发展，全年实现营业收入 104.45 亿元，同比减少 20.96%；毛利率同比增加 1.13 个百分点至 7.49%。2019 年 1~3 月，实现营业收入 10.84 亿元，同比减少 39.41%。

期货及衍生品业务方面，国贸期货有限公司（以下简称“国贸期货”）形成了以境内一线城市为轴心，在上海、广州、天津、深圳、成都等地拥有多家分支机构的区域格局。2018 年，国贸期货母公司口径实现净利润 702.72 万元，主要系期货代理手续费、交易所的手续费返还，同时亦有部分客户保证金存款利息收入，整体盈利贡献较为有限；2018 年国贸期货监管分类评价为 CC。2018 年国贸期货及下属厦门国贸资产管理有限公司（以下简称“国贸资管”）、国贸启润资本管理有限公司（以下简称“启润资本”）合计实现营业收入 94.95 亿元，营收

主要来自于现货销售收入和期货平仓盈利，期现结合综合毛利率 0.43%，期现结合综合毛利润为 4,115.05 万元。

实体产业金融服务方面，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，2018 年，金海峡投资加速资源要素整合，防控和化解风险，不断开拓新市场、新业务。2018 年，公司实体产业金融服务实现营业收入 11.79 亿元，同比增长 186.86%。其中，截至 2018 年末，金海峡担保对外担保金额 34.69 亿元，其中融资性担保 5.93 亿元、非融资性担保 28.77 亿元，涉及贸易、食品、电子、科技、建筑工程等行业，金海峡担保公司在 2018 年获得银行授信总额为 55 亿元，目前运营正常，所担保项目未出现逾期或坏账。

此外，公司公告，截至 2018 年 12 月 29 日，公司及下属子公司福建启润贸易有限公司收购公司控股股东国贸控股持有的厦门国贸金融控股有限公司（以下简称“国贸金控”）100% 股权，公司已按照《资产收购协议》要求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。截至 2018 年 6 月末，国贸金控总资产 41.30 亿元，所有者权益 23.24 亿元；2018 年 1~6 月营业收入 1.85 亿元，净利润 0.73 亿元。另外，公司以 115,605.50 万元及额外金额（期间利息）受让了兴业信托 8.4167% 股权，及以 173,399.26 万元受让世纪证券有限责任公司（以下简称“世纪证券”）44.65% 股权，并于 2019 年 1 月和 3 月分别完成股权变更登记手续。近年来，公司开拓现有金融业务的相互协同及发展，加快在金融领域的业务布局。

截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 19.32 亿元，可供出售金融资产 9.86 亿元，长期股权投资 35.88 亿元，拥

有较大规模的金融资产。

总的来看，2018年公司防范金融风险，提升金融服务经营能力，随着受让国贸金控全部股权及世纪证券、兴业信托等部分股权，金融服务竞争力进一步增强。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。

财务分析

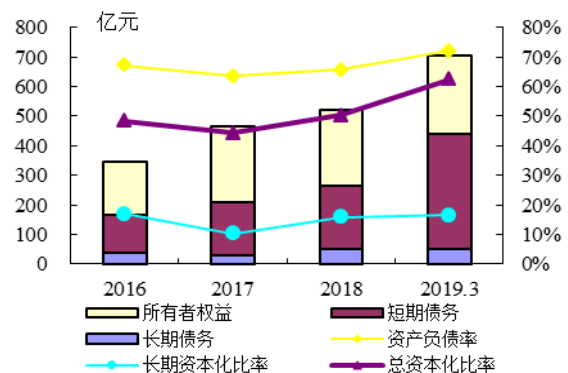
以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2016~2018年审计报告及未经审计的2019年1~3月财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

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2018年末，资产总额达759.75亿元，同比增长6.44%；同期，负债合计499.98亿元，同比增长10.18%。公司经营情况稳定，截至2018年末所有者权益为259.77亿元，同比减少0.09%，主要系收购联营企业江苏宝达纺织有限公司13%股权，分步实现对被合并方江苏宝达纺织有限公司的一控制下企业合并，及同一控制合并厦门国贸金融控股有限公司，导致公司合并范围变更，调整资本公积；以及当期偿还永续债，原发行费用及子公司的股东间不对等分红冲减资本公积；另外，可供出售金融资产公允价值变动损益减少2.47亿元。截至2019年3月末，公司总资产944.45亿元，总负债680.22亿元，所有者权益264.23亿元。随着供应链及房地产开发业务的快速发展，公司对外部融资的需求快速增加，资产负债规模显著提升。

财务杠杆方面，2018年以来，受业务规模增长影响，公司资产负债率和总资本化比率有所增长。截至2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为65.81%和50.30%，较上年分别上升2.23和5.88个百分点。但公司对资金的需求仍然较大，截至2019年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至72.02%和62.47%。

图6：2016~2019.3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2018年末，公司流动资产合计615.56亿元，同比增长2.22%，占资产总额的81.02%，主要由货币资金、存货、预付账款、其他应收款和其他流动资产等构成。具体来看，截至2018年末，公司货币资金54.28亿元，同比增长30.39%，其中受限金额4.02亿元，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；预付款项65.57亿元，同比增长13.85%，主要系供应链管理业务增长带来采购规模增长所致；存货306.74亿元，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2.56%，主要系开发成本和开发产品增加所致；其他应收款为49.81亿元，主要系关联方往来款41.51亿元，同比减少28.64%，关联方往来款以5%计提坏账损失准备2.08亿元，规模较大，须对资金往来风险予以关注；公司其他流动资产包括理财产品、国债逆回购以及委托贷款、典当贷款等金融业务资产，2018年末为45.24亿元，同比减少17.47%，主要系由于理财产品投资及委托银行贷款规模下降所致。截至2019年3月末，公司流动资产791.96亿元，货币资金、存货、预付款项、其他应收款和其他流动资产分别为48.19亿元、359.70亿元、95.19亿元、49.76亿元和32.49亿元，其中，存货及预付款项较年初大幅增长，主要系公司供应链规模增长带来库存商品的采购规模及预付款项期末余额大幅增加。此外，2019年3月末，公司交易性金融资产119.72亿元，较年初大幅增加205.91%，主要系公司阶段性使用闲置资金购买理财产品和结构性存款增加所致。

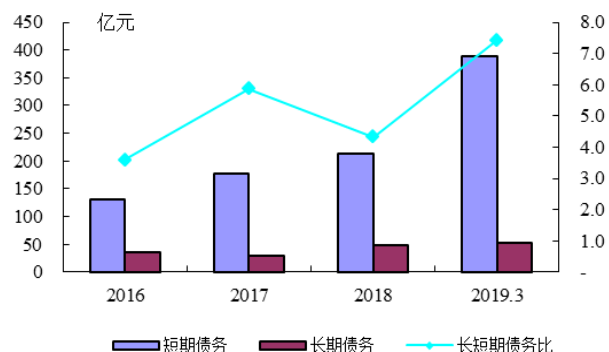
截至2018年末，公司非流动资产合计144.19亿元，占资产总额的18.98%，主要包括固定资产、长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产等，较上年末增长29.19%，其中，长期股权投资35.88亿元，同比增长24.54%，主要系2018年纳入厦门农村商业银行股份有限公司部分股权所致；固定资产净额20.48亿元，同比增长29.57%，主要系购置上海办公楼及完结的在建工程转至固定资产所致；投资性房产余额21.13亿元，同比增长4.73%，主要系国贸中心的南塔楼办公区域装修工程及海沧启润物流仓项目转至投资性房地产所致；长期应收款11.17亿元，均为融资租赁款，较上年末减少主要系当期公司子公司融资租赁业务规模下降，应收融资租赁款相应减少所致；其他非流动资产为27.68亿元，主要为预付股权投资款、委托银行贷款及应收保理款等，较上年度增加27.32亿元，主要系收购世纪证券的股权支付预付款所致。截至2019年3月末，公司非流动资产152.49亿元，固定资产、长期股权投资、投资性房地产分别为21.69亿元、67.47亿元和19.42亿元，其中，由于公司于一季度完成对世纪证券有限责任公司的股权受让手续，预付股权投资款从其他非流动资产转至长期股权投资，公司其他非流动资产从27.68亿元减少至10.59亿元，长期股权投资较年初大幅增加88.03%。

负债方面，截至2018年末，公司流动负债为446.87亿元，主要为短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款，同比增长7.12%，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2018年末，公司短期借款81.48亿元，同比增长5.05%；应付票据108.78亿元，同比增长55.87%，主要系受供应链业务规模扩大等因素的影响及业务结算方式较多采用票据影响；应付账款30.55亿元，同比增长5.00%，随着供应链管理业务规模的扩大而增加；预收款项108.62亿元，同比减少15.84%，主要系受预售房款的减少影响；其他应付款44.20亿元，较上年末增长主要系当期公司应付关联方及非关联方的往来款增加所致。截至2018年末，公司非流动负债53.11亿元，同比增长45.00%，主要系长期借款同比增长115.15%至34.67亿元所

致。截至2019年3月末，公司流动负债624.13亿元，在负债总额中占比91.75%，短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款分别为165.32亿元、132.92亿元、34.27亿元、104.36亿元和44.12亿元，其中短期借款增加102.90%，主要系随着供应链业务规模扩大，融资规模相应增加所致。此外，公司短期融资券增加54亿元导致其他流动负债大幅增加744.93%。截至2019年3月末，非流动负债为56.09亿元，主要包括长期借款37.47亿元和应付债券14.70亿元。

债务规模及期限结构方面，截至2018年及2019年3月末，公司债务规模分别为262.71亿元和439.87亿元，其中，长期债务分别为49.28亿元和52.17亿元。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2018年及2019年3月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为4.33和7.43，短期偿债压力较大。

图 7：2016~2019.3 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，2018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，且公司以短期债务为主，债务期限结构有待优化。需要注意的是，2019年以来公司债务规模快速增加，债务负担加重。

盈利能力

供应链业务板块收入带动公司整体业绩大幅增长，2018年，公司实现营业总收入2,065.97亿元，同比增长25.48%。2018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90.64%、4.31%和5.06%，收入较上年度分别增长32.17%、-8.87%和-20.96%。2019年1~3月，公司实现主营业务收入497.57亿元，同比增长42.74%，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457.33亿元、29.40亿元和10.84亿元。

毛利率方面，2018年，公司营业毛利率为3.43%，较上年度下降0.69个百分点。分板块来看，

2018年公司供应链管理板块毛利率1.31%，较上年度上升0.01个百分点；房地产业务板块毛利率上升1.16个百分点至43.06%，主要系当期结算项目在类型、定位方面等方面存在差别所致；金融服务毛利率7.49%，较上年度上升1.13个百分点，主要系公司防范金融风险，压缩毛利率相对较低的期现业务规模所致。2019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4.02%。

表 4：2017~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

| 项目 | 2017 | | 2018 | | 2019.1~3 | |
|---------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 供应链管理板块 | 1,416.70 | 1.30 | 1,872.51 | 1.31 | 457.33 | 1.52 |
| 房地产经营板块 | 97.67 | 41.90 | 89.01 | 43.06 | 29.40 | 39.93 |
| 金融服务板块 | 132.14 | 6.36 | 104.45 | 7.49 | 10.84 | 11.82 |
| 合计 | 1,646.51 | 4.12 | 2,065.97 | 3.43 | 497.57 | 4.02 |

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，2018年公司三费合计35.77亿元，同比上升11.49%，三费收入占比1.73%，较上年减少0.22个百分点，期间费用控制能力尚可。

表 5：2016~2019.3 公司期间费用情况

单位：亿元、%

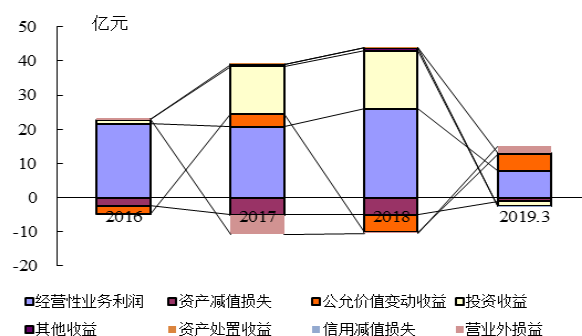
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~3 |
|--------|--------|----------|----------|----------|
| 销售费用 | 13.97 | 18.73 | 19.76 | 4.50 |
| 管理费用 | 2.04 | 2.47 | 2.42 | 0.58 |
| 财务费用 | 7.00 | 10.88 | 13.59 | 3.61 |
| 三费合计 | 23.00 | 32.08 | 35.77 | 8.69 |
| 营业总收入 | 980.77 | 1,646.51 | 2,065.98 | 497.57 |
| 三费收入占比 | 2.35 | 1.95 | 1.73 | 1.75 |

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2018年，公司利润总额为33.38亿元，同比增长17.98%，其中经营性业务利润和投资收益保持较高占比。2018年，公司经营性业务利润26.06亿元，同比增长25.40%，受益于公司供应链管理业务营业收入的增长，经营性业务利润增长较大；投资收益16.87亿元，主要来源于公司期货合约、外汇合约的处置收益及长期股权投资投资收益，同比增加21.71%；资产减值损失为5.08亿元，同比增长2.07%；公允价值变动收益为5.02亿元，较上年减少2.32%，主要系公司持有外汇合约和权益工具投资的公允价值减少所致；营业外损益为-0.40亿元。

2018年公司净利润24.67亿元，同比增长13.46%。2019年1~3月，公司利润总额为12.36亿元，同比增长57.61%，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7.83亿元、1.07亿元、4.88亿元、-1.36亿元和1.96亿元。

图 8：2016~2019.3 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，2018年公司营业毛利率有所下降，但得益于公司营业收入的较快增长及期间费用的控制，其经营性业务利润持续提升。此外，当年投资收益和公允价值变动收益也保持在较好水平，带动公司整体盈利能力增强。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，2018 年，公司 EBITDA 同比增长 22.99% 至 48.85 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 2018 年总债务/EBITDA 指标为 5.38 倍，较上年末增加 0.21 倍；EBITDA 利息保障倍数为 3.53 倍，较上年减少 0.23 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度尚可。

从经营性现金流情况来看，2018 年在防范和化解金融风险的背景下，公司金融服务业务减少了经营性现金流出、房地产经营业务的土地储备现金流出减少、供应链管理业务付款较多采用票据等结算方式，减少了经营性现金流出，当年经营活动现金呈净流入状态，经营性现金净流量较上年度增加 127.31 亿元至 43.08 亿元，同期经营活动净现金流/总债务为 0.16 倍；经营活动净现金流利息保障倍数为 3.11 倍。2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 -45.80 亿元，同比减少 23.76%。

表 6：2016~2019.3 公司主要偿债能力指标

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 547.73 | 713.81 | 759.75 | 944.45 |
| 总债务（亿元） | 154.73 | 207.83 | 262.71 | 439.87 |
| 资产负债率（%） | 67.29 | 63.58 | 65.81 | 72.02 |
| 总资本化率（%） | 46.34 | 44.42 | 50.28 | 62.47 |
| 经营活动净现金（亿元） | 22.88 | -84.23 | 43.08 | -45.80 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.15 | -0.41 | 0.16 | -0.48 |
| EBITDA（亿元） | 26.21 | 39.72 | 48.85 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 5.90 | 5.17 | 5.38 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.81 | 3.76 | 3.53 | - |

注：2019 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 2019 年 3 月末，公司从各家银行获得授信总额为 972.63 亿元，尚未使用授信余额 379.15 亿元。另外，作为上市公司，通畅的融资渠道将为公司业务扩大以及现有债务偿还提供较为充足的支持。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 2019 年 3 月末，公司及其子公司仍有多起未决诉讼，主要集中在供应链板块及金融服务业务，主要情况见表 7。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司及其子公司涉及的主要诉讼案

| 涉案主体 | 诉讼方 | 对公司财务数据的影响 | 案件进展 |
|----------------------|--|-----------------------------------|---|
| 子公司深圳金海峡商业保理有限公司（原告） | 深圳市爱尔贝特科技有限公司、深圳市保千里电子有限公司及江苏保千里视像科技集团股份有限公司 | 按预计损失的可能性计提保理损失准备 4,000.00 万元 | 2018 年 5 月，深圳市中级人民法院判被告向原告金海峡保理公司连带支付 5,000 万元及利息等。2018 年 8 月，金海峡保理公司向深圳市中级人民法院申请强制执行。 |
| 厦门金海峡投资有限公司 | 东方金钰股份有限公司 | 按预计损失的可能性计提坏账损失准备 5,000.00 万元 | 一审开庭尚未判决 |
| 厦门国贸集团股份有限公司 | 联中企业（资源）有限公司 | 根据预计损失的可能性计提鱼粉货款案项下预计负债 461.24 万元 | 2017 年 3 月最高人民法院就鱼粉质量案作出再审判决，另，厦门市中级人民法院判决公司偿还联中公司 319,095 美元货款及 21,000 美元利息恢复执行。 |
| 厦门国贸泰达物流有限公司青岛分公司 | 厦门基业鑫贸易有限公司 | 根据预计损失的可能性计提预计负债 459.18 万元 | 2018 年 9 月 26 日，法院一审判决泰达物流青岛分公司赔偿货物损失 9,183,575.03 元。泰达物流不服一审判决，于 2018 年 10 月 18 日向厦门市中级人民法院提起上诉，目前案件正在二审审理中。 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司所有权受限资产合计 183.89 亿元，占同期末净资产的比例为 70.79%，主要为用于抵押借款、担保的资产，以存货为主。

截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内对外担保金额 84.73 亿元，其中，公司为远洋控股集团（中国）有限公司提供不超过 2.25 亿元的流动性支持作为

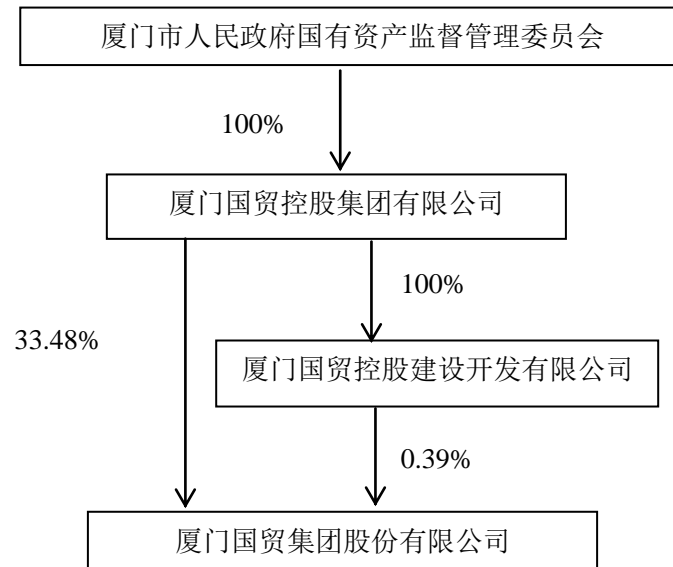
反担保；公司地产子公司为商品房承购人提供阶段性连带责任担保 51.09 亿元，此担保属于行业惯例，历年未发生由于担保连带责任而发生损失的情形；公司融资担保子公司对外担保 31.39 亿元，为其日常开展业务形成。

总体而言，2018 年以来，公司继续增强供应链管理服务能力，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，整体偿债能力极强。

结 论

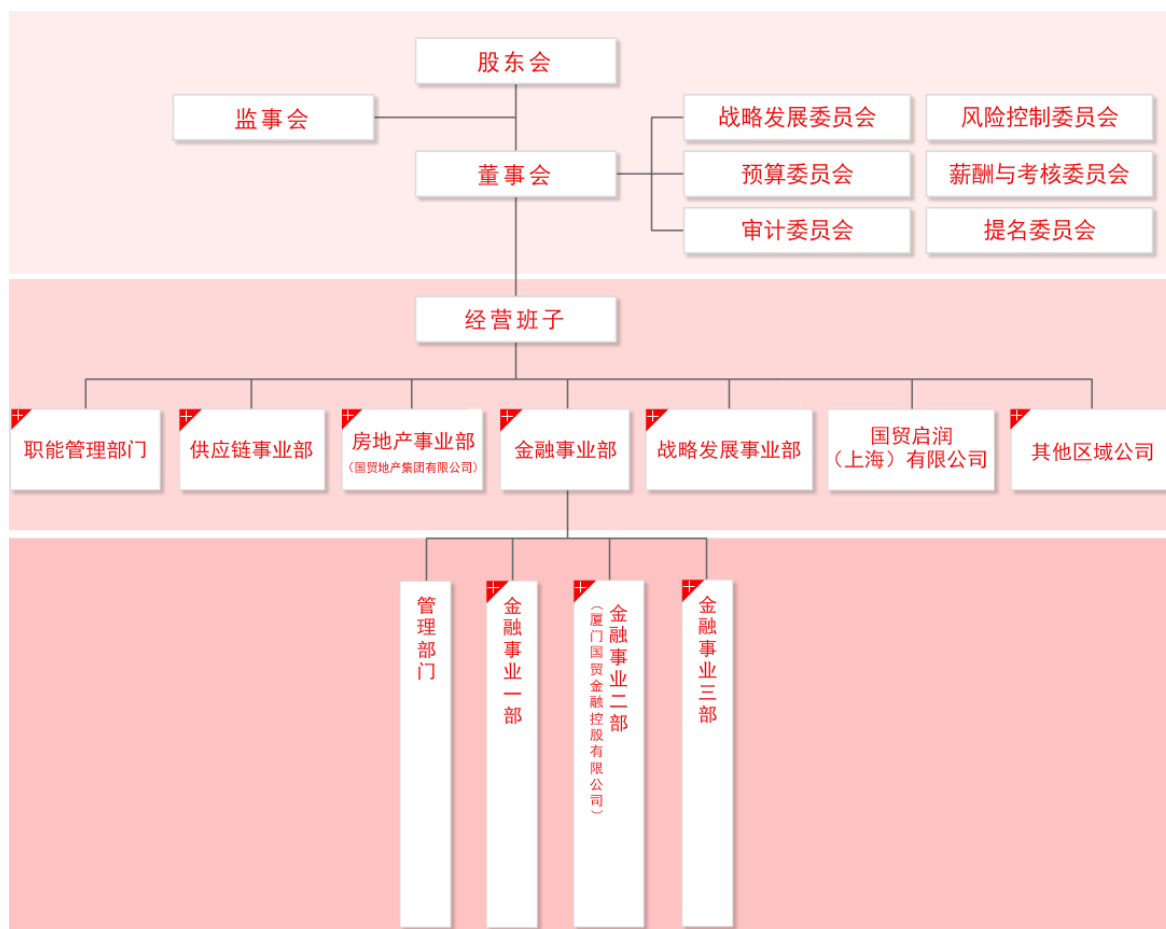
综上，中诚信证评维持厦门国贸集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“厦门国贸集团股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券”信用等级为**AAA**。

附一：厦门国贸集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 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 2019 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） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 货币资金 | 419,436.41 | 416,299.04 | 542,796.95 | 481,915.24 |
| 应收账款净额 | 338,410.07 | 316,849.27 | 373,900.83 | 429,819.21 |
| 存货净额 | 2,356,822.26 | 2,990,949.63 | 3,067,387.56 | 3,597,015.41 |
| 流动资产 | 4,835,543.67 | 6,021,981.27 | 6,155,609.60 | 7,919,604.16 |
| 长期投资 | 232,145.26 | 416,149.85 | 457,404.91 | 674,676.71 |
| 固定资产（合计） | 218,559.41 | 384,954.13 | 418,622.85 | 413,840.23 |
| 总资产 | 5,477,323.73 | 7,138,094.49 | 7,597,472.15 | 9,444,513.14 |
| 短期债务 | 1,182,008.02 | 1,775,270.14 | 2,134,269.69 | 3,877,013.23 |
| 长期债务 | 365,263.43 | 303,033.57 | 492,809.11 | 521,705.27 |
| 总债务 | 1,547,271.45 | 2,078,303.71 | 2,627,078.80 | 4,398,718.50 |
| 总负债 | 3,685,739.50 | 4,538,063.37 | 4,999,821.20 | 6,802,200.35 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 1,791,584.23 | 2,600,031.12 | 2,597,650.96 | 2,642,312.79 |
| 营业总收入 | 9,807,656.68 | 16,465,077.79 | 20,659,787.95 | 4,975,735.94 |
| 三费前利润 | 446,117.00 | 528,597.99 | 618,251.26 | 165,198.47 |
| 投资收益 | 12,301.27 | 138,614.66 | 168,708.55 | -13,620.74 |
| 净利润 | 138,212.76 | 217,427.13 | 246,697.93 | 92,941.46 |
| EBITDA | 262,101.48 | 397,238.63 | 488,458.93 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 228,803.62 | -842,283.01 | 430,843.11 | -457,998.97 |
| 投资活动产生现金净流量 | -740,995.54 | 10,971.88 | -254,846.54 | -973,145.93 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 551,210.86 | 839,003.73 | -128,435.30 | 1,430,421.81 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 44,993.26 | 2,885.96 | 49,619.76 | -1,333.40 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
| 营业毛利率（%） | 5.38 | 4.12 | 3.43 | 4.02 |
| 所有者权收益率（%） | 7.71 | 8.36 | 9.50 | 14.07 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 2.67 | 2.44 | 2.36 | - |
| 速动比率（X） | 0.76 | 0.73 | 0.69 | 0.69 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.15 | -0.41 | 0.16 | -0.48 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.26 | -0.47 | 0.20 | -0.55 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 3.33 | -7.88 | 3.11 | -14.46 |
| 总债务/EBITDA（X） | 5.90 | 5.17 | 5.38 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.81 | 3.76 | 3.53 | - |
| 资产负债率（%） | 67.29 | 63.58 | 65.81 | 72.02 |
| 总资本化比率（%） | 46.34 | 44.42 | 50.28 | 62.47 |
| 长期资本化比率（%） | 16.94 | 10.44 | 15.95 | 16.49 |

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、2019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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

| 内容 | 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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 基本不能保证偿还债券 |
| C | 不能偿还债券 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级 | 含义 |
|------------|---------------------------|
| A-1 | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。