

厦门国贸集团股份有限公司

2015 年可转换公司债券

## 信用评级报告

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>级

本期债券信用等级：AA<sup>+</sup>级

评级时间：2015 年 2 月 27 日



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.

## 业务声明

本评级机构对厦门国贸集团股份有限公司 2015 年可转换公司债券的信用评级作如下声明：

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

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

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级机构不承担与本次信用评级相关的任何责任

## 分析师

刘云

Tel : (021) 63501349-850

E-mail : liuyun@shxsj.com

熊桦

Tel : (021) 63501349-837

E-mail : xh@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel : (021)63501349 63504376

Fax : (021)63500872

E-mail : mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

# 厦门国贸集团股份有限公司 2015 年可转换公司债券信用评级报告

## 概要

编号：【新世纪债评(2015)010091】

## 厦门国贸集团股份有限公司 2015 年可转换公司债券

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期债券信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

### 主要财务数据及指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	3.12	3.99	2.85	2.46
刚性债务	68.69	63.02	64.50	123.41
所有者权益	30.44	31.44	32.19	42.90
经营性现金净流量	2.82	15.89	-0.55	-63.17
发行人合并数据及指标：				
总资产	212.05	241.03	283.55	347.08
总负债	160.53	184.34	218.60	263.57
刚性债务	105.57	99.38	112.55	168.48
所有者权益	51.52	56.68	64.95	83.51
营业收入	456.31	418.35	490.68	415.49
净利润	7.26	5.58	10.88	7.50
经营性现金净流量	-12.84	22.48	-6.88	-55.60
EBITDA	16.18	13.34	17.94	—
资产负债率[%]	75.71	76.48	77.10	75.94
权益资本与刚性债务 比率[%]	48.80	57.04	57.71	49.57
流动比率[%]	131.60	126.34	119.02	122.49
现金比率[%]	14.18	17.89	20.09	17.72
利息保障倍数[倍]	2.99	2.55	6.32	—
净资产收益率[%]	14.66	10.31	17.89	—
经营性现金净流量 与负债总额比率[%]	-8.00	13.04	-3.42	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-6.88	9.29	-4.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.23	2.80	6.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.17	—

注：根据厦门国贸 2011-2013 年度审计报告、专项审计报告及未经审计的 2014 年前三季度财务数据整理、计算。

### 评级观点

#### 优势：

- 厦门国贸核心主业供应链管理业务购销网络稳定、客户资源多、核心品种市场份额靠前、风险控制较稳健，目前已形成了较强的规模优势和品牌优势。同时公司在房地产开发上也拥有较高品牌知名度和较强区域竞争力。
- 近年来，厦门国贸房地产业务发展较快，主业盈利情况良好，公司整体净资产收益率较高，EBITDA 对利息支出的覆盖程度较好。
- 厦门国贸融资渠道畅通，融资方式多样，有利于降低融资成本。目前公司未使用的银行授信额度大，2014 年配股的成功实施使得公司资本实力得到增强，可转债若能成功发行也将为公司带来较多长期低息的资金来源。
- 厦门国贸地处厦门市，区域环境较好，同时公司主业将受益于自贸区等政策支持。

#### 风险：

- 世界经济持续低迷、大宗商品价格频繁且大幅波动、人民币汇率波动加大、我国经济及房地产市场下行压力加大等不利外部环境因素使厦门国贸经营管理难度和压力上升，经营业绩易受到影响。
- 随着全国房地产市场调整及市场分化加大，厦门国贸房地产主业风险扩大。
- 厦门国贸经营性净现金流波动大，对债务覆盖程度较弱。2014 年公司在房地产业务方面资金

投入较多且后续资金需求依然较大，未来公司房地产资金回笼以及供应链业务资金占用等情况将对其经营性净现金流和偿债能力等造成显著影响。

- 厦门国贸横跨多个行业经营、下属子公司多，同时公司大量开展套期保值业务，存在一定的管理风险和操作风险。

# 厦门国贸集团股份有限公司

## 2015 年可转换公司债券

# 信用评级报告

### 释义

厦门国贸，该公司，或公司：厦门国贸集团股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：厦门国贸集团股份有限公司 2015 年可转换公司债券

### 一、概况

#### (一) 发行人概况

该公司系经厦门市经济体制改革委员会厦体改(1993)006号文批准，由原厦门经济特区国际贸易信托公司独家发起，于1993年2月19日以定向募集方式设立的股份有限公司。1996年，经中国证券监督管理委员会批准，厦门国贸首次向社会公众发行人民币普通股1,000万股，并于当年在上海证券交易所上市(股票代码：600755)。后经数次送股、配股、增发新股及资本公积转增股本后，截至2013年末公司实收资本为13.31亿元。经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]426号文核准，2014年7月公司向原股东每10股配售2.8股，实际配股约3.34亿股，共募集资金净额13.80亿元，其中控股股东厦门国贸控股有限公司(简称“国贸控股”)及其全资子公司厦门国贸控股建设开发有限公司以现金全额认购其可配股份。截至2014年9月末，公司股本总额为16.64亿元，厦门市人民政府国有资产监督管理委员会(简称“厦门国资委”)通过其全资企业国贸控股持有公司31.42%的股份，为公司实际控制人。

该公司经营范围包括：金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；批发易燃液体，具体许可经营范围详见（闽厦安经（乙）字[2005]000266（换））；经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；其他未列明批发业（不含需经许可审批的经营项目）；工艺美术品及收藏品零售（不含文物）；其他未列明零售业（不含需经许可审批的项目）；珠宝首饰零售；房地产开发经营；货物运输代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；黄金、白银及制品的现货销售。

截至 2013 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 283.55 亿元，所有者权益为 64.95 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 55.10 亿元）；2013 年度实现营业收入 490.68 亿元，实现净利润 10.88 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 9.42 亿元）。

截至 2014 年 9 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 347.08 亿元，所有者权益为 83.51 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 73.35 亿元）；2014 年 1-9 月实现营业收入 415.49 亿元，实现净利润 7.50 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 7.20 亿元）。

## （二）本期债券概况

经该公司 2015 年 2 月召开的二零一五年度第二次临时股东大会审议通过，公司拟向中国证监会申请公开发行不超过人民币 28 亿元的可转换公司债券，期限为 6 年。本期债券拟发行金额为 28 亿元，期限为 6 年。公司拟将发行可转债所募集资金扣除发行费用后的金额全部用于上海市松江区佘山北地块项目、漳州国贸·润园项目、南昌国贸春天项目和南昌国贸蓝湾项目。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

债券名称:	厦门国贸集团股份有限公司 2015 年可转换公司债券
发行规模:	不超过人民币 28 亿元
债券期限:	6 年
债券利率:	固定利率
付息方式:	按年付息
增级安排:	无
转股期:	自可转债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
转股价格:	初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价；当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），转股价格相应调整。
修正条款	可转债存续期内，当公司 A 股股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票的交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。
赎回条款:	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以赎回价格赎回全部未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照债赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。
回售条款:	本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。在可转债存续期间内，如果本次发行可转债所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

资料来源：厦门国贸

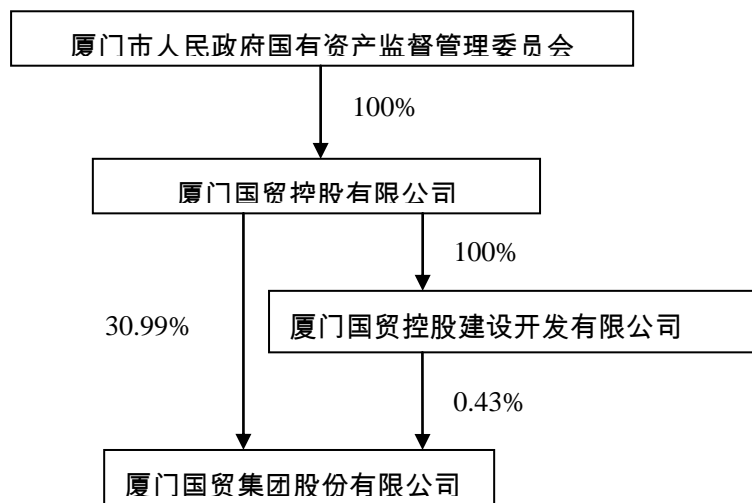
## 二、公司管理

该公司为国有控股上市公司，法人治理结构合理，组织管理较为规范，内部控制制度较为完善，整体经营管理风格稳健，运行效率较高。

### (一) 股权状况

该公司控股股东始终为国贸控股。2014 年 7 月，公司配股完成后，国贸控股及其全资子公司厦门国贸控股建设开发有限公司分别持有公司 30.99% 和 0.43% 的股份，合计持有公司 31.42% 的股份。国贸控股为厦门国资委旗下国有独资公司，厦门国资委是公司实际控制人。公司与实际控制人之间的产权及控制关系如图表 2 所示。

图表 2. 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 2014 年 9 月末）

国贸控股是代表厦门国资委的国有资产经营管理机构，资本实力较强，盈利能力良好，拥有厦门国贸、厦门信息-信达总公司和中国厦门国际经济技术合作公司等多家子公司。截至 2013 年末，国贸控股合并范围内经审计的总资产为 450.71 亿元，所有者权益为 92.67 亿元；2013 年国贸控股实现营业收入 816.35 亿元、净利润 13.27 亿元。截至 2013 年末，控股股东持有公司的股份不存在质押或其他有争议的情况。

### (二) 与控股股东之间关系

该公司控股股东通过股东大会依法行使出资人权利，不干涉公司的依法决策和具体生产经营活动；公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立，各自核算、独立承担责任和风险；公司董事会、监事会



和内部各职能部门能够独立运作,确保公司重大决策由公司股东大会和董事会依法做出。

### (三) 关联交易

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。公司与福建三钢闽光股份有限公司<sup>1</sup>(简称“三钢闽光”)是长期业务合作伙伴,2011-2013年公司向其销售铁矿砂、煤炭的金额为34.67亿元、37.87亿元和50.74亿元,占当期营业收入的比例分别为7.60%、9.05%和10.34%,呈上升趋势。除三钢闽光外,近三年公司与其他关联方的关联销售、采购金额及占比均较小。此外,2013年末公司应收关联方款项余额为9.85亿元,应付关联方款项余额为2.97亿元,主要为往来款项,且与单个企业关联资金往来款金额较小。整体看,公司关联交易按照市场公允价格定价,且关联交易金额占比不高,关联交易风险相对可控。

### (四) 高级经营管理者

该公司设总裁1名,对董事会负责,在公司执行性事务中实行总裁负责制。公司副总裁、财务负责人由总裁提请董事会聘任或者解聘,其他管理人员由总裁决定聘任或者解聘。目前公司在职高级管理人员多数在公司任职期限较长,积累了较丰富的经营与管理经验,拥有较强的经营决策能力与企业管理能力。

在高级管理人员考核方面,该公司制定了较为健全的绩效评价标准与激励约束机制,并逐步加以完善,以充分调动公司高管积极性。公司高级管理人员的业绩及履职考评主要由董事会负责,考核内容以绩效为主、兼顾综合素质,公司将依据管理水平及经营业绩确定高管人员薪酬。

---

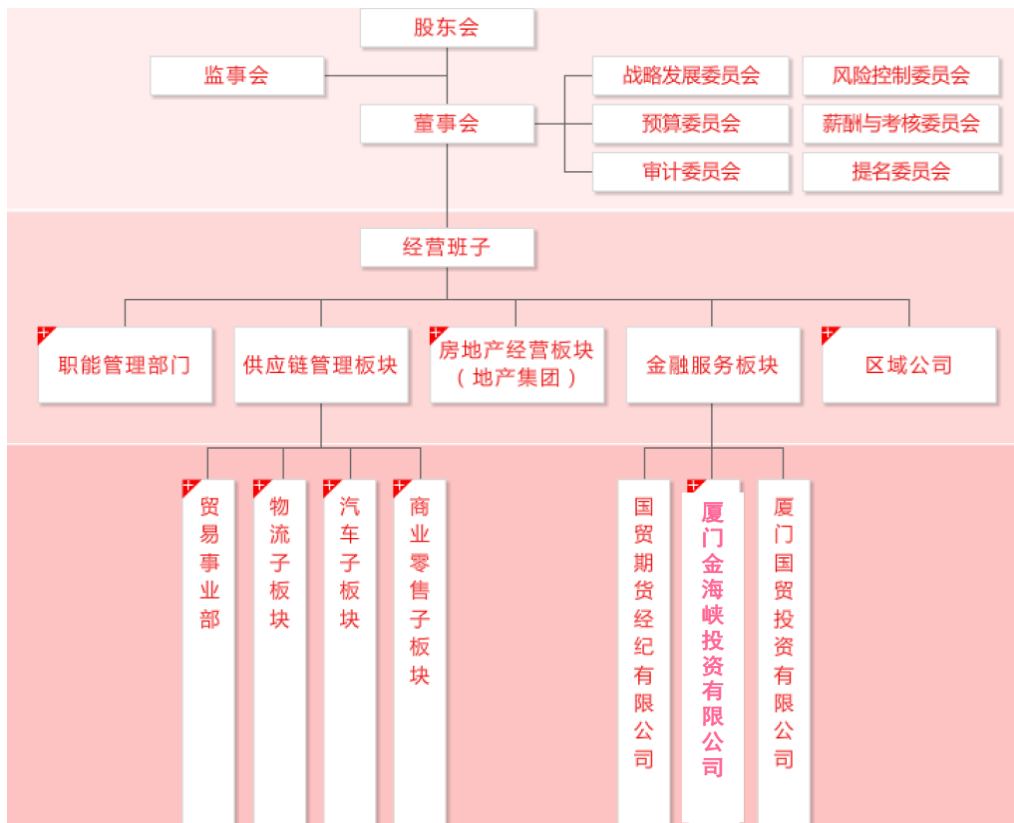
<sup>1</sup> 为加强与三钢闽光业务关系,公司2013年末持有其2.74%的股权,并委派高管高少镛在三钢闽光担任董事。

## (五) 内部管理

### 1. 组织架构

该公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规以及行政部门规章等制度，设立有股东大会、监事会、董事会和下属专业委员会。股东大会是公司的最高权力机构，董事会是公司的执行机构，监事会是公司的监督机构。公司设立有总裁办公室、经营财务部、投资管理部、资金部、证券事务部、内控与审计部等职能部门；并在三大业务板块的基础上，成立专门的子公司进行专业化经营。

图表 3. 公司组织结构图



资料来源：厦门国贸（截至 2014 年 9 月末）

截至 2014 年 9 月末，该公司合并范围内子公司共 96 家。

### 2. 人力资源

截至 2013 年末，该公司共有在职员工 3,598 人，需承担费用的离退休职工 116 人。其中行政管理人員、供应链管理板块、房地产经营板块和金融

服务板块分别占员工总数的 5.56%、74.40%、8.00% 和 12.03%。从学历情况看，公司人员中大专以上学历人员为 2,529 人，占比为 70.29%。公司人员素质较高，基本能够满足管理、经营、生产与技术等方面的需要。

该公司重视人才储备与培养，不断完善员工培训机制，人力资源管理水平持续提升。公司员工流动性较低，2013 年公司再次蝉联厦门年度最佳雇主称号。2014 年公司聘请德勤对其相对薪酬水平等进行了调研，并根据调研结果对薪酬结构进行了进一步优化。

### 3. 业务管理

该公司建立了较完善的管理制度，以强化对本部及其下属企业日常经营管理活动的监管和控制，有助于控制经营管理及财务管理主要环节的风险。

针对子公司较多的现状，该公司制定有《委派董、监事管理规定》等严谨规范的管理制度并严格执行，以对子公司进行有效管理。具体看，控股子公司由公司指定人员出任法定代表人行使企业控制权；同时由公司派出财务负责人，行使财务监督权，被投资企业的高级管理人员由公司总裁提名、公司委派。子公司对外担保需经公司股东大会或董事会批准，再由子公司董事会通过后实施。公司内控与审计部定期或不定期对子公司实施内控制度检查与内部审计，以及时发现并纠正可能存在的问题，并向总裁及董事会审计委员会报告。

业务风险管理方面，对于涉及到商品期货、远期合约等金融衍生工具的操作，该公司对业务流程进行严格规范，并由专业人员实施操作，最大程度降低操作风险。贸易价格风险管理上，对于价格波动较大的铁矿等产品，公司实行上下锁定价格以保证业务利润。对于国内期货交易所挂牌交易的大宗商品，公司通过套期保值来规避价格风险。公司制定有《期货套期保值业务管理办法》，严格规定了商品期货套期保值业务的授权制度、规模限制、开户规定、资金管理以及报告制度。对于其他商品，公司则通过保证金等多种

方式共同控制风险。公司通过对厂家、客户的动态评估和甄选，优化供应商和客户结构，加大信用保险的使用力度等方式来降低客户违约风险。存货管理上，公司对仓储供应商建立了资信评级制度，并对存货商品均投保了财产险以规避存货风险，同时还设置了专职的仓储管理机构及管理人员，对仓储供应商进行动态评估，定期或不定期对仓库进行盘点，不断加强存货管理。

资金管理方面，该公司制订有《资金管理制度》，公司本部各部门、全资子公司、控股子公司和驻外机构的资金管理均按照该规定执行。公司资金部依据股东大会审批通过的年度预算方案，统筹安排各业务单元的资金配置，为提高公司整体资金使用效率，公司采用统筹管理、整体调配的资金管理方式。公司供应链管理、房地产业务及金融服务业务由不同的经营主体独立运作，各经营主体采用独立的资金预算控制，拥有独立的银行账户，三大业务的资金能够区分。对于赊销和预付款业务，公司采用事前资信调查、优化客户结构、对赊销总量进行控制和及时跟踪、投保信用险等方式，来降低信用风险。公司通过资金统一管理以及对各项资金管理进行详细明确的规定，规范了资金运作，提高了资金使用效益，加强了资金安全。

该公司上市 18 年，在公司治理和内控等方面积累了丰富经验，目前已有系统规范的企业管理架构，内部控制体系健全，各管理环节能协调运作。近年来，公司先后入选上交所公司治理指数、社会责任指数等，是福建省唯一一家获得过上交所董事会奖和信息披露奖的上市公司，多次入选《董事会》杂志评选的中国上市公司董事会“金圆桌奖”。但是，因公司业务规模日益庞大，业务横跨范围较广，2013 年末公司又对各主营业务板块进行了重新调整，公司持续面临一定的管理压力和风险。

### 三、业务运营

该公司原有三大业务板块为流通整合业务、房地产经营和产业群业务。根据公司制定的 2014 至 2016 年发展战略，公司于 2013 年末对原有三大业务

板块进行重新调整，合并原有的流通整合业务、商业零售业务为供应链管理板块，整合包括期货经纪、担保、典当、金融类合作业务、资产管理在内的产业群业务为金融服务板块，房地产经营板块保持不变。从 2014 年起，公司正式启用调整后新的三大业务板块口径，2011-2013 年度以新的业务板块口径追溯调整。目前，供应链管理为公司最主要收入来源，房地产经营构成公司重要盈利来源，金融服务业务尚处于培育期，收入及利润贡献有限。

## （一）经营环境

### 1. 贸易行业

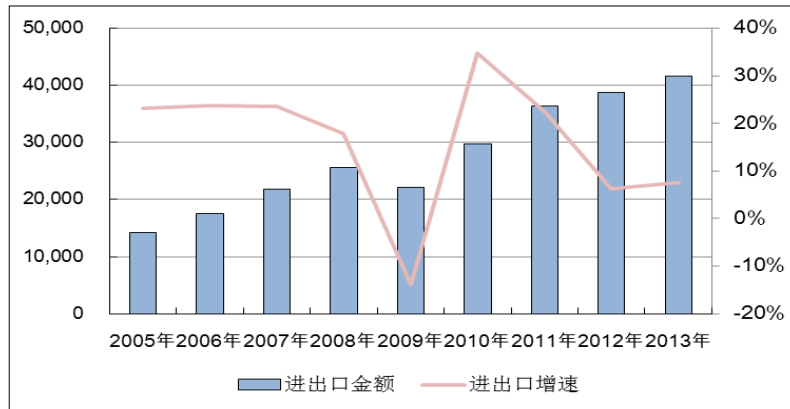
#### （1）对外贸易

近年来受世界经济和国际贸易环境低迷等因素影响，外贸压力逐渐增大，预计 2015 年我国外贸环境难有明显改善，但随着国家加强政策支持，我国对外贸易将保持平稳增长。

改革开放 30 多年来，我国在对外贸易方面进行了一系列的改革，确立了出口导向型的外贸政策，促使我国对外贸易取得了巨大的发展。1978-2013 年，我国货物贸易进出口总额从 206 亿美元增至 4.16 万亿美元，增长了 200 倍，年均增长 17.05%。但是近年来受国际宏观经济形势变化影响，我国对外贸易波动较大。其中，2009 年受金融危机影响，全球贸易规模有所萎缩，我国出口亦出现了三十年来的首次负增长；2009 年末开始，国内经济回升趋势逐步巩固，各项政策效应进一步显现，我国对外贸易呈现恢复性增长态势，出现较大幅度回升。2010 年及 2011 年，我国进出口总额同比分别增长 34.71% 和 22.50%。2012 年，欧债危机的加剧使得我国进出口总额同比增速大幅下滑，仅为 6.19%。2013 年，针对世界经济低迷的态势，我国新一届政府积极推动国际贸易争端的协商解决，同时主要经济体美国经济逐步复苏，使得略显低迷的国际贸易环境得到一定改善，当年我国进出口总值为 4.2 万亿美元，同比增长 7.6%。2014 年以来，世界经济复苏力度弱于预期，全球

地缘政治风险突出，即使我国政府及时出台政策支持外贸稳定增长，但出口增速依然下滑较多；同时，国内经济发展也面临不少困难和挑战，投资需求增长连续下滑，经济下行压力较大，进口需求增长动力不足。但是随着发达国家特别是美国经济复苏好转，2014年1-3季度我国外贸进出口呈现逐季改善态势。据海关统计，2014年1-11月我国进出口总值为3.9万亿美元，同比仅增长3.4%。其中，出口2.12万亿美元，增长5.7%；进口1.78万亿美元，增长0.8%。

图表 4. 2005-2013 年度我国进出口贸易情况 (单位: 亿美元)



资料来源：Wind 资讯

欧盟、美国、东盟、中国香港和日本是我国前五大的贸易伙伴，2014年前三季度进出口总额合计占比达到54%。其中，在美国经济复苏态势趋稳带动下，2014年前三季度对美国出口增长7.5%；因为上年同期基数相对较低，对欧盟出口增速达到11.3%；我国对印度、东盟和俄罗斯出口分别增长9%、9.3%和10.5%，对南非、巴西出口分别下降10.3%和2.6%。总体上，2014年前三季度我国对主要发达经济体进出口增长较快，对新兴经济体贸易走势分化。

2014年第三季度我国机电产品（资本密集型）出口增长8.5%，纺织品等7大类劳动密集型产品出口增长11.1%，较2014年上半年明显好转。2014年前三季度，我国出口钢材6,543万吨，同比增长39.3%，逐渐成为化解我国钢材产能过剩的重要渠道。2014年1-9月，我国铁矿石进口量为6.99亿

吨，比上年同期增长 16.5%，进口均价 108.09 美元/吨，同比下降 16.42%，铁矿石进口市场整体呈现量增价跌态势。因国内煤价下降以及库存压力，2014 年 1-9 月我国进口煤炭 2.23 亿吨，同比下降 6.7%；同时我国于 2014 年 10 月取消了进口煤零关税政策，恢复实施 3%-6% 的最惠国税率，短期内将对进口煤市场产生很大冲击。总体看，2014 年以来大宗商品进出口量涨跌不一，但是进出口价格普遍下跌。

展望 2015 年，世界经济温和复苏态势基本确立，但世界经济处于低速增长的调整阶段，预计复苏力度仍然较弱。IMF 预计，2015 年世界经济将增长 3.8%，增速比 2014 年提高 0.5 个百分点。2015 年国际市场竞争将日益激烈。首先，在世界经济低速增长情形下，我国外部需求难有明显回升；其次，各国把扩大出口作为促进经济复苏的重要手段，并采用贸易保护主义来保护本国产业，使得针对我国产品的贸易摩擦有增无减；再次，我国出口已连续居世界第一，劳动力成本处于快速上涨期，劳动密集型出口产业竞争力不断萎缩，出口订单和产能正快速向周边国家转移。面对复杂的外贸形势，预计我国政府将加强政策支持力度，同时各进出口企业也将积极优化升级，推动 2015 年我国对外贸易保持平稳增长。

## (2) 国内贸易

国内贸易行业市场化程度较高，市场容量大，且发展与宏观经济形势密切相关；近年来行业发展虽受到宏观经济增速下行等因素制约，但整体规模仍保持了逐步扩大的态势。

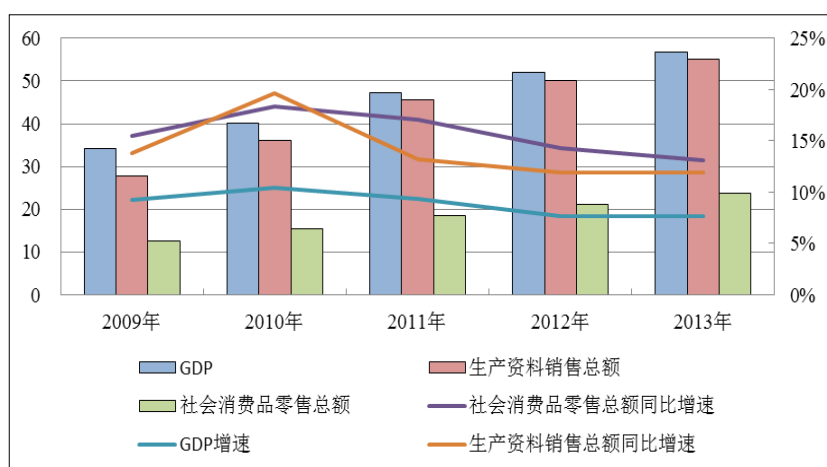
近年来，国内贸易对国民经济的贡献逐渐增强，近 10 年内贸行业增加值占我国 GDP 的比重平均在 8% 左右，在第三产业增加值中名列首位，增长速度始终高于 GDP 增速。

与该公司相关的内贸行业市场化程度较高，投资主体呈现多元化，且行业发展受国民经济发展影响大。近年来，随着我国经济的持续增长，生产资

料和社会消费品流通活跃，行业规模不断扩大。2013 年我国经济规模持续扩大，达到 56.88 万亿元，同比增长 7.67%，增速较 2010 年下降 2.73 个百分点；全年社会消费品零售总额 23.78 万亿元，同比增长 13.10%，增速有所调整。2013 年生产资料流通规模实现较快增长，与整体经济增速波动相适应。据中国物流信息中心初步统计核算，2013 年全社会生产资料销售总额 55 万亿元，同比增长 11.90%。

2014 年以来，我国经济运行处在合理区间，经济结构调整出现积极变化，经济持续稳步发展，但是经济下行压力依然较大。2014 年前三季度我国经济增长速率为 7.4%，央行最新工作论文预计 2014 年全年我国 GDP 增速为 7.4%，2015 年经济增速将下降为 7.1%。2014 年 1-11 月，国内消费市场运行总体基本平稳，全国实现社会消费品零售总额 23.7 万亿元，同比增长 12%。

**图表 5. 2009 年以来我国 GDP、生产资料和社会消费品销售情况**



资料来源：国家统计局、中国物流信息中心

从价格看，目前中国产能过剩问题依然严重，PPI 指数连续下降；CPI 指数温和上涨，总需求增长相对乏力。据中国国家统计局数据，截至 2014 年 11 月，中国工业生产者出厂价格(PPI)已连续 33 个月下降。2014 年 11 月，全国居民消费价格总水平 (CPI) 同比上涨 1.4%，涨幅创出自 2009 年 11 月份以来的新低。

根据 2014 年中央经济工作会议，2015 年我国经济的主要任务包括努力



保持经济稳定增长、积极发现培育新增长点、加强保障和改善民生工作等，并继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。预计 2015 年我国经济规模增速将保持在 7% 以上，并为国内贸易行业创造相对平稳的外部环境。长期看，随着我国经济发展，庞大的国内需求将逐步释放，同时在政策调控下，我国加快了结构调整，把新型城镇化作为促进经济转型和增长的重要手段之一，为我国国内贸易长远健康发展提供了良好的发展机遇。

## 2. 房地产行业

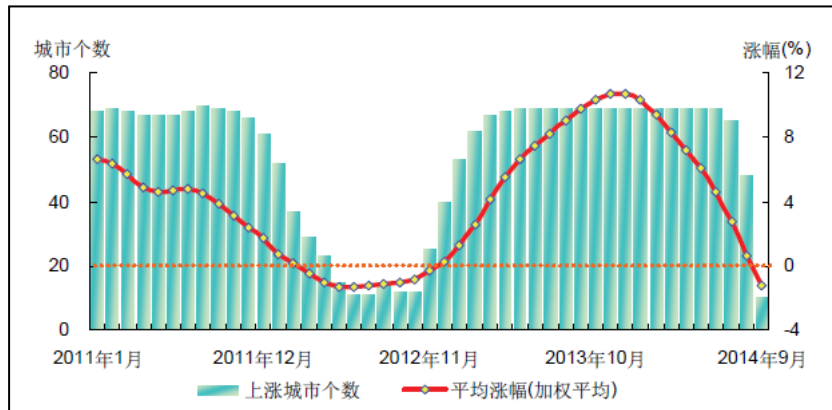
为抑制投机性需求和房价过快上涨，2009 至 2013 年房地产调控政策持续收紧。2012 年下半年以来在需求释放推动下行业呈现恢复性增长态势，2013 年国家继续加大了调控力度，区域分化加大。2014 年以来房地产市场明显调整，限购政策陆续放开且出台财政金融政策刺激，但房企库存仍处于高位，房价依然持续回落。未来随着国家政策逐步市场化，房地产市场结构调整或将继续加剧，但从长期看房地产行业依然具有较大发展空间。

房地产行业作为国民经济中的重要产业之一，周期性明显，受宏观经济政策影响较大。受前期政策驱动等因素影响，2009 年以来我国部分城市房价创出新高，因此，在经济逐步企稳回升的情况下，我国政府开始对房地产行业进行调控，2010 年 4 月以来，政策调控力度显著加大。进入 2011 年，房地产调控政策的行政性干预色彩继续加重，限购、限贷、限价政策逐步细化升级，着力抑制投资投机性需求和遏制房价过快上涨。2012 年，国家对房地产市场的调控方向维持不变，但抑制了两年的需求逐渐释放，下半年房地产市场景气度开始回升。

针对 2012 年下半年房价呈现上涨迹象，2013 年 2 月国务院确定了加强房地产调控的五项措施，简称“国五条”。“国五条”出台后，短期内对市场影响巨大，但从二季度起，政策效果逐渐减弱。四季度，以北上广深为代表的近 20 个重点城市，纷纷出台了进一步做好房地产市场调控工作的通知，调控力度有所收紧。2013 年，整体上房地产调控政策整体延续了 2012 年的调

控思路，限购、限贷政策继续实施，抑制房价上涨和加快保障性安居工程建设依然是房地产调控的重心。

图表 6. 近年来我国 70 个大中城市商品房市场价格走势



资料来源：国家信息中心

2013 年，虽然房地产调控继续收紧，但全国房地产市场在刚性需求等因素推动下，房地产主要指标增速均出现反弹，同时区域分化逐步明显。2013 年，房地产开发完成投资 8.6 万亿元，同比增长 19.8%，增速高于去年同期 3.6 个百分点；新开工面积 20.1 亿平方米，同比增加 13.5%，增幅增加 2 个百分点；商品房销售面积 13.05 亿平方米，同比增加 17.3%，增幅增加 15.5 个百分点；70 大中城市住房价格继续延续 2012 年下半年的上涨态势。2013 年，全国一线城市和部分二线城市房价持续较快上涨，而其他城市房价则上涨缓慢，区域分化较为明显。

进入 2014 年，房地产市场景气下行，地方政府出于经济增长及债务压力，2014 年 6 月，自呼和浩特市发文放开限购后，全国其他限购城市陆续跟进，完全放开或部分放开限购政策。目前，46 个限购城市中除四个一线城市和三亚外其余均以放开限购政策。除取消限购之外，《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》等财政金融政策紧随其后而来，对刺激楼市短期回暖起到了一定作用。但是整体看，房地产行业调整态势依旧，全国楼市继续筑底。根据国家统计局数据，2014 年 1~11 月，全国房地产开发投资 8.66 万亿元，同比增长 11.9%；全国房地产开发企业土地购置面积 29,736 万平方

米，同比下降 14.5%；商品房销售面积 101,717 万平方米，同比下降 8.2%；商品房销售额 64,481 亿元，同比下降 7.8%。截至到 11 月底，房地产的待售面积、房地产在建施工面积以及房企的土地储备均处历史高位。随着经济增速由高速向中高速转变，房地产市场也面临着结构调整，房地产市场景气下行压力和不确定性较大。但从长期看，由于我国城市化水平相对发达国家依然较低，在国民经济持续增长和城市化进程推动下，房地产行业仍有较大发展空间。

### 3. 区域环境

厦门市区位优势和政策优势明显，近年来经济发展速度较快，在良好的外部环境下，该区域内贸易企业面临的发展机遇较好。近年来，厦门房地产市场需求旺盛，且因土地面积供应有限，商品房销售价格处于高位运行状态。

近年来，依托其独特的区位优势，以及在全面实施《海峡西岸经济区发展规划》的积极政策环境下，福建省以及厦门市实现了区域经济的快速发展，经济增速连续超过全国水平，经济实力进一步增强。根据福建省统计局数据，2013 年福建省实现地区生产总值 21,759.64 亿元，同比增长 11%；全年社会消费品零售总额 8275.34 亿元，同比增长 14%，发展势头良好。同期，厦门市全年实现地区生产总值 3,018.16 亿元，同比增长 9.4%；社会消费品零售总额 974.51 亿元，比上年增长 10.5%。2013 年厦门市进出口 840.94 亿美元，同比增长 12.9%，其中出口增幅 15.3%，进口增幅 26.4%。2014 年 12 月福建省自贸园区获得国家批准，涵盖平潭片区、厦门片区和福州片区。随着自贸区各项政策的不断落实，将有利于降低贸易业务交易成本，提升贸易业务的自由化、便利化，增强进出口贸易的竞争力。良好的区域环境、经济环境和政策环境，将为厦门市贸易企业的持续壮大提供了很好的发展机遇。

从厦门市房地产市场看，2013 年全市商品房施工面积 3,785.86 万平方米，增长 5.8%；商品房新开工面积 689.5 万平方米，下降 15.7%；商品房销售面积 786.71 万平方米，增长 27.8%，其中住宅销售 581.52 万平方米，增

长 21.1%。从价格看，厦门因具有较好的宜居环境，房地产需求旺盛，同时受限于地理面积和土地面积供应，其商品房销售价格居高不下且十分坚挺。目前厦门岛内的新房销售单价都在 3 万元/平方米以上，岛外靠近厦门主城区的集美、杏林也达到 2 万元/平方米，且 2014 年以来在房地产市场分化加剧的情况下，其商品房销售价格基本保持了相对平稳的走势。

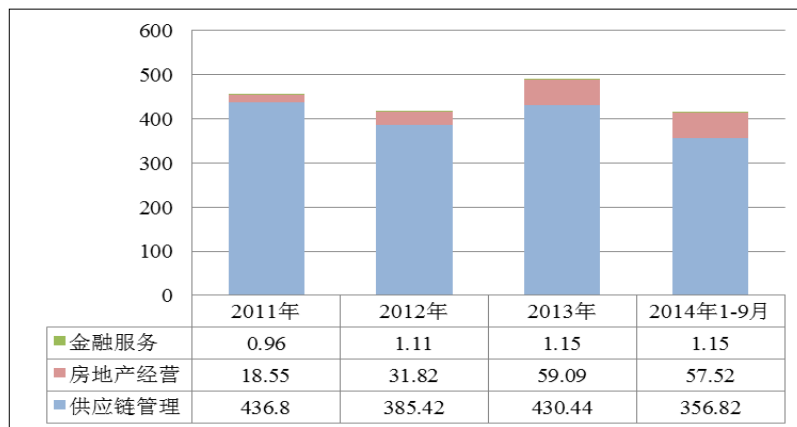
## （二）经营状况

该公司目前主营业务包括供应链管理、房地产经营和金融服务，近年来业务规模呈增长趋势且结构持续优化，发展情况良好。其中，供应链管理为公司最主要收入来源，其优势品种较多、购销网络稳定、风险控制稳健，具备较强规模效应，但因持续面临不利的外部环境因素影响，经营业绩存在一定波动。公司房地产业务的区域品牌优势较明显，近年来业务规模迅速扩大，是公司利润构成以及推动公司收入增长的主要因素。目前公司项目储备及土地储备较多，可为其持续扩张奠定基础，但在房地产市场调整和分化加大情况下，公司房地产业务的经营压力也有所上升。公司金融服务业务尚处于培育期，目前业绩贡献尚小，发展空间较好。

该公司属于福建省、厦门市综合实力较强的地方支柱企业之一，目前主营业务分为供应链管理、房地产经营和金融服务三大板块，其中供应链管理板块在公司各项主营业务中占主导地位。2012 年，面对国内外错综复杂的形势，尤其是大宗商品价格的巨幅波动，公司业绩出现一定下滑。2013 年，国内外宏观环境依然复杂多变，公司加快转型升级、提升经营质量，营业规模和效益创历史新高，保持了良好的发展态势。2011-2013 年公司营业收入分别为 456.31 亿元、418.35 亿元和 490.68 亿元，同比增速分别为 34.24%、-8.32% 和 17.29%。从收入结构看，供应链管理是公司收入最主要来源，但近三年来随着公司房地产业务迅速发展，其收入占比持续下降。2013 年，供应链管理、房地产经营、金融服务业收入占营业收入的比重分别为 87.73%、12.04% 和

0.23%。2014年1-9月，公司实现营业收入415.49亿元，同比增加15.53%，保持了较好的发展态势；其中供应链管理收入占比下降为85.88%，收入来源分散度有所提高。

图表 7. 2011-2013 年及 2014 年 1-9 月公司营业收入构成 (单位: 亿元)



注：根据厦门国贸财务数据绘制

### 1. 供应链管理

该公司供应链管理板块业务包括大宗商品贸易流通、汽车贸易及服务、物流业务和商品零售业务四大子板块。其中大宗商品贸易流通是公司的传统核心业务，在供应链管理板块占据主导地位，汽车贸易及服务、物流业务和商品零售业务是供应链管理板块的有力补充。经过30多年的发展，公司建立了较广泛的贸易业务网络，拥有充足的专业贸易人才，并通过多年贸易业务经验的积累，建立了一套行之有效的兼顾业务促进和风险管理的机制。目前公司在上海、广州、天津、成都、香港、台湾、美国、新加坡等地设有区域公司，形成了辐射国内主要经济区域及重要海外市场的购销渠道和营销网络。

从经营模式看，该公司贸易业务涵盖进出口贸易、国内贸易和转口贸易，并以自营为主、代理为辅。从贸易品种看，公司已形成以传统优势产品为中心，其他优势产品为补充的经营品种格局。公司将集中优势发展毛利率高、资金周转率快、可持续经营的业务品种，同时通过对贸易及物流服务的整合，

为客户提供自组织货源至物流配送环节的全链式一体化服务。公司进口商品以大宗商品为主，主要包括铁矿、煤炭、纸浆、木材等，出口主要品种包括硅镁制品、纺织品、服装等，国内贸易主要包括钢材、橡胶、汽车、纺织及其原料、纸及其制品等。

2011-2013 年及 2014 年 1-9 月该公司分别实现供应链管理业务收入 436.8 亿元、385.42 亿元、430.44 亿元和 356.82 亿元，其中 2013 年和 2014 年 1-9 月同比分别增长 11.68% 和 15.73%，保持了较好的发展态势。公司利用其信息和渠道资源匹配供应商及客户供需，并通过境外全资子公司操作转口贸易业务，具有资金成本更低、周转速度更快的优势。2011 年以来公司转口贸易业务迅速扩大，2011-2013 年及 2014 年 1-9 月实现转口贸易收入分别为 35.91 亿元、47.17 亿元、81.32 亿元和 60.94 亿元，成为推动公司供应链管理业务收入增加的重要力量。公司转口贸易主要品种包括铁矿、轮胎、橡胶、煤炭和金属硅镁等，2014 年 1-9 月实际销售额分别为 18.55 亿元、13.21 亿元、5.41 亿元、6.97 亿元和 4.46 亿元。

图表 8. 2013 年及 2014 年 1-9 月公司主要贸易品种情况 (单位: 亿元、%)

	进出口贸易			国内贸易		
	品种	营业收入	毛利率	品种	营业收入	毛利率
2013 年	铁矿	81.42	2.20	钢材	53.18	1.76
	煤炭	18.46	2.02	汽车	30.13	7.39
	纺织制品	10.12	3.50	纸制品	24.28	2.46
	纸制品	7.45	2.51	橡胶	19.73	-0.55
	金属硅镁	7.01	6.34	化纤	17.92	0.04
	合计	124.46	--	合计	145.24	--
	2014 年 1-9 月	进出口贸易			国内贸易	
品种		营业收入	毛利率	品种	营业收入	毛利率
铁矿		47.17	3.20	钢材	55.48	0.54
煤炭		14.30	2.41	汽车	25.69	9.11
	纺织品	7.45	4.02	纸业	15.59	2.57

	纸业	5.87	2.57	橡胶	11.43	-4.26
	金属硅镁	4.02	4.93	化纤	13.16	-0.17
	合计	<b>78.81</b>	--	合计	<b>121.36</b>	--

注：根据厦门国贸财务数据绘制（不包括转口贸易）

### ➤ 大宗商品贸易

该公司经营铁矿业务已有十多年历史，是福建省少数拥有铁矿进口资质的贸易类公司，主要从澳大利亚、巴西、印度、加拿大、乌克兰、俄罗斯等国家的矿山及大型贸易商处进口，销售给国内众多钢铁企业。公司铁矿砂业务规模一直居福建省首位，全国名列前茅，供销渠道比较成熟，具备一定规模优势和成本优势。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。2013 年公司与澳大利亚罗伊山铁矿有限公司签订铁矿石长期采购协议，协议合同累计金额约 100 亿元人民币，采购期间从 2015 年 9 月至 2020 年 9 月止，采购价格通过市场化方式定价。目前公司为三钢闽光铁矿砂采购端提供整体供应链管理，也为公司铁矿砂业务提供了稳定的业务来源。

2011-2013 年，该公司铁矿砂营业收入（包括进出口、转口）分别为 92.77 亿元、98.33 亿元及 119.25 亿元；贸易总量分别为 845.97 万吨、1,179.97 万吨及 1,505.38 万吨，年均保持 30% 的增长。2013 年公司铁矿砂进口贸易收入占公司进口贸易总收入的 53.78%，三钢闽光占公司当年铁矿业务销售收入的 38.97%。2014 年以来铁矿价格下跌幅度大，而公司铁矿业务总量较大，客户集中度高，公司通过套期保值、加强优质客户合作、计算钢厂成本（考虑地理位置、运输成本等因素）、选择规模较大的贸易商和中型以上的钢材厂商等多种方式来规避价格风险和信用风险，但依然持续面临一定的经营风险。

该公司钢材业务以内贸为主，经营品种包括板材、建材、钢坯等，主要供应商分布在福建、华北、东北等地区，通过轮船运往上海、福建等东部沿海城市，其中福建约占公司钢材销量的四分之一。目前公司也正逐步向东南

亚、韩国等地增加出口，但出口占比相对较低。公司钢材业务在福建省经销规模、市场占有率均位居前列，也是本钢、首钢等大型钢厂的主要贸易商及长协客户，形成了稳定的采购渠道和规模优势。钢材下游客户主要是批发商、中间商、内地房地产公司及公司房地产项目的施工单位等。2012年以来，随着下游钢铁需求不断减弱，钢材价格持续下行，钢贸行业经营情况恶化，2013年公司主动缩小了钢材贸易规模，并采用到货定价方式规避进价波动风险。经过钢贸危机及钢贸行业大幅洗牌后，多数钢贸企业被淘汰出市场，2014年公司钢材贸易规模较2013年同期有所扩大。2014年1-11月，公司钢材签约284.98万吨，同比增长63.85%。

该公司钢材库存部分存放在自有仓库，其余尽量选择租赁国有仓库存放，全部购买财产保险，且都安排驻库人员并定期盘查。公司钢材库存周期为10天左右，在钢材需求弱势运行的情况下，公司通过与供应商建立战略合作关系，获得优惠贸易条件来降低业务风险。同时公司通过款到发货以及套期保值等方式来规避风险。

该公司煤炭业务主营进口动力煤、焦煤等品种并以动力煤为主。公司依靠已建立的对主要煤炭出口国的采购渠道，向国家五大发电集团华能、大唐、华电、国电、中电投在华东、华南等地的下属电厂提供稳定可靠的进口煤炭资源，煤炭进口合作模式及核心客户较为稳定。2011-2013年公司煤炭贸易总量分别为492.59万吨、470.29万吨及466.84万吨，收入规模分别为31.36亿元、27.89亿元和29.52亿元，业务规模基本保持稳定。

该公司在深耕传统品种的同时，积极开拓新品种业务，2011年在美国成立了子公司ITG VOMA，从事北美市场轮胎转口贸易业务。ITG VOMA目前主要向国际知名轮胎品牌商和经销商提供贴牌轮胎成品的全链式一体化服务。轮胎业务是公司重点发展的新业务品种，市场容量大，经营态势良好，目前公司已成为中国最大的对美轮胎贸易商之一。2011-2013年公司分别向客



户提供轮胎 144.45 万条、313.15 万条及 629.59 万条，轮胎收入规模分别为 6.48 亿元、10.65 亿元和 17.97 亿元。公司将继续利用轮胎业务的运作经验，持续扩大与现有客户轮胎业务规模并不断拓展其他市场如欧洲的轮胎销售业务。

该公司在金属硅镁、天然橡胶、纺织品和纸制品等产品方面也具有较大的经营规模。公司的硅、镁产品主要出口到欧洲、中东等地区，公司硅出口业务自 2011 年至今出口量一直位居全国首位，镁产品系列出口规模也位居国内前列，在世界上具有一定品牌优势，毛利率也相对较高。公司天然橡胶经营品种较多，国产橡胶主要从海南、云南采购，进口橡胶主要从马来西亚、印尼、台湾采购，国内销售主要集中在青岛、上海、厦门。公司通过对橡胶行情的充分研判，及时销售，锁定敞口风险，同时辅以期货套期保值操作，规避橡胶产品价格的波动。2013 年公司天然橡胶产品毛利率虽为负，但期货套保盈利约 0.72 亿元，天然橡胶的整体经营依然盈利。公司在纺织品贸易方面具有较为强大的供销网络，在行业内拥有较高的知名度以及一批稳定的供应商和客户，供销较畅通。公司纸制品以内贸为主，取得了国内多家知名厂家的经销权，销往终端客户、中间商等，为延伸产业链，公司实行纸张、纸浆一体化经营，已参股上游纸浆企业。

从该公司与大宗商品贸易上下游的结算方式看，铁矿砂方面，公司 99% 通过即期信用证方式与上游供应商结算，下游企业以国内钢铁企业为主，主要采用款到交货方式进行销售。公司钢材供应商主要为各大钢厂，货款结算主要采用全额预付款，与下游客户主要通过款到发货方式结算，赊销比例很低。公司与煤炭供应商的结算方式与铁矿相同，但与下游电厂主要采用款到发货并存在一定尾款，尾款回款期限平均在 1 个月左右。公司金属硅镁、天然橡胶、纺织品结算方式主要以信用证、银票、现金结算为主，据市场需求有所变动，无固定比例。

风险控制方面，该公司在多年的贸易业务经营中，逐步形成了较完备的管理和风险防范体系，董事会下设风险控制委员会负责建立公司有效的经营管理的内部监控体系，对公司业务活动中可能发生的重大风险事项进行事前的研究分析、事中的判断评估以及事后的经验总结。为避免大宗商品价格波动所带来的市场风险，公司通过采取期现结合可交割的套期保值业务来规避市场风险，主要品种涉及公司经营的在国内期货交易所上市的大宗商品，操作的期货合约主要为各品种的期货主力合约。公司通过一系列的控制措施，有效的控制了期货投机交易。同时根据市场行情变化及时进行期货套保，以规避价格波动风险，确保业务整体规模和盈利。公司通过对供应商、客户动态评估和选择，优化供应商和客户结构，降低交易对手的信用风险，同时公司在业务过程中加大信用保险的使用力度，要求赊销及预付款业务应尽量投保信用险。在存货管理方面，公司对存货商品均投保了财产险以规避存货风险，并设置了专职的仓储管理机构及管理人员，建立有资信评级制度，对仓储供应商进行动态评估，定期或不定期对仓库进行盘点。

#### ➤ 汽车经销

汽车销售业务是该公司供应链管理核心业务之一，国贸汽车股份有限公司（简称“国贸汽车”）是公司全资汽车投资管理型企业和汽车业务主要经营主体。目前公司汽车销售业务以合资车和中高端为主，覆盖的品牌包括奥迪、英菲尼迪、丰田、本田、现代、克莱斯勒、奔驰商务用车等 14 个国内外知名品牌，2014 年又成为特斯拉福建地区租赁方案服务商。公司汽车经销产业链完整，目前已形成整车销售、汽车维修、二手车置换、汽车用品销售产业链，也将开展汽车租赁和试水汽车电商业务等。

该公司是福建省最大的汽车经销商之一，2013 年国贸汽车位列中国汽车经销商集团百强榜第 70 位。2014 年 1-9 月，公司新取得福州地区东风本田品牌授权 4S 店 1 家，关闭 1 家 4S 店宁德中邦。截至 2014 年 9 月末，国贸汽车 4S 店总计 20 家（包括在营及在建），其中全资 4S 店 12 家。从区域分布看，

厦门、福州、泉州和芜湖区域 4S 店数量分别有 11 家、6 家、2 家和 1 家。2011-2013 年公司汽车 4S 店数量、销售数量、整车销售收入及维修业务收入均呈增长趋势，2014 年 1-9 月公司汽车销售收入 25.71 亿元，同比增长 21.26%，随着汽车维修等业务发展，毛利率也提升至 9.11% 的行业较高水平。未来公司将继续采取区域市场聚焦和品牌聚焦的经营策略，也将通过收购等方式增加 4S 店规模，以保持年均 10% 以上的收入增速。

**图表 9. 公司汽车经销业务主要经营指标**

科目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
4S 店数量 (个)	13	14	19	20
汽车销售数量 (辆)	12,413	12,949	15,885	15,113
整车销售收入 (亿元)	24.32	25.81	26.72	23.35
整车销售毛利率	4.83%	2.58%	2.33%	2.82%
维修服务收入 (亿元)	1.60	2.08	2.42	1.88
维修服务毛利率	40.39%	38.54%	39.54%	42.36%

注：根据厦门国贸提供的数据整理

### ➤ 物流业务

该公司物流业务主要以全资子公司厦门国贸泰达物流有限公司（简称“泰达物流”）为平台，涵盖货代、报关、拖车、场装、仓储、空箱、修箱、租箱、航运等综合物流业务，产业链较完备，具备向客户提供一站式物流服务能力。公司成立有物流业务部，具体物流业务由泰达物流及其下属专业子公司负责经营。仓储配送业务是物流服务链的枢纽业务，目前公司拥有自有场地 21 万平方米，其中包括仓库 4.4 万平方米，其他场地以空箱、修箱和场装业务为主，整体上仓储配送能力较强。公司两艘 7.6 万吨载重的巴拿马干散货船正式于 2014 年第一季度交付使用，使公司航运能力得到提升，产业链进一步完善。公司两艘货船在投入使用时分别锁定一个 1 年左右的期租，租约最早分别将于 2015 年 2 月和 6 月到期，日租金分别为 10,000 美元和 13,500 美元，结算方式为每 15 日支付一次租金。在市场行情及平均运价低迷的情况下，

公司通过锁定租约使其船运业务基本能实现保本。此外，公司物流业务部还代理木材、电子产品的销售，以及自营白糖、粮食、冻肉等快消品，通过锁定下游客户和套期保值来锁定风险。泰达物流为中国物流百强和中国国际货运代理百强企业，也是中国 5A 级物流企业。2013 年泰达物流实现销售收入 10.10 亿元，同比增长 14.26%；2014 年 1-9 月泰达物流分别实现营业收入及毛利约 17 亿元和 0.7 亿元，同比分别增长 2 倍和 1.5 倍，发展速度快。

## 2. 房地产经营

该公司房地产业务主要由全资子公司厦门国贸地产集团有限公司（简称“国贸地产”）经营，公司房地产项目主要采取独立开发模式，由国贸地产下属项目公司或区域公司开发。公司注重开发高品质的住宅产品，在区域市场具有良好的市场形象及品牌影响力。国贸地产“金钥匙”商标是厦门市第一个房地产类著名商标，福建省第一批省级著名商标。国贸地产还获得“2013 年中国房地产百强开发企业”、“2013 年度中国房地产品牌企业”等荣誉称号。

该公司自 1993 年进行房地产开发以来，截至 2014 年 9 月末已开发国贸大厦、国贸新城、国贸广场、国贸春天、国贸金门湾、国贸天琴湾等 34 个商品住宅及写字楼项目，累计开发总面积达 430 万平方米。其中“国贸天琴湾”系列产品先后获得了“最值得尊敬标杆楼盘”以及“2012 年中国房地产地方项目品牌价值 TOP10”等荣誉。2011-2013 年，公司商品房开工面积累计为 191.67 万平方米，竣工面积为 101.96 万平方米，累计销售面积 138.33 万平方米（含预售）。2011-2013 年，公司房地产业务分别确认的营业收入 18.55 亿元、31.82 亿元和 59.09 亿元，土地储备及开发成本支出分别为 33.53 亿元、36.81 亿元及 38.26 亿元，收到售房款分别为 27.47 亿元、62.66 亿元及 70.46 亿元，销售情况和资金回笼情况良好。2014 年 1-9 月，公司新开工面积为 76.54 万平方米，竣工面积为 42 万平方米；同期，实现商品房合同销售金额 26.43 亿元，完成合同销售面积 15.92 万平方米，受房地产市场形势影响有所回落；确认营业收入 57.52 亿元，结转面积 53.42 万平方米。

图表 10. 公司房地产业务主要经营指标 (单位: 万平方米、亿元)

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
开工面积	71.22	37.77	82.68	76.54
竣工面积	18.96	17.45	65.55	42.00
合同销售面积	21.57	54.09	48.66	15.92
合同销售收入	37.36	67.14	62.67	26.43

注：根据厦门国贸提供的数据整理

该公司房地产项目主要以精品住宅和刚需产品为主，目前在建及在售项目区域主要分布在福建省内的厦门、龙岩、漳州以及南昌、芜湖及合肥等二、三线城市。截至 2014 年 9 月末，公司正在预售的房地产项目总共完成投资 74.63 亿元，回笼资金 68.3 亿元，资金回笼程度良好。同期末，公司在建项目及在售项目剩余可售面积达 152.1 万平方米，可为公司销售规模扩大奠定基础。其中，2014 年 9 月末公司尚未开盘的位于南昌、龙岩及漳州的房地产项目地理位置较好、价格适中，或对当地刚需客户具备较强吸引力，但是由于房地产市场走势不明朗和分化加剧，三线城市房地产项目销售压力加大。

图表 11. 2014 年 9 月末公司主要在建及在售房地产项目 (单位: 万平方米、亿元)

区域	楼盘名称	建筑面积	总投资	已投资	可售面积	预售时间	已售面积	回笼资金
厦门	厦门国贸金沙湾	11.05	6.52	4.49	10.55	2014 年 3 月	2.43	2.26
	厦门国贸商城 (住宅)	5.62	3.4	0.84	5.35	未开盘	--	--
	厦门国贸新天地	16.84	19.8	13.47	16.28	2014 年 4 月	5.1	12.18
	厦门国贸商城二期	15.59	9.91	0.48	12.04	未开盘	--	--
南昌	南昌国贸天琴湾	28.28	14.33	13.75	26.67	2011 年 11 月	24.37	18.75
	南昌国贸阳光	21.22	11.15	8.1	19.28	2013 年 10 月	6.31	5.75
	南昌国贸春天	20.21	13.72	6.72	18.8	未开盘	--	--
芜湖	芜湖国贸天琴湾	28.73	13.19	12.69	25.22	2011 年 8 月	20.49	15.03
合肥	合肥国贸天琴湾	24.13	11.67	11	24.13	2011 年 11 月	22.13	14.33
龙岩	龙岩国贸天琴湾 (14#)	16.17	14.9	10.16	15.81	未开盘	--	--
	龙岩国贸天琴湾 (30#)	10.72	9.78	0	10.43	未开盘	--	--
漳州	漳州国贸润园	50.05	19.73	5.06	48.37	未开盘	--	--

合计	--	248.61	148.23	86.76	232.93	--	80.83	68.30
----	----	--------	--------	-------	--------	----	-------	-------

注：根据厦门国贸提供的数据整理

土地储备方面，受厦门市地理位置、地理面积、海岛地形等因素影响，经多年房地产建设发展，厦门岛内（包括思明区和湖里区）可供开发的土地供应严重不足、地价高昂，根据2014年厦门土地供应计划，厦门岛内首次没有商住用地推出。近年来，该公司加快了厦门市外拿地的节奏，2013年公司分别于龙岩、漳州、南昌等地获得5个项目用地，地面建筑面积达67.09万平方米，地价合计为31.45亿元。2014年以来我国房地产市场区域分化加剧，公司在保持拿地规模的同时也根据市场情况调整土地储备的区域分布，加大人口聚集地的拿地规模，减少三线城市拿地。2014年1-9月，公司在厦门、合肥以及上海松江区佘山北新增了土地储备，预计地上建筑面积分别为24.33万平方米、16.58万平方米和24.04万平方米，地价分别为31.96亿元、7.31亿元和27.38亿元。截至2014年9月末，公司在建项目面积和储备项目建筑面积分别为167.5万平方米和162.34万平方米，其中储备项目分布在厦门、南昌、合肥和上海等城市核心地段，可为公司未来发展提供较好支撑。

图表 12. 公司新增土地储备区域分布情况（单位：万平方米、亿元）

区域	2011年		2012年		2013年		2014年1-9月	
	地上建筑面积	地价	地上建筑面积	地价	地上建筑面积	地价	地上建筑面积	地价
厦门	17.86	5.5	11.73	10.38	--	--	24.33	31.96
南昌	--	--	17.12	4.86	28.04	14.28	--	--
合肥	--	--	--	--	--	--	16.58	7.31
龙岩	--	--	--	--	11.96	14.12	--	--
漳州	38.81	3.37	40.63	3.66	27.09	3.05	--	--
上海	--	--	--	--	--	--	24.04	27.38

注：根据厦门国贸提供的数据整理

该公司正逐步推进地产开发业态多元化，从以住宅类为主向住宅与商业地产并举的方向发展。目前公司在商业地产方面的项目主要有国贸商城（商业地产）和国贸金融中心两个项目。其中国贸商城（商业地产）为公司全资项目，分四期进行开发，地理位置位于厦门市集美区，包括购物、酒店等业

态，项目总投资约 9.37 亿元，已于 2013 年 1 月正式开工建设，拟于 2015 年底竣工开业，截至 2014 年 9 月末累计开发成本达 2.61 亿元。国贸商城（商业地产）全部为公司自营，预计开业年租金为 0.5 亿元。国贸金融中心为公司参股 30% 的项目，位于厦门两岸金融中心，包括建筑面积为 12 万平方米的写字楼和 6 万平方米的高端购物中心，其中除 6 万平方米写字楼对外出售外，其余均由项目公司持有并对外招商。目前项目建设正常，预计 2016 年竣工并从当年开始产生租金收入。

根据该公司房地产业务现金流预测，由于 2014 年公司拿地支出较多且目前在建项目及储备项目较多，未来三年公司开发成本支出将保持一定规模，同时对拿地支出有所控制。根据公司预测未来随着房地产项目资金回笼逐年增加，公司房地产业务现金流将逐步改善。

**图表 13. 公司房地产业务现金流预测（单位：亿元）**

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
销售商品房等现金流入	40	48	70	80
投资房地产现金流出	83.45	59	65	70
其中：拿地支出	67.75	20	35	40

注：根据厦门国贸提供的数据整理

总体看，随着 2014 年以来房地产市场波动和区域分化加剧，该公司正逐步调整项目的区域分布以应对市场波动，其中处于三线城市的个别项目销售压力或有所加大，但总体上公司房地产项目区域及地理位置分布尚好。2014 年公司拿地支出较大，在建项目后续存在较大资金需求，按公司计划，未来三年或减少拿地支出并加快销售以及通过发行可转债等方式来满足资金需求，未来公司房地产项目的资金回笼情况将对公司资金链产生较大影响。

### 3. 金融服务

除供应链管理和房地产经营业务外，该公司还发展期货经纪、担保、典当、金融类合作业务、资产管理等金融服务业务。在公司最新发展战略中，

基于内外部客户的深度需求，公司把金融服务上升为公司三大核心业务之一。目前公司拥有国贸期货经纪有限公司（简称“国贸期货”）、福建金海峡融资担保有限公司（简称“金海峡担保”）、厦门金海峡投资有限公司（简称“金海峡投资”）、福建金海峡典当有限公司（简称“金海峡典当”）等全资子公司，拥有的金融业务牌照能较好的服务于公司中小微客户需求。

国贸期货成立于 1995 年 12 月，目前注册资本为 5 亿元，主营业务包括期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。国贸期货具备金融期货和商品期货交易、结算资格，能够代理四大期货交易所的所有期货品种，拥有 11 家营业部。2013 年末国贸期货总资产和净资产分别为 18.14 亿元和 5.61 亿元。2011-2013 年及 2014 年 1-9 月国贸期货分别实现净利润 0.08 亿元、0.13 亿元、0.22 亿元和 0.14 亿元。

金海峡担保成立于 2009 年，注册资本为 1.5 亿元，主要从事各类经营类、信用类及消费类担保业务。金海峡典当成立于 2011 年，注册资本为 0.32 亿元，主要从事传统典当质押借贷融资业务以及中小企业及个人的小额贷款业务。2013 年末，金海峡担保和金海峡典当资产总额分别为 3.46 亿元和 0.73 亿元，当年分别实现净利润 182.57 万元和 655.80 万元。截至 2014 年 9 月末，金海峡担保的担保余额约为 7.08 亿元。2014 年 1-9 月金海峡担保实现营业收入 0.32 亿元和净利润 0.02 亿元，同比分别增长 28.84% 和 4.3%。

此外，该公司还拥有三钢闽光、禹州地产、科泰电源等上市公司的部分流通股股权，2014 年 9 月末公司可供出售金融资产账面价值为 2.76 亿元，可为公司带来一定的投资收益并补充公司流动性。

### （三）发展战略

根据该公司制定的 2014-2016 年发展战略规划，公司将着力做好供应链管理、房地产经营和金融服务三大板块的业务，形成合理布局，实现协同发展的目标。供应链管理为公司整体发展的重要基础和依托，公司将在供应链



管理领域中成为具有业务特色的供应链管理组织者和服务者。房地产经营为公司业务的重要支撑，公司将继续以标准化建设，完善产品、管理和服务体系，提升运营能力，构建以销售型和运营型地产相协同的业态组合。金融服务是公司重点培育业务，也是公司发展的重要增长极和助力器，是响应内外部客户深度需求，粘合终端客户，提高整体利润的重要平台。

## 四、财务分析

近年来，该公司财务杠杆保持在较高水平、负债规模持续扩大，且以短期债务为主，符合公司经营特点。因贸易业务占比高，公司毛利率不高，且受外部因素影响，盈利规模有所波动，但因公司资产周转快速，整体上净资产收益率较好。公司经营性活动产生现金流入的能力强，EBITDA 对债务覆盖较好，但经营性现金流出受拿地支出等因素影响较大，为满足业务扩张需要，近年来经营性净现金流呈现较大波动。整体上，公司融资渠道畅通、资产流动性较强且货币资金较多，正常情况下流动性风险能得到有效控制，但是因公司财务杠杆水平较高以及外部环境依然低迷，公司面临的经营压力和财务风险有所上升，持续存在债务压力以及资本补充需求。

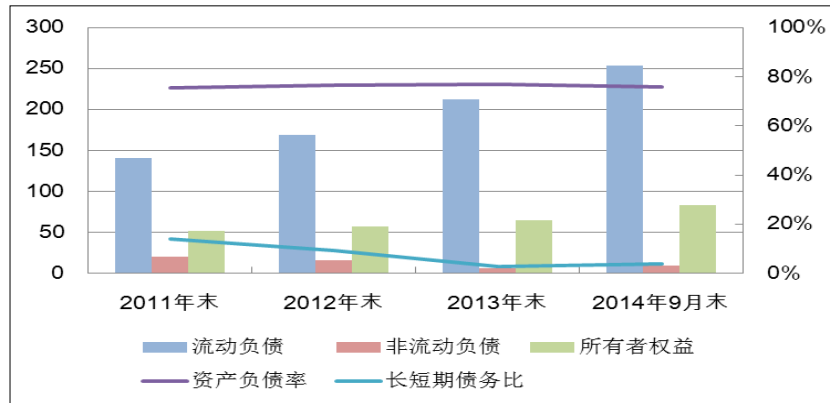
### （一）债务分析

#### 1. 债务结构

近年来，随着主业规模扩张及业务模式影响，该公司负债规模呈增加趋势，资产负债程度连续处于较高水平，但资产负债率均控制在 80% 以下，与同行相比处于正常水平。2011-2013 年末公司负债总额分别为 160.53 亿元、184.34 亿元和 218.60 亿元，资产负债率分别为 75.71%、76.48% 和 77.10%。2014 年 7 月，公司向原股东完成配股 3.34 亿股，募集资金净额为 13.80 亿元，使公司资本实力得到增强。2014 年 9 月末公司负债总额为 263.57 亿元，资产负债率较年初有所下降，为 75.94%。

该公司负债以流动负债为主，符合贸易行业的经营特点，同时因公司外部融资能力较强，采用短期负债可以降低其融资成本。2013 年末公司流动负债为 212.63 亿元，占负债总额的 96.44%；因发行总额为 8 亿元的“11 厦国集 MTN1”在 2014 年到期，2013 年末公司非流动负债较 2012 年末大幅减少。

图表 14. 2011-2013 年末及 2014 年 9 月末公司负债情况 (单位: 亿元)



资料来源：厦门国贸

该公司外部融资方式较为多样化，负债主要包括银行借款、债券融资、黄金租赁、应付货币保证金及应付质押保证金、应付账款和预收款项等，其中刚性债务规模较大，公司面临一定偿债压力。因黄金租赁业务融资利率较低，2013 年公司通过开展黄金租赁及远期套保（在国内商业银行处借入黄金并于后一交易日在上海黄金交易所卖出，同时通过开展远期合约购买等同黄金到期归还银行），导致 2013 年末公司持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债大幅增加到 20.69 亿元。2013 年末公司应付货币保证金及应付质押保证金余额合计为 10.80 亿元，由客户存放在子公司国贸期货期货交易保证金和仓单质押充抵的期货保证金余额构成；同期末，应付票据金额为 22.18 亿元，较年初有所下降，主要由银行承兑汇票和国际信用证构成；预收款项为 69.51 亿元，较当年年初增加 25.06%，其中预售房产收款金额为 56.24 亿元。2013 年末，公司刚性负债为 112.55 亿元，占负债总额的比例为 51.69%。2014 年 9 月末，因公司当期拿地较多使得公司刚性债务扩张到 168.48 亿元，占负债总额的比例上升到 63.80%，其中短期银行借款和黄金租赁等交易性金融负债增加较多，公司面临一定的刚性债务压力。

## 2. 公司借款与应付债券情况

2011-2013 年末，该公司银行借款余额分别为 69.72 亿元、53.61 亿元和 49.12 亿元。2014 年 9 月末，因公司增加较多土地储备，公司银行借款增加至 78.31 亿元。

从借款期限看，该公司借款以短期借款为主，2013 年末短期借款占银行借款总额的 83.67%，因贸易业务开展需要和外币借款利率更具优势，当年末公司短期借款基本都为外币借款，其中主要是美元借款。从借款类型看，2013 年末质押借款是公司融资的主要方式，主要为贸易融资借款。从承债主体看，2013 年末母公司借款为 17.90 亿元，占比为 37.39%。

图表 15. 公司 2014 年 9 月末银行借款情况 (单位: 亿元)

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	28.84	0.10	-	28.94
抵押、质押借款	44.53	0.50	4.34	49.37
合计	73.37	0.60	4.34	78.31

资料来源：厦门国贸

该公司在债券市场上具有良好的偿债记录和较强的融资能力，目前公司在银行间市场超短期融资券的注册额度为 80 亿元，已使用额度仅为 11 亿元。截至目前，公司待偿还的债务融资工具余额为 21 亿元，其中短期融资券 7 亿元、超短期融资券 11 亿元、理财直接融资工具 3 亿元（一年期）。

## 3. 或有负债

截至 2014 年 9 月末，该公司为合并范围外的公司提供对外担保余额为 44.26 亿元，为公司合并范围内子公司为商品房承购人向银行提供的抵押贷款担保。2014 年前三季度公司无重大诉讼、仲裁和媒体质疑事项。

### (二) 盈利性分析

2011-2013 年，该公司营业收入分别为 456.31 亿元、418.35 亿元和 490.68

亿元，受世界经济和国际贸易因素影响存在正常波动。2014 年 1-9 月公司实现营业收入 415.19 亿元，同比增长 15.53%。

该公司综合毛利率水平不高，且受竞争加剧和公司业务结构变化而有所波动，2011-2013 年及 2014 年 1-9 月公司综合毛利率分别为 5.37%、6.44%、6.08% 和 6.47%。从毛利构成看，因市场竞争加剧公司供应链业务自 2011 年以来毛利占比逐年下滑，2013 年为 37.40%；而同期公司房地产业务发展较快，毛利占比逐步提升，2013 年占比为 58.75%，成为公司首要的毛利来源；金融服务业务尚处于培育期，对毛利的贡献很小。从具体业务毛利率情况看，公司供应链业务毛利率低，2013 年为 2.59%，在行业内属于正常水平，且因经营环境变化而波动；房地产业务毛利率较高，但是随着我国房地产市场波动以及市场分化加大，公司拿地成本不断上升，房地产业务的毛利率也呈下滑状态；金融服务业毛利率很高，2013 年达到 99.13%。

该公司期间费用占比不高，以销售费用和财务费用为主，符合公司的业务特点。2013 年公司财务费用下降幅度较大，主要是因为公司当期银行借款规模下降和汇兑收益增加所致。2014 年 1-9 月公司期间费用合计为 13.83 亿元，占比为 3.33%，预计未来随着公司业务规模扩大以及市场竞争加剧公司的期间费用将呈上升趋势。

**图表 16. 公司期间费用构成情况（单位：亿元）**

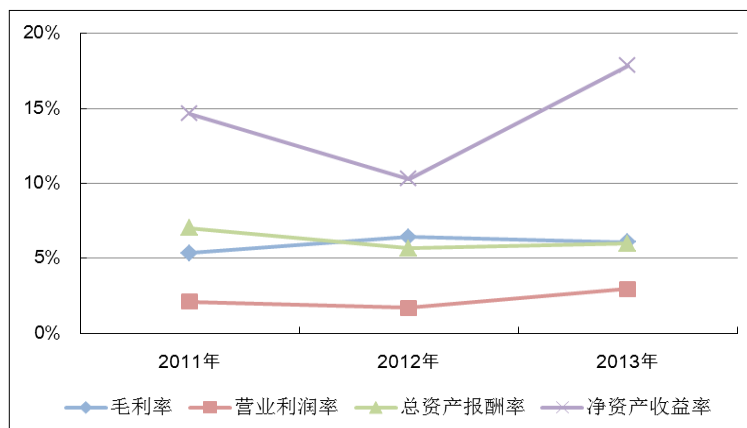
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
销售费用	8.80	8.47	10.50	7.90
管理费用	1.18	1.21	1.31	1.03
财务费用	4.51	5.48	1.48	4.90
三费合计	14.49	15.16	13.29	13.83
营业总收入	456.31	418.35	490.68	415.49
三费支出占比	3.18%	3.62%	2.71%	3.33%

资料来源：厦门国贸

近年来，该公司利润主要由经营性业务利润和投资收益构成。2011-2013年及2014年1-9月公司利润总额分别为10.08亿元、7.38亿元、14.22亿元和10.36亿元，其中投资收益分别为4.93亿元、2.00亿元、5.21亿元和2.44亿元。公司的投资收益主要由大宗商品套期保值期货合约处置收益、可供出售金融资产处置收益（持有的上市公司股票）等构成，具有较大的波动性。2012年主要因大宗商品期货合约处置收益以及可供出售金融资产处置收益减少导致当期投资收益及利润总额明显下降。2013年因公司持有的厦门国贸码头有限公司及厦门海沧港务有限公司的股权按评估值对厦门集装箱码头集团有限公司出资，确认了3.45亿元交换收益，使公司的投资收益大幅增长，并推动利润总额增加。

2011-2013年及2014年1-9月该公司净利润金额分别为7.26亿元、5.58亿元、10.88亿元和7.50亿元，其中2014年1-9月同比增长22.38%。从资产经营效率看，2011-2013年公司总资产周转速度为2.20次、1.85次和1.87次，营业周期分别为7.13天、9.82天和10.20天；得益于公司较快的资产周转速度以及较高的财务杠杆，同期公司的净资产收益率分别为14.66%、10.31%和17.89%，虽因利润总额有所波动，但仍处于较好水平。

图表 17. 公司 2011-2013 年主要盈利指标情况



资料来源：厦门国贸

### (三) 现金流分析

因该公司以赊销方式结算的情况占比较少，营业周期较短，现金回笼速度快。2011-2013 年及 2014 年 1-9 月，公司营业收入现金率分别为 113.31%、120.36%、111.49% 和 106.42%。

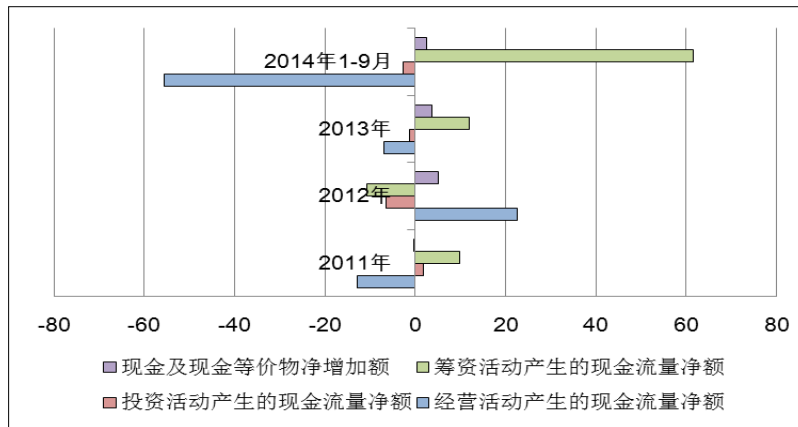
近年来，该公司经营环节现金净流量存在明显波动。2011-2013 年及 2014 年 1-9 月，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-12.84 亿元、22.48 亿元、-6.88 亿元和-55.60 亿元，其中公司房地产预收购房款整体呈增加趋势，主要因公司拿地支出变化而使其经营性现金流呈大幅波动状态。2013 年若公司剔除新增土地的因素，当期公司经营活动产生的现金流量净额为正数。2014 年 1-9 月，公司继续增加土地储备，同时供应链业务规模扩大使得资金占用增加，使其经营环节现金净流量较上年同期出现大额净流出。

2011-2013 年及 2014 年 1-9 月，该公司投资活动产生的现金流净额分别为 1.79 亿元、-6.46 亿元、-1.28 亿元和-2.78 亿元，其中购置固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流支出分别为 2.08 亿元、2.45 亿元、2.77 亿元和 2.81 亿元。受公司轻资产经营模式影响，公司在非流动资产方面的资本支出较少，因此近年来公司投资活动净现金流支出保持在较低水平。公司投资性净现金流受其大宗商品套期保值期货合约保证金流入及流出、资产变现以及对外投资等因素影响而有所波动。2013 年公司股权投资的现金流出较上年减少，以及大宗商品套期保值期货合约保证金呈净流入而使其投资性现金流净流出规模明显下降。

该公司融资渠道畅通，除直接取得银行借款外，公司在债券市场及 A 股市场均也具有较强的融资能力。2011-2013 年及 2014 年 1-9 月，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.92 亿元、-10.83 亿元、12.02 亿元和 61.51 亿元，主要用于满足公司经营性活动产生的资金需求。2014 年 1-9 月，为满足公司业务发展的需要，公司通过配股、银行借款、黄金租赁以及发行债券产生

的筹资性现金流入分别为 14.21 亿元、236.45 亿元、19.12 亿元和 11.95 亿元。

图表 18. 公司 2011-2013 年及 2014 年 1-9 月现金流状况 (单位: 亿元)



注: 根据厦门国贸财务数据绘制

2011-2013 年, 该公司 EBITDA 分别为 16.18 亿元、13.34 亿元和 17.94 亿元, 受利润总额变化而有所波动。公司 EBITDA 对利息支出的债务保障程度较好, 对刚性债务的覆盖程度尚可。其中 2013 年因利润总额大幅增加以及利息支出显著下降使 EBITDA 对利息支出的覆盖程度成倍上升。

图表 19. 公司 2011-2013 年债务覆盖情况

指标名称	2009 年	2010 年	2011 年
EBITDA/利息支出(倍)	3.28	2.81	6.85
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.13	0.17
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-8.85	14.51	-3.61
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-8.12	13.03	-3.41

注: 根据厦门国贸经审计的 2011-2013 年备考财务数据计算

#### (四) 资产质量分析

受益于经营积累和股权融资, 该公司资本实力逐年提升。2011-2013 年末, 所有者权益分别为 51.52 亿元、56.68 亿元和 64.94 亿元。2014 年 7 月公司通过配股募集资金净额 13.80 亿元, 使公司资本实力得到显著增强, 2014 年 9 月末公司的所有者权益增加到 83.51 亿元。公司作为上市公司, 为回馈股东以及再融资, 近两年公司现金分红力度较大, 2011-2013 年公司现金分

红金额（含税）分别为 0.93 亿元、1.33 亿元和 2.93 亿元，占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率分别为 17.44%、34.43% 和 31.07%。

该公司资产规模呈稳步扩张趋势，2011-2013 年末复合增长率为 15.65%，2013 年末及 2014 年 9 月末公司资产总额分别为 283.55 亿元和 347.08 亿元。

从资产构成看，该公司资产主要是流动资产，2013 年末及 2014 年 9 月末流动资产总额分别为 253.07 亿元和 311.36 亿元，占比分别为 89.22% 和 89.71%。其中，流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。近年来公司货币资金余额呈增加趋势，2013 年末货币资金余额为 21.92 亿元，其中其他货币资金余额为 2.89 亿元；2013 年末，应收票据净额为 17.90 亿元，较年初增加 7.97 亿元，主要因下属子公司福建三钢国贸有限公司本期结算方式较多采用票据所致；应收账款净额为 16.26 亿元，基本都在一年以内，较上年末有所增加；预付账款净额为 32.13 亿元，较上年增加 52.39%，主要为商品采购款和土地储备款增加所致。同期末，存货账面价值为 139.05 亿元，较 2012 年末基本保持稳定，其中库存商品、开发成本和开发产品分别为 37.78 亿元、87.75 亿元和 13.60 亿元。2014 年 9 月末因开发成本和库存商品增加使其存货规模大幅扩张至 183.35 亿元，其他流动资产大幅增加主要是由于公司将待抵扣税费和预缴税金、银行短期理财列入其他流动资产所致。

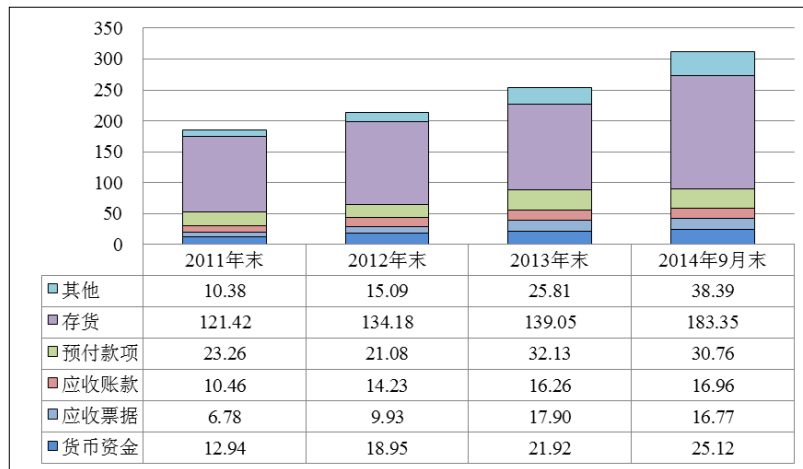
2011-2013 年以来该公司现金比率和速动比率呈上升趋势，2013 年末现金比率、速动比率和流动比率分别为 20.09%、38.15% 和 119.02%。其资产流动性受存货周转效率影响较大，2013 年公司存货周转速度为 3.37 次，处于正常水平。2014 年 9 月末公司流动性指标变化不大。整体看，公司现金比率较高，存货也保持了正常周转，公司面临的流动性风险相对可控。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。



2013 年末，公司长期股权投资账面价值为 10.59 亿元，较 2012 年末大幅增加，主要因公司非货币性资产交换厦门集装箱码头集团有限公司股权后净增加 4.88 亿元所致；固定资产账面价值为 6.48 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备等；在建工程账面价值为 3.32 亿元，主要为公司在建船舶等。2014 年 9 月末公司非流动资产规模有所增加，其中在建船舶已在本期交付使用并转为固定资产。

**图表 20. 2011-2013 年末及 2014 年 9 月末公司流动资产构成（单位：亿元）**



注：根据厦门国贸财务数据绘制

## 五、外部支持

截至 2014 年 9 月末，该公司获得银行授信额度合计 381.40 亿元，其中未使用额度为 196.47 亿元。此外，公司作为上市公司在股票市场具有一定募集资金的能力，在债券市场上也具备较好的融资能力，目前尚可使用的超短期融资券的额度达到 69 亿元。

## 六、主要优势与风险

### 1. 主要优势

#### (1) 规模及品牌优势

该公司属于福建省与厦门市综合实力较强的地方支柱企业之一，拥有较丰富的贸易行业经验和专业人才队伍，积累了较多优质客户资源，形成了长

期合作关系和稳定的购销渠道。公司在铁矿、煤炭、钢材、汽车、橡胶、金属硅镁等传统优势品种上已具有相对领先的市场地位和一定的规模优势。公司建立有一套稳健的内控管理制度，自公司成立以来基本都实现盈利。国贸地产定位于高品质商品住宅的开发，在项目开发定位方面积累了较丰富的经验，产品得到区域市场和消费者的广泛认可，在户型设计、产品品质和品牌等方面具备较强的区域竞争力。

该公司“ITG”商标为中国驰名商标，“国贸”为福建企业知名字号，国贸地产“金钥匙”为福建省著名商标。近年来，公司先后入选上交所公司治理指数、社会责任指数、上证 380 指数，是福建省唯一一家获得过上交所董事会奖和信息披露奖的上市公司，多次入选《董事会》杂志评选的中国上市公司董事会“金圆桌奖”。2013 年公司被《财富》中文版评为中国上市公司批发零售贸易行业第 8 位，自 2011 年公司起连续三年被世界品牌实验室评为“中国品牌 500 强”，目前排名第 280 位，品牌价值 68.62 亿元。

## (2) 资金获取能力强

供应链管理以及房地产经营均为资金密集性业务，该公司业务经营产生经营性现金流的能力较强，且拥有畅通的融资渠道以及充足的银行授信，可较好满足公司业务发展的资金需求。2011-2013 年，公司营业收入现金率分别为 113.31%、120.36% 和 111.49%，经营性活动产生的现金流入分别为 520.51 亿元、509.18 亿元和 557.74 亿元，同期 EBITDA 分别为 16.18 亿元、13.34 亿元和 17.94 亿元。近三年，公司流动资产周转速度快、营业周期短，同时公司对应收账款、预付款和存货投保信用险及财产保险以保障资金回收安全，资产减值损失较小。

该公司作为上市公司，在资本市场上拥有较好的市场形象和较强融资能力。2014 年 7 月通过配股募集资金净额达到 13.80 亿元，目前公司尚可使用的超短期融资券额度达到 69 亿元，本次可转债若能成功发行也将为公司带来较多长期低息资金来源。因公司较强的综合实力，良好的偿债记录和品牌形

象等，公司受银行的支持力度大。截至 2014 年 9 月末，公司获得银行授信额度合计 381.40 亿元，其中未使用额度达到 196.47 亿元。公司银行借款利率较低，信用证基本无需保证金，押汇的年化利率不超过 3%，同时公司还通过境外融资、短期融资以及开展黄金租赁来降低融资成本。

### (3) 区位及政策支持优势

该公司地处海峡西岸重要中心城市—福建省厦门市。国家“十二五规划”提出推进厦门两岸区域金融服务中心建设，《厦门市深化两岸交流合作综合配套改革试验总体方案》中更明确指出将厦门建设成为海峡西岸先进制造业和新兴产业基地以及建设两岸区域性金融服务中心。随着两岸经贸往来不断增强，以厦门为核心之一的海西经济区有可能成为国内发展最快的经济区域，公司作为海西经济区龙头企业之一将直接受益。

中国(福建)自由贸易试验区已获得国务院批准，目前涵盖平潭片区、厦门片区、福州片区，自贸区享有的税收优惠政策、创新监管模式、投资和金融自由化改革等，将有利于降低贸易业务交易成本，提升贸易业务的自由化、便利化。该公司将抓住自贸区的契机，积极发展上海自贸区以及厦门等地自贸区内的相关业务，提升自身竞争力。

### (4) 资产获利水平较高

近年来，该公司均保持了较强的获利能力，虽然综合毛利率不高，但得益于快速的资产周转速度和相对较高的财务杠杆水平，公司净资产收益率保持在较好水平。2009-2013 年及 2014 年 1-9 月，公司分别实现利润总额 8.15 亿元、8.39 亿元、10.08 亿元、7.38 亿元、14.22 亿元和 10.36 亿元，盈利记录良好。2009-2013 年，公司净资产收益率分别达到 12.98%、13.06%、14.66%、10.31% 和 17.89%，盈利能力较好且呈上升水平。

## 2. 主要风险

### (1) 市场风险

该公司供应链管理易受宏观经济波动、政策调控、贸易保护主义、大宗商品价格波动以及汇率变化等因素影响。金融危机以来，全球经济持续低迷，美国经济缓慢复苏，欧债危机深度蔓延，新兴经济体增长乏力，给公司供应链管理业务带来较大经营压力。2014年世界经济形势依然错综复杂，大宗商品需求不振且价格大幅下行、人民币汇率波动加大，市场竞争呈加剧趋势，公司供应链管理面临的市场风险加大。同时受宏观经济、政策调控、市场供需等因素影响，房地产市场波动加大、区域分化加剧，公司房地产业务面临的经营风险也有所加大。

### (2) 债务负担及流动性压力

该公司主业为供应链管理及房地产经营等，因所处行业特点，资产负债率偏高，2011-2013年末及2014年9月末公司资产负债率分别为75.71%、76.48%、77.10%和75.94%，刚性债务分别达到105.57亿元、99.38亿元、112.55亿元和168.48亿元。2011-2013年及2014年1-9月公司财务费用分别达到4.51亿元、5.48亿元、1.48亿元和4.90亿元。公司刚性债务规模以及财务费用支出处于相对较高水平。公司债务以短期债务为主，2014年9月末公司流动比率、速动比率分别为112.49%和38.25%。宏观金融环境、银行信贷政策和利率若发生不利变化将导致公司流动性压力增大，偿债能力受到一定影响，同时利率的上升也将增加公司财务费用支出，对其整体经营产生不利影响。

### (3) 管理风险

因该公司所处行业特点、专业化经营需要和业务结构原因，截至2013年末，公司合并范围内直接及间接控股的子公司达到85家。公司虽制定有规范的管理制度，但是由于子公司较多，公司存在管理难度较大、内部管理控制制度执行不到位等管理风险。此外，公司大量使用衍生工具进行套期保值等多种方式规避大宗商品价格波动带来的风险，存在着套期保值工具使用不当、

内部控制执行不到位等管理风险和操作风险。

## 七、募集资金拟投资项目分析

### (一) 募集资金投向

该公司拟将本次发行可转债的募集资金净额全部用于上海市松江区佘山北地块项目、漳州国贸·润园项目、南昌国贸春天项目和南昌国贸蓝湾项目，其中漳州国贸·润园项目由公司控股项目公司负责开发，其余均为全资。

图表 21. 公司本期债券募集资金使用项目情况表 (亿元、万平方米)

项目名称	总投资	拟使用募集资金	项目建设周期	规划用地面积	总建筑面积	预计销售额
上海市松江区佘山北地块项目	49.48	15.00	2015年第三季度至2018年第二季度	13.35	33.93	68.05
漳州国贸·润园项目	19.73	8.00	2013年第四季度至2017年第一季度	13.86	50.05	29.71
南昌国贸春天项目	13.72	2.00	2014年第一季度至2016年第四季度	6.76	20.21	18.69
南昌国贸蓝湾项目	10.74	3.00	2015年第一季度至2017年第四季度	5.59	16.36	14.40
合计	93.67	28.00	--	39.56	120.55	130.85

资料来源：厦门国贸

上海市松江区佘山北地块项目位于佘山风景区北部，东至菘塘路、西至经一路、南至纬四路、北至士衡路，由37A-01A号、57A-02A号和54A-05A号三幅地块组成。项目所在地自然环境优越，靠近欢乐谷等休闲配套设施，整体定位为佘山风景区中高端精品住宅社区。项目规划住宅2,162套、车位2,283个，预计总投资49.48亿元，其中土地成本（含契税、配套费）为30.38亿元，房屋开发费等合计约19.10亿元，计划使用募集资金15亿元。目前已取得立项批复、环评批复、建设用地批复等资格文件，项目计划于2015年第三季度开工建设，于2018年第二季度竣工。根据公司可行性分析，该项目预计总收入为68.05亿元、净利润为8.79亿元，投资净利率为17.77%。

漳州国贸·润园项目位于漳州市龙文区漳华路与龙江路交叉口西南角，

在“九十九湾”水道的东北侧，是漳州市城区的重点发展区域。该项目所在地交通便捷，周边商业、学校、医院等配套资源丰富，项目共包括住宅户数 3,007 套、车位 2,558 个，并配有部分写字楼和商业，整体定位为高品质、多功能、大型住宅社区。预计总投资 19.73 亿元，其中土地成本（含契税、配套费）为 3.92 亿元，房屋开发费等合计约 15.80 亿元，计划使用募集资金 8 亿元。该项目已于 2013 年第四季度开工建设，计划竣工时间为 2017 年第一季度。截至 2014 年 9 月末，已取得立项批复、环评批复、建设用地批复等资格文件，已投入 5.06 亿元（尚未开盘）。根据公司可行性分析，该项目预计总收入为 29.71 亿元、净利润为 4.57 亿元，投资净利率约为 23.15%。

南昌国贸春天项目位于朝阳新城雷池街以南、红梅路以东、桃花路以西、云飞路街以北，朝阳新城是南昌市政府大力发展的区域。该项目由多层洋房和高层住宅相结合，位于朝阳新城核心区域，具有景观资源和学区房优势，共包括住宅户数 1,157 套、车位 1,175 个。预计项目总投资为 13.72 亿元，土地成本（含契税、配套费）为 7.77 亿元，房屋开发费等合计约 5.95 亿元，拟使用募集资金 2 亿元。项目已于 2014 年第一季度开工建设，计划竣工时间为 2016 年第四季度。截至 2014 年 9 月末，已取得立项批复、环评批复、建设用地批复等资格文件，已投入 6.72 亿元（尚未开盘）。根据公司可行性分析，该项目预计总收入为 18.69 亿元、净利润为 2.46 亿元，投资净利率约为 17.91%。

南昌国贸蓝湾项目位于朝阳新城云锦路（规划地铁 5 号线）以南、雷池路以北、桃花南路以东。该项目位于朝阳新城核心区域，具有景观资源和学区房优势，由多层洋房和高层住宅相结合，共包括住宅户数 986 套、车位 1,165 个。项目预计总投资 10.74 亿元，其中土地成本（含契税、配套费）为 6.31 亿元，房屋开发费等合计约 4.42 亿元，拟使用募集资金 3 亿元。项目于 2015 年第一季度开工建设，计划竣工时间为 2017 年第四季度。截至 2014 年 9 月末，已取得立项批复、环评批复、建设用地批复等资格文件。

根据公司可行性分析,该项目预计总收入为 14.40 亿元、净利润为 1.50 亿元,投资净利率约为 13.98%。

## (二) 项目风险

房地产市场受经济发展阶段以及所属地区同类楼盘供需情况的影响较大,随着我国经济发展进入新常态,房地产市场也面临着结构调整,2014 年以来房地产市场走势不明朗和分化加剧,而一些三、四线城市因存在过度开发、需求增长缓慢等情况,使得当地房地产项目销售压力显著加大。其中该公司上海市松江区佘山北地块项目定位中高端,漳州国贸·润园项目位于三线城市漳州市,或存在一定的市场消化压力。此外,公司房地产项目存在开发周期长、环节多、投资大等特点,且市场需求日趋多元化和个性化,也具有一定的项目开发、销售和工程质量控制等风险。

## 八、本期债券偿付保障分析

### (一) 稳定且可持续的经营业绩

2011-2013 年及 2014 年 1-9 月,该公司营业收入分别为 456.31 亿元、418.35 亿元、490.68 亿元和 415.49 亿元,同期分别实现利润总额 10.08 亿元、7.38 亿元、14.22 亿元和 10.36 亿元。2011-2013 年 EBITDA 分别为 16.18 亿元、13.34 亿元和 17.94 亿元,能够对公司债务本息形成一定覆盖。公司供应链管理业务规模大、具备领先市场地位、客户资源丰富,同时公司房地产业务发展速度较快,总体上公司规模效应和品牌效应较强,未来有望受益于自贸区建设和厦门经济的快速发展,而继续保持经营业绩的稳定增长。

### (二) 资金获取能力强

2011-2013 年,该公司营收现金率分别为 113.31%、120.36%和 111.49%,经营性活动产生的现金流入分别为 520.51 亿元、509.18 亿元和 557.74 亿元,

经营活动产生现金流入的能力较强，经营性现金流入规模大。经营性现金净流量的波动主要受公司拿地支出及预付款的影响。公司融资渠道畅通，具备较强资本市场直接融资的能力以及获得的银行支持力度较大。2011-2013 年及 2014 年 1-9 月公司筹资活动现金流入分别为 238 亿元、241.19 亿元、218.60 亿元和 281.73 亿元，同期筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.92 亿元、-10.83 亿元、12.02 亿元和 61.61 亿元。2011-2013 年及 2014 年 9 月末，公司现金比率分别为 14.18%、17.89%、20.09% 和 17.40%，可为公司资金周转提供良好支持。



附录一：

## 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2011年	2012年	2013年	2014年 前三季度
资产总额 [ 亿元]	212.05	241.03	283.55	347.08
货币资金 [ 亿元]	12.94	18.95	21.92	25.12
刚性债务[亿元]	105.57	99.38	112.55	168.48
所有者权益 [亿元]	51.52	56.68	64.95	83.51
营业收入[亿元]	456.31	418.35	490.68	415.49
净利润 [亿元]	7.26	5.58	10.88	7.50
EBITDA[亿元]	16.18	13.34	17.94	—
经营性现金净流入量[亿元]	-12.84	22.48	-6.88	-55.60
投资性现金净流入量[亿元]	1.79	-6.46	-1.28	-2.78
资产负债率[%]	75.71	76.48	77.10	75.94
长期资本固定化比率[%]	37.61	38.25	42.97	38.46
权益资本与刚性债务比率[%]	48.80	57.04	57.71	49.57
流动比率[%]	131.60	126.34	119.02	122.49
速动比率 [ %]	28.81	34.45	38.51	38.25
现金比率[%]	14.18	17.89	20.09	17.40
利息保障倍数[倍]	2.99	2.55	6.32	—
有形净值债务率[%]	335.14	346.29	352.06	326.23
营运资金与非流动负债比率[%]	224.93	289.35	677.26	609.74
担保比率[%]	—	—	—	53.00
应收账款周转速度[次]	43.63	33.89	32.18	—
存货周转速度[次]	3.56	3.06	3.37	—
固定资产周转速度[次]	42.88	41.00	60.41	—
总资产周转速度[次]	2.15	1.85	1.87	—
毛利率[%]	5.37	6.44	6.08	6.47
营业利润率[%]	2.11	1.71	2.95	2.46
总资产报酬率[%]	7.08	5.36	6.42	—
净资产收益率[%]	14.66	10.31	17.89	—
净资产收益率*[%]	11.79	8.28	18.37	—
营业收入现金率[%]	113.31	120.36	111.49	106.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-9.12	14.51	-3.61	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.00	13.04	-3.42	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.85	10.34	-4.28	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.88	9.29	-4.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.23	2.80	6.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.17	—

注：表中数据依据厦门国贸 2011-2013 年审计报告、专项审计报告及未经审计的 2014 年前三季度财务数据整理、计算。



附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末非流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初负债合计} + \text{期末负债合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

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+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

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投 机 级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

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。

附录四：

## 跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注厦门国贸外部经营环境的变化、影响厦门国贸经营或财务状况的重大事件、厦门国贸履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映厦门国贸的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对厦门国贸的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

本次信用评级报告出具后，本评级机构将在每年发行人公布年报后 1 个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，厦门国贸应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与厦门国贸有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用等级。不定期跟踪评级报告在本评级机构向厦门国贸发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向厦门国贸发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向厦门国贸发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后 10 个工作日内，厦门国贸和本评级机构应在监管部门指定媒体、上海证券交易所及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年2月27日



在持续跟踪评级报告出具之日后 10 个工作日内，厦门国贸和本评级机构应在监管部门指定媒体、上海证券交易所及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015 年 2 月 27 日