

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

主体信用等级：AA⁺级

债项信用等级：AA⁺级

评级时间：2016年6月17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.

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

概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100241】

存续期间 6年期债券 28亿元人民币, 2016年1月5日-2022年1月4日

主体信用等级	AA ⁺ 级	评级展望	稳定	债项信用等级	AA ⁺ 级	评级时间	2016年6月
首次评级:	AA ⁺ 级		稳定		AA ⁺ 级		2015年2月

主要财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据				
货币资金	2.85	3.69	3.31	4.38
刚性债务	64.50	93.83	85.55	131.70
所有者权益	32.19	43.17	43.13	45.07
经营性现金净流入量	-0.55	-48.72	25.70	-58.09
合并数据及指标				
总资产	285.98	344.42	390.53	494.77
总负债	220.80	260.27	300.40	393.56
刚性债务	113.52	137.09	144.54	195.56
所有者权益	65.19	84.15	90.13	101.21
营业收入	493.75	552.88	642.20	169.52
净利润	10.85	8.69	9.61	6.43
经营性现金净流入量	-6.61	-37.26	31.61	-38.58
EBITDA	18.11	18.39	20.09	—
资产负债率[%]	77.21	75.57	76.92	79.54
权益资本与刚性债务 比率[%]	57.42	61.39	62.35	51.75
流动比率[%]	119.07	122.94	118.62	125.67
现金比率[%]	11.73	11.97	14.24	20.04
利息保障倍数[倍]	6.18	2.76	2.86	—
净资产收益率[%]	17.81	11.63	11.03	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-3.26	-15.49	11.28	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-4.06	-18.22	12.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.63	2.95	3.03	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.15	0.14	—

注: 根据厦门国贸经审计的2013-2015年度及未经审计的2016年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 贾飞宇

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>

跟踪评级观点

2015年以来, 厦门国贸市场地位得以保持, 供应链管理业务保持快速增长, 带动其收入规模扩大。跟踪期内, 厦门国贸经营效益尚好, 偿债能力仍较强。但公司也需持续关注刚性债务规模扩大、负债经营程度较高、现金流波动较大等带来的经营压力。

- 跟踪期内, 厦门国贸核心主业供应链管理业务市场地位得以保持, 仍具有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。
- 厦门国贸地处厦门市, 区域环境较好, 随着自贸区政策的逐渐落实, 厦门国贸面临的经济政策环境向好。
- 跟踪期内, 厦门国贸收入规模保持较快增长, 经营效益尚好, 整体净资产收益率较高。
- 作为上市公司, 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。跟踪期内, 公司多次通过资本市场募集资金增强资本实力, 其偿债能力仍较强。
- 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、我国经济下行及房地产市场持续波动等外部环境因素使厦门国贸经营管理难度上升, 经营业绩易受到影响。
- 厦门国贸经营性净现金流波动大, 对债务覆盖程度较弱。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。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对厦门国贸及其发行的本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有厦门国贸发行的金融产品或债权人向厦门国贸授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由厦门国贸提供, 所引用资料的真实性由厦门国贸负责。

跟踪评级报告

按照 2015 年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券(以下简称“国贸转债”、“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(以下简称“厦门国贸”、“该公司”或“公司”)提供的经审计的 2014-2015 年财务报表、未经审计的 2016 年第一季度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,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

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。

截至本报告日,该公司已发行但尚未到期的债券本金合计为 73 亿元,具体情况如下表:

图表 1. 截至本报告日公司已发行尚未到期债券情况(单位:亿元)

债券名称	种类	起息时间	发行金额	到期日
国贸转债	可转换公司债券	2016-1-5	28	2022-1-4
16 厦国贸集 SCP007	超短期融资券	2016-5-26	10	2016-11-22
16 厦国贸集 SCP006	超短期融资券	2016-5-18	10	2016-11-12
16 厦国贸集 SCP005	超短期融资券	2016-4-13	15	2016-12-23
16 厦国贸 SCP003	超短期融资券	2016-3-15	10	2016-12-9

资料来源:厦门国贸

二、跟踪评级分析

(一) 公司管理

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 2016 年 3 月末,厦门国贸控股有限公司仍是公司控股股东,直

接持有公司 31.32% 股权，并通过厦门国贸控股建设开发有限公司持有公司 0.43% 股权，合计持股 31.75%。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。

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。2014-2015 年度，公司向关联方采购金额合计分别为 5.65 亿元和 4.94 亿元，向关联方销售金额合计分别为 45.66 亿元和 25.45 亿元¹。此外，2015 年末公司应收关联方款项余额为 13.22 亿元，应付关联方款项余额为 13.14 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。

（二）业务运营

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。跟踪期内，公司收入规模保持增长，2013-2015 年及 2016 年第一季度，公司分别实现营业收入 493.75 亿元、552.88 亿元、642.20 亿元和 169.52 亿元。从收入结构看，供应链管理仍是公司收入最主要来源，2015 年公司三大业务板块分别实现营业收入 566.29 亿元、51.94 亿元和 23.97 亿元，毛利分别为 5.72 亿元、23.97 亿元和 7.64 亿元，毛利率分别为 1.01%、46.16% 和 31.86%。

1. 供应链管理

近年来受世界经济和国际贸易环境低迷、人民币汇率波动等因素影响，我国外贸压力逐渐增大。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。据商务部统计，2015 年全国进出口总值 24.58 万亿元，同比下降 7%。其中，出口 14.14 万亿元，同比下降 1.8%；进口 10.45 万亿元，同比下降 13.2%。国内贸易方面，目前我国国内贸易市场市场化程度较高，市场容量大，且发展与宏观

¹ 福建三钢闽光股份有限公司为该公司参股子公司，公司与福建三钢闽光股份有限公司有长期业务往来，主要是销售铁矿石、煤炭并采购钢材等。

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。

该公司供应链管理业务主要涉及大宗贸易、物流服务、汽车经销及商业零售业务。其中，大宗贸易的经营以与国计民生相关、需求量大、交易门槛高的大宗商品为主。公司现有铁矿和钢铁两个年收入超百亿元的黑色金属业务品种，并拥有包括能源、纺织原料、纸业、有色金属及贵金属、轮胎在内的多个优势业务品种，涉及进出口贸易、转口贸易及国内贸易等多种经营形式。物流服务为公司供应链一体化增值产业链的延伸，业务涵盖国内外货代、报关、仓储、堆场、运输等业务类型，拥有及使用仓储用地近40万平方米。汽车经销业务主要包括4S店的中高端品牌汽车销售、汽车综合售后维修、精品美容、二手车置换等，并致力于开拓汽车互联网+、汽车金融、汽车租赁、新能源车、平行进口车等新兴业务。商业零售业务致力于零售商业投资、运营与管理，旨在整合公司业务资源，提升主业间的战略协同效应。

2013-2015年及2016年第一季度，该公司供应链管理业务分别实现收入433.51亿元、490.19亿元、566.29亿元和145.33亿元，保持了较好的发展态势，但毛利率一直较低，分别为2.77%、2.63%、1.01%和3.35%。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。

图表 2. 2014-2015年及2016年第一季度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
2014年	铁矿	63.6	2.77	钢材	80.48	0.70
	煤炭	17.7	2.17	铁矿	21.39	2.77
	纺织制品	9.67	4.76	化纤	18.64	0.39
	金属硅镁	5.89	4.22	纸及制品	17.98	2.98
	废纸	3.34	3.70	橡胶	12.77	-3.06
	合计	100.2	--	合计	151.26	--
	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
2015年	铁矿	39.69	1.37	钢材	105.55	0.76
	木材	13.48	2.55	化纤	26.35	-1.28
	煤炭	10.29	2.83	白银	25.89	-0.90

	纺织品	9.66	3.66	铁矿	21.53	1.37
	纸浆	3.45	0.96	纸及制品	16.86	2.42
	合计	76.57	--	合计	196.18	--
	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
2016年 第一季度	铁矿	10.84	3.43	钢材	19.38	3.41
	木材	3.23	2.62	白银	11.45	-3.22
	煤炭	2.46	0.98	化纤	4.25	1.58
	纺织品	2.21	8.25	纸及制品	3.76	3.62
	纸浆	0.66	0.02	铁矿	2.66	3.43
	合计	19.4	--	合计	41.5	--

注：根据厦门国贸财务数据绘制（不包括转口贸易）

除大宗商品贸易业务外，汽车销售业务也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。公司现有 22 家 4S 店，4 家城市展厅，经营汽车品牌 15 个，覆盖的品牌包括奥迪、英菲尼迪、丰田、本田、现代、克莱斯勒、奔驰商务用车等国内外知名品牌。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。跟踪期内，公司汽车销售业务保持平稳发展。

图表 3. 公司汽车经销业务主要经营指标

科目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
4S 店数量（个）	19	19	20	20
汽车销售数量（辆）	15885	20253	21839	5980
整车销售收入（亿元）	26.71	30.29	30.61	7.91
整车销售毛利率（%）	0.74	1.63	0.74	1.84
维修服务收入（亿元）	2.42	2.51	2.55	0.67
维修服务毛利率（%）	40.16	42.70	39.57	38.80

注：根据厦门国贸提供的数据整理

总体上看，跟踪期内该公司供应链管理业务保持在国内贸易压力加大、我国宏观经济下行压力加大的背景下，仍保持平稳较快发展，市场地位得以保持，为公司其他业务的发展奠定了良好基础。

2. 房地产运营

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。2013年以来，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，同时随着大部分城市取消限购政策，全国房价区域分化逐步明显。2015年全国房地产开发投资9.60万亿元，同比增长1.0%，其中住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%。2014-2015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。

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。公司房地产业务定位于以重点城市为主的高品质住宅开发和商业地产开发，业务覆盖区域涉足厦门及福建省其它地区、上海、合肥、南昌、芜湖等地，主要产品线有国贸天悦、国贸天琴湾、国贸春天、国贸阳光等精品住宅及国贸商城、国贸金融中心等综合地产项目。

目前，国贸地产位列2016中国房地产开发企业500强第87位，同时入选2016中国房地产开发企业运营效率10强第5位。跟踪期内，公司房地产运营板块保持平稳，2013-2015年及2016年第一季度公司房地产运营业务分别实现营业收入59.09亿元、61.01亿元、51.94亿元和21.63亿元，仍是公司收入的第二大来源；毛利分别为17.52亿元、18.10亿元、23.97亿元和12.60亿元，毛利率分别为29.65%、29.67%、46.15%和58.25%，随着2015年以来房地产市场的回暖，公司房地产业务利润水平大幅提升，已成为公司主业最主要的利润来源。

图表 4. 公司房地产业务主要经营指标（单位：万平方米、亿元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年第一季度
开工面积	11.05	26.51	89.88	6.49
竣工面积	66.6	42.17	49.10	--
合同销售面积	48.62	24.67	50.01	13.99
合同销售收入	62.64	42.27	63.05	16.34

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高品质住宅为主，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、漳州以及上海、南昌、芜湖及合肥等城市。截至2016年3月末，公司正在预售的房地产项目累计完成投资209.52亿元，回笼资金164.40亿元，资金回笼程度尚好。

图5. 截至2016年3月末公司主要在建及在售房地产项目情况 (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	国贸天悦	32.92	47.80	34.35	13.14	2015年11月	4.32	5.28
	国贸金沙湾	11.05	6.45	6.45	10.56	2014年3月	9.34	10.45
	国贸新天地	16.84	18.88	18.88	16.30	2014年4月	15.26	44.92
	国贸商城集悦	5.62	3.39	7.14	5.40	2014年10月	4.96	8.22
	国贸商城同悦	16.74	9.30	3.21	16.04	2015年7月	7.98	12.16
南昌	南昌蓝湾	16.36	11.20	6.51	--	--	--	--
	南昌天悦	7.52	5.77	1.70	--	--	--	--
	南昌国贸春天	20.21	13.85	11.30	16.13	2015年5月	7.06	5.95
	南昌天琴湾	28.28	14.33	14.33	26.67	2011年12月	26.18	20.07
	南昌国贸阳光	21.22	10.40	10.40	20.08	2013年10月	18.07	15.89
合肥	合肥天悦	29.04	15.82	8.74	--	--		
	合肥天琴湾	25.01	11.54	11.54	24.13	--	23.16	14.82
龙岩	龙岩天琴湾	26.51	23.15	18.66	26.23	B:2015年5月;A:2016年3月	5.03	3.58
上海	上海天悦	35.88	52.99	33.00	31.08	37A:2016年3月	0.02	0.19
芜湖	芜湖天琴湾	28.73	13.15	13.15	25.22	--	24.68	15.57
漳州	漳州润园	50.05	19.73	10.16	47.00	2014年10月	13.32	7.30
合计	—	371.98	277.76	209.52	277.98	--	159.38	164.40

注：根据厦门国贸提供的数据整理

总体上看，跟踪期内该公司房地产运营业务发展较平稳，但公司目前可售和在售面积较大，在目前房地产市场前景不甚明朗的背景下，未来房地产业务的收入和现金回笼情况将对公司经营业绩和现金流有较大影响。

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。跟踪期内，公司金融服务业务得到较快发展，2014-2015年分别实现营业收入1.68亿元和23.97亿元，其中2015年收入增长主要是国贸期货下属风险管理子公司业务发展良好，收入大幅增加所致。随着自贸区政策的逐渐落实，公司金融服务业务仍有较广阔的发展空间，未来发展前景较好，预计可成为公司利润新的增长点。

（三）财务质量

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2014-2015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。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定。公司2016年第一季度财务报表未经审计²。

截至2015年末，该公司经审计的合并口径资产总额为390.53亿元，负债总额为300.40亿元，所有者权益为90.13亿元（其中归属于母公司所有者权益为79.42亿元）。2015年公司实现营业收入642.20亿元，净利润为9.61亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为6.50亿元）。

从负债结构看，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长趋势，资产负债程度连续处于较高水平，但与同行相比处于正常水平。2013-2015年末及2016年3月末公司负债总额分别为220.80亿元、260.27亿元、300.40亿元和393.56亿元，资产负债率分别为77.21%、75.57%、76.92%和79.54%。2016年第一季度公司发行了可转债和多期超短期融资券，当季末其负债率有所升高。

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。2015年末公司流动负债为288.61亿元，占负债总额的比重为96.08%。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、应付票据、应付账款和预收款项等，其中刚性债务规模较大，公司面临一定即期偿债压力。2015年末，公司长短期银行借款（包括一年内到期的长期借款）合计达到81.11亿元，从借款期限看，公司借

² 根据财政部颁布的会计准则相关补充规定，该公司对2013年、2014年财务数据进行了追溯调整，本次跟踪评级报告中2013年财务数据取自公司2014年审计报告年初数，2014年财务数据取自公司2015年审计报告年初数。2016年第一季度，公司再次对2015年财务数据进行追溯调整，但鉴于公司2016年第一季度财务数据未经审计，因此本次跟踪评级报告中2015年财务数据仍取自公司2015年审计报告年末数。

款以短期借款为主，2015 年末短期借款占银行借款总额的比重为 80.87%，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，质押借款是公司融资的主要方式，主要为贸易融资借款，借款利率在 0.47-6.96%之间。同期末，公司应付票据金额为 54.16 亿元，较年初增长较多，主要由银行承兑汇票和国际信用证构成；预收款项为 69.74 亿元，主要是预收房地产销售款。2015 年末，公司刚性债务合计达到 144.54 亿元，主要由银行借款、应付票据和应付债券融资构成，面临较大的即期偿债压力。2016 年 3 月末，因发行了可转债及多期超短期融资券，公司负债总额增至 393.56 亿元，刚性偿债压力进一步增加。

截至 2015 年末，该公司为合并范围外的公司提供对外担保余额为 39.11 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。2014-2015 年公司无重大诉讼、仲裁等或有事项。

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，2013-2015 年及 2016 年第一季度公司综合毛利率分别为 6.19%、5.91%、5.81%和 10.67%。从毛利构成看，目前公司毛利主要来自供应链管理板块，由于该板块毛利率较低，因此拉低了公司整体毛利率水平。房地产经营业务的毛利率受到市场环境等因素影响较大，存在波动；而金融服务板块毛利率很高。未来随着金融服务板块收入的增加，预计公司综合毛利率可以回升。

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。2013-2015 年及 2016 年第一季度公司利润总额分别为 14.21 亿元、11.21 亿元、13.37 亿元和 8.60 亿元，其中投资收益分别为 5.21 亿元、3.51 亿元、9.27 亿元和 2.04 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）、长期股权投资收益等构成³，具有较大的波动性，从目前情况来看，对公司净利润的支撑较大，其稳定性对公司未来经营业绩有较大影响。

2013-2015 年及 2016 年第一季度该公司净利润分别为 10.85 亿元、8.69 亿元、9.61 亿元和 6.43 亿元。从资产经营效率看，2015 年公司应收账款、存货、固定资产和总资产周转速度分别为 30.82 次、3.39 次、54.95 次和 1.75 次，处于较高水平。得益于公司较快

³ 2015 年，该公司投资收益主要由下列事项构成：长期股权投资收益 0.60 亿元，可供出售金融资产处置收益 0.28 亿元，以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产投资收益 8.06 亿元。

的资产周转速度以及较高的财务杠杆,2015年公司的净资产收益率和总资产报酬率分别为11.03%和5.15%,公司经营效益尚好,能够为其偿债提供一定支撑。

现金流方面,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。2013-2015年及2016年第一季度,公司营业收入现金率分别为111.50%、105.86%、113.67%和104.13%。

近年来,该公司经营环节现金净流量存在明显波动。2013-2015年及2016年第一季度,公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.61亿元、-37.26亿元、31.61亿元和-38.58亿元,波动主要是受到购买土地款项支出、供应链业务规模扩大使得资金占用增加等因素影响,短期内,公司经营性现金流仍将呈现波动。

2013-2015年及2016年第一季度,该公司投资活动产生的现金流净额分别为-1.61亿元、-6.56亿元、3.55亿元和-37.83亿元,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,2016年第一季度公司使用临时沉淀的自有资金购买理财产品,导致当季度投资性现金流呈现大额净流出。

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。2013-2015年及2016年第一季度,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为11.81亿元、47.40亿元、-28.10亿元和99.59亿元,主要用于满足公司经营性活动产生的资金需求。2016年第一季度,因营业规模增长,公司融资规模相应增加,包括发行可转债和超短期融资券等,当季度公司筹资性现金流呈现大额净流入。

受益于经营积累和股权融资,该公司资本实力逐年提升。2013-2015年末,公司所有者权益分别为65.19亿元、84.15亿元和90.13亿元。同时,公司资产规模呈稳步扩张趋势,2015年末及2016年3月末分别为390.53亿元和494.77亿元。

从资产构成看,该公司资产主要是流动资产,2015年末流动资产余额为342.34亿元,占比达到87.66%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。近年来公司货币资金余额呈增加趋势,2015年末货币资金余额为34.71亿元,其中其他货币资金余额为5.58亿元,公司货币资金存量充裕,能够为其偿债提供较好支持;应收账款净额为23.24亿元,基本都在一年以内,较上年末有所增加;预付账款净额为34.24亿元,

主要为商品采购款和土地储备款。同期末，公司其他应收款余额为 20.87 亿元，主要是房地产业务形成的往来款和关联往来款等；存货账面价值为 183.93 亿元，主要是公司库存商品、房地产业务开发成本等，较上年末略有增加。其他流动资产余额为 20.06 亿元，主要是待抵扣税费和预缴税金、银行短期理财等。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产等构成。2015 年末，公司长期股权投资账面价值为 13.32 亿元，主要是对厦门市及福建省部分国有企业的股权投资；固定资产账面价值为 11.57 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备等。公司非流动资产规模较小，符合其贸易为主业的经营特点。

截至 2016 年 3 月末，该公司已获得银行授信总额度为 551.14 亿元，已使用 246.25 亿元，尚余 304.89 亿元额度，银行融资渠道畅通。公司债务履约记录良好，根据 2016 年 5 月 27 日企业信用报告，公司无债务违约记录。

综上所述，跟踪期内该公司资产规模、收入规模持续扩大，经营效益尚好，外部融资渠道畅通，仍有较强的偿债能力。但公司刚性债务规模增长较快，即期偿债压力有所上升。

三、跟踪评级分析

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化，主要业务保持平稳较快发展，市场地位得以保持，收入规模快速增长，经营总体稳定。但我国经济目前仍面临下行压力，房地产市场未来发展仍具有不确定性，受此影响，公司业务经营压力可能增大。跟踪期内，公司刚性债务规模增长较快，负债经营程度也有所升高，偿债压力有所增大。但公司融资渠道畅通，经营效益尚好，货币资金存量充裕，仍有较强的偿债能力。随着自贸区政策的逐渐实施，公司面临的外部环境总体向好，为其未来发展奠定了良好基础。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济、房地产行业景气度变化对公司经营的影响；（2）公司刚性债务增长情况及偿债资金来源安排；（3）公司经营环节现金流波动情况；（4）公司外部融资环境变化情况；（5）自贸区政策对公司业务经营的影响情况。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额	285.98	344.42	390.53	494.77
货币资金	22.19	26.49	34.71	59.24
刚性债务	113.52	137.09	144.54	195.56
所有者权益	65.19	84.15	90.13	101.21
营业收入	493.75	552.88	642.20	169.52
净利润	10.85	8.69	9.61	6.43
EBITDA	18.11	18.39	20.09	—
经营性现金净流入量	-6.61	-37.26	31.61	-38.58
投资性现金净流入量	-1.61	-6.56	3.55	-37.83
资产负债率[%]	77.21	75.57	76.92	79.54
权益资本与刚性债务比率[%]	43.47	41.01	47.28	35.66
长期资本固定化比率[%]	57.42	61.39	62.35	51.75
流动比率[%]	119.07	122.94	118.62	125.67
速动比率[%]	38.64	39.20	43.02	51.60
现金比率[%]	11.73	11.97	14.24	20.04
利息保障倍数[倍]	6.18	2.76	2.86	—
有形净值债务率[%]	356.25	321.04	343.93	399.87
营运资金与非流动负债比率[%]	587.20	462.70	455.82	227.53
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	32.32	31.82	30.82	—
存货周转速度[次]	3.39	3.33	3.39	—
固定资产周转速度[次]	58.88	58.80	54.95	—
总资产周转速度[次]	1.87	1.75	1.75	—
毛利率[%]	6.19	5.91	5.81	10.67
营业利润率[%]	2.92	2.02	2.04	5.06
总资产报酬率[%]	6.41	5.45	5.15	—
净资产收益率[%]	17.81	11.63	11.03	—
净资产收益率*[%]	18.27	13.12	8.47	—
营业收入现金率[%]	111.50	105.86	113.67	104.13
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-3.45	-16.13	11.78	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.26	-15.49	11.28	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-4.29	-18.98	13.11	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.06	-18.22	12.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.63	2.95	3.03	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.15	0.14	—

注：表中数据依据厦门国贸经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、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-期末无形资产及商誉余额-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(%)	(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+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

本评级机构债务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外部因素很少，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外部因素极少，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。