

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(2018)100088】

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: AA+/稳定/AA+/2018年5月24日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017年5月10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	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	3.31	4.83	6.31	11.34
刚性债务	113.55	103.16	146.91	177.27
所有者权益	43.13	112.31	176.38	185.37
经营性现金净流入量	25.70	-2.46	-83.05	-57.95
合并口径数据及指标:				
总资产	400.65	547.73	713.81	869.27
总负债	306.59	368.57	453.81	596.31
刚性债务	178.04	167.49	215.74	313.86
所有者权益	94.07	179.16	260.00	272.96
营业收入	642.13	980.77	1646.51	346.43
净利润	9.46	13.82	21.74	5.83
经营性现金净流入量	27.55	22.88	-84.23	-57.42
EBITDA	19.88	26.17	39.72	—
资产负债率[%]	76.52	67.29	63.58	68.60
权益资本与刚性债务 比率[%]	52.83	106.97	120.52	86.97
流动比率[%]	122.40	148.03	144.35	136.13
现金比率[%]	14.75	18.25	17.20	17.04
利息保障倍数[倍]	2.83	3.64	3.73	—
净资产收益率[%]	10.62	10.12	9.90	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	9.72	6.78	-20.48	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	11.01	-15.17	-20.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.00	3.81	3.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.15	0.21	—

注:根据厦门国贸经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

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2017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、经营性现金流、金融业务风险控制等方面继续面临压力。

主要优势:

- **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2017年以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快速上升,市场地位进一步巩固。
- **净利润规模有所扩大。**得益于2017年获得较大规模的期货合约和外汇合约处置收益,厦门国贸2017年净利润规模有明显扩大。

主要风险:

- **大宗商品贸易业务毛利率仍较低。**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,跟踪期内,厦门国贸主业毛利率有所下降。
- **刚性债务规模继续扩大。**随着业务规模的扩大,厦门国贸资金需求也不断上升,跟踪期内公司新增了较多短期刚性债务,负债压力明显上升,面临的即期偿债压力加大。
- **经营性现金流波动较大。**受到采购和销售结算周期不一致的影响及业务规模扩大导致前期

采购支出扩大的影响，厦门国贸 2017 年及 2018 年第一季度经营性净现金流呈净流出状态，对债务偿付保障的稳定性不足。

- **金融业务风险控制亟待加强。**2017 年 8 月，厦门国贸因信息披露、资管业务和期货业务风控缺陷等原因被厦门证监局采取出示监管函的措施，暴露出公司在金融业务风险控制上的不足。目前公司已进行了整改，但后续效果尚待时间检验。
- **房地产业务去化压力上升。**2017 年以来，国内多地政府均出台商品房限购政策，对公司存量房地产的去化可能造成负面影响。
- **可转债转股风险。**截至 2018 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

通过对厦门国贸及其发行的 2015 年可转换公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持厦门国贸 AA⁺主体信用等级，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，并维持上述可转换公司债券 AA⁺信用等级。

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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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，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 2018 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 2018 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 94.63 亿元，即本次可转债（余额 14.63 亿元）和公司 2018 年以来陆续发行的 8 期超短期融资券（合计 80 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
18 厦国贸 SCP001	10	251 天	5.18	2018-1-9	未到期
18 厦国贸 SCP002	10	261 天	5.27	2018-1-22	未到期
18 厦国贸 SCP003	10	259 天	5.18	2018-2-8	未到期
18 厦国贸 SCP004	10	178 天	5.08	2018-2-26	未到期
18 厦国贸 SCP005	10	180 天	5.07	2018-3-6	未到期
18 厦国贸 SCP006	10	180 天	5.27	2018-3-14	未到期
18 厦国贸 SCP007	10	190 天	4.65	2018-4-9	未到期
18 厦国贸 SCP008	10	183 天	4.47	2018-4-18	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 123 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
16 厦国贸集 MTN001	2016-12-26	5.00%	20	2+N 年	正常付息
兴业国际信托永续债 1	2016-11-16	4.60%	10	2+N 年	正常付息
兴业国际信托永续债 2	2016-12-15	4.60%	5	2+N 年	正常付息
华宝信托永续债 1	2016-12-12	4.85%	10	2+N 年	正常付息
中信证券永续债 1	2016-12-8	4.58%	3	2+N 年	正常付息
中信证券永续债 2	2016-12-14	5.00%	5	2+N 年	正常付息
安徽国元信托永续债 1	2017-11-16	5.50%	10	1+N 年	尚未开始付息
安徽国元信托永续债 2	2017-11-24	5.50%	5	1+N 年	尚未开始付息
华宝信托永续债 2	2017-12-19	5.88%	10	3+N 年	尚未开始付息
厦门国际信托永续债	2017-12-12	5.89%	20	2+N 年	尚未开始付息
17 厦国贸 PPN001	2017-12-22	6.15%	5	3+N 年	尚未开始付息
17 厦国贸集 MTN001	2017-11-17	5.61%	10	2+N 年	尚未开始付息
18 厦贸 Y1	2018-4-26	5.30%	10	2+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%。截至本评级报告日，公司下属子公司无其他已发行债券。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸

易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

该公司主业为供应链管理业务，主要从事大宗商品进出口、内贸和转口贸易等，受到宏观经济环境的影响较大。2017 年以来随着我国经济稳中向好、世界经济缓慢回升，公司主业面临的行业环境总体向好。

(2) 行业因素

A. 贸易行业

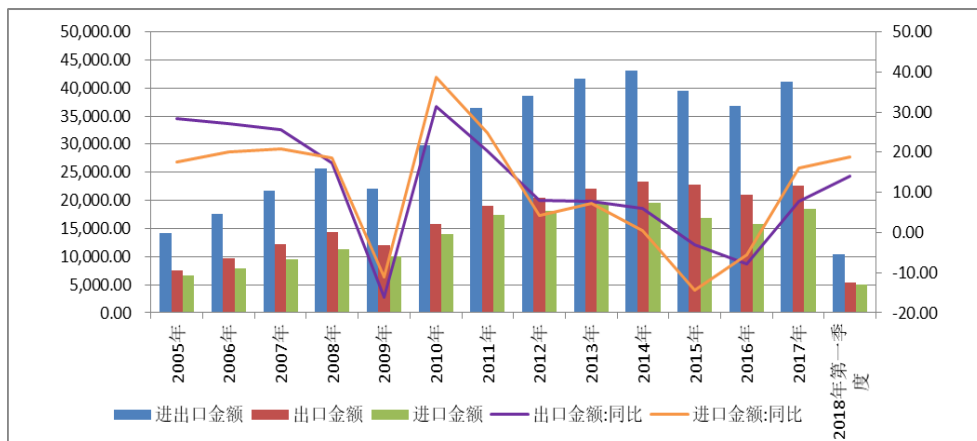
近年来，我国整体对外贸易景气度呈现较大波动。2015 年国际经济总体复苏乏力，全球贸易处于深度调整期，我国对外贸易景气度总体较低迷；2016 年受益于国家促进外贸回稳向好政策措施效果的逐步显现，我国外贸市场整体呈现前低后高、稳中向好的态势，且贸易结构有所优化、效益实现提升；2017 年以来我国外贸延续回稳向好走势，进出口实现较快增长，但对外贸易发展面临的国内外环境仍然严峻复杂。

近年来，我国对外贸易景气度总体呈现较大波动。2015 年，全球经济体进口普遍下降导致外需明显不足，同时在经济形势低迷的情况下，全球贸易保护主体抬头，贸易摩擦加剧。我国出口行业的成本持续上涨，特别是沿海地区工人的人工成本是周边国家的 4~6 倍，产业和订单向东盟、印度等新兴国家转移加快，导致我国出口能力下降，外贸形势较为严峻。当年我国货物进出口总值 24.57 万亿元，同比下降 7.0%，为 2009 年以来首次出现的负增长。其中，外贸出口 14.13 万亿元，同比下降 1.8%；进口 10.45 万亿元，同比下降 13.2%。贸易顺差 3.68 亿元，同比扩大 55.93%。

2016 年，受益于国家促进外贸回稳向好政策措施效果的逐步显现，我国外贸市场整体呈现前低后高、稳中向好的态势，且贸易结构有所优化、进出口降幅收窄，具体表现为：一是进出口增速逐季回稳，其中进口市场先行复苏，出口市场开始触底回升。全年我国货物进出口总额为 24.34 万亿元，同比下降 0.9%，降幅较上年收窄 6.1 个百分点。其中，出口同比下降 1.9%；进口同比增长 0.6%。贸易顺差为 3.35 万亿元，比上年收缩 8.97%。二是部分高附加值机电产品和劳动密集型产品出口增长。2016 年，机电产品出口 8.00

万亿元，占出口总值的 57.70%。其中，航空航天器、光通信设备出口增长超过 10%，医疗仪器及器械和大型成套设备出口增长超过 5%。七大类劳动密集型产品出口 2.90 万亿元，占出口总值的 20.80%。其中，纺织品、玩具和塑料制品出口实现正增长。三是进口效益进一步提升。2016 年，主要大宗商品进口量保持增长，其中，原油、铁矿石、钢材、铜进口量分别增长 13.6%、7.5%、3.4%和 2.9%。由于国际市场价格低迷，多数大宗商品进口价格继续下降。其中，铁矿石、原油、成品油、铜和钢材进口价格分别下跌 0.5%、18.6%、10.8%、6%和 5.5%。因进口价格下降，中国进口原油、铁矿石、铜精矿等 10 类大宗商品减少付汇约 4,100 亿元，有利于企业降成本、增效益。四是贸易国家更为多元化。2016 年，我国对“一带一路”沿线部分国家出口实现较快增长，其中对俄罗斯、孟加拉、印度出口分别增长 14.2%、9.3%和 6.6%。我国对欧盟和美国出口分别增长 1.3%和 0.1%，对东盟出口下降 1.9%，对三者出口合计占中国出口总额的 46.7%。五是进出口企业转型升级取得新成效。据商务部的调研发现，2016 年我国较多的外贸企业加大自主创新投入，积极培育自主品牌、开发具有自主知识产权的产品、构建自主营销渠道，参与更高层次的国际分工。

图表 3. 2005 年以来我国进出口增长情况（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

2017 年以来，外贸稳增长调结构政策效应继续显现，加上国际市场复苏、商品价格回升等因素共同作用，我国对外贸易延续回稳向好走势，进出口实现较快增长，外贸结构继续优化。根据海关统计，2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。

2018 年第一季度，整体来看，受益于世界经济温和复苏，国际贸易增速明显，同时国内经济稳中向好，我国外贸进出口保持较快增长，第一季度出口总额和进口总额分别同比增长 14.10%和 18.90%，且进口增速快于出口 4.3 个百分点，贸易顺差收窄 21.8%，进出口更趋平衡。2018 年 3 月以来，我国与美国之间爆发贸易摩擦，对我国外贸出口造成了不利的影响，第一季度货

物和服务净出口影响 GDP 增速下滑 0.6%，对 GDP 增速的贡献率为-9.1%。虽然近期贸易摩擦已有一定缓和，但后续仍存在一定的不确定性，对外贸出口的影响尚待时间观察。

总体来看，虽然 2017 年以来外贸实现较快增长，但我国对外贸易发展面临的国内外环境仍然严峻复杂。一方面，2017 年以来全球贸易保护主义持续升温，国际贸易持续发展面临的挑战更加严峻；另一方面，全球制造业竞争程度上升对我国传统优势产品形成竞争压力。

内贸方面，根据商务部统计数据，2017 年我国国内贸易保持平稳较快发展，规模稳步扩大，结构持续优化，效益显著提升，为稳增长、调结构、惠民生提供了有力支撑。主要有以下五大亮点：

一是社会消费品零售总额连续 14 年保持两位数增长，消费连续 4 年成为经济增长第一引擎。2017 年，社会消费品零售总额达到 36.6 万亿元，比上年增长 10.2%，连续第 14 年保持两位数增长。2013-2017 年年均增长 11.3%，实际增速比同期国内生产总值的增速快了 3.2 个百分点。实物商品网上零售额 5.5 万亿元，增长 28%，占社零总额比重为 15%，比上年提高 2.4 个百分点。最终消费对经济增长的贡献率达到 58.8%，连续第四年成为经济增长的第一驱动力。

二是国内贸易增加值突破 10 万亿元，成为国民经济大产业。2017 年国内贸易主要行业包括批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务、修理和其他服务业，实现增加值 10.7 万亿元，首次突破 10 万亿元大关，占国内生产总值的比重约为 13%，占比仅次于制造业。其中，批发和零售业增加值 7.8 万亿元，增长 7.1%，增速加快 0.4 个百分点，创下 3 年来新高；住宿和餐饮业增加值 1.5 万亿元，增长 7.1%，增速加快 0.2 个百分点，创下 7 年来新高。

三是市场主体突破 6600 万户，成为大众创业万众创新重要载体。2017 年，国内贸易新设市场主体 1275.3 万户，同比增长 14.2%，平均每天新设 3.5 万户。2017 年末，国内贸易实有市场主体 6674.7 万户，比上年增长 10.9%，占全国市场主体总数的 68%。其中，批发和零售业市场主体 5047.9 万户，增长 8.3%；住宿和餐饮业市场主体 873.1 万户，增长 24.8%；居民服务、修理和其他服务业市场主体 753.6 万户，增长 14.6%。

四是吸纳就业近 2 亿人，扩就业惠民生作用凸显。2017 年末，国内贸易就业人数达到 1.92 亿人，比上年增长约 10%，占全国就业人数比重接近四分之一，占第三产业就业人数比重超过一半，成为吸纳就业的重要领域。其中，批发和零售业就业人数 1.41 亿人，增长 7.7%；住宿和餐饮业就业人数 0.3 亿人，增长 18%；居民服务、修理和其他服务业就业人数 0.21 亿人，增长 15%。

五是批发零售业纳税额增长 20%，对税收增长贡献率接近四分之一。2017 年，批发和零售业税收收入达到 21232 亿元，比上年增长 20.3%，增速比税收总额增速快 9.5 个百分点，对税收增长贡献率达到 23.5%。住宿和餐饮业

税收收入 583 亿元，比上年下降 11.9%，表明营改增政策发挥了积极作用，相关行业税负明显减轻。

总体上看，短期内我国国内贸易将保持平稳发展，而外贸出口将面临一定的不确定性，贸易企业面临的经营压力可能将有所加大。

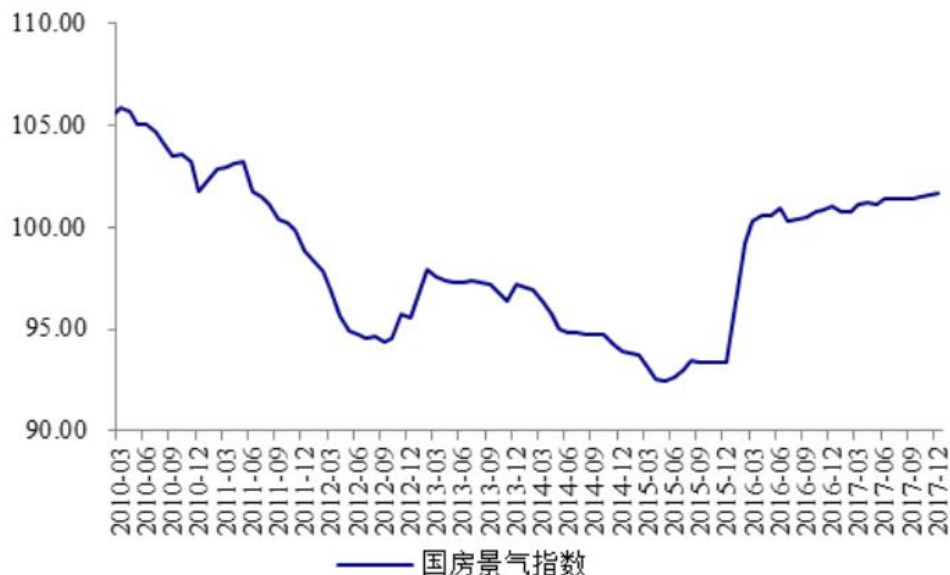
B. 房地产行业

房地产业是我国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。近年来，针对我国部分城市房价过快上涨的局面，各地政府纷纷出台限购政策，短期内，国内房地产市场的发展可能出现分化。

近年来，我国部分城市房价出现了快速上涨，2016 年 10 月后，随着 22 个城市相继出台“限购限贷”政策和相关监管机构对房地产企业融资条件的限制，我国主要城市的成交量出现显著下行，房地产开发商也受制于资金限制而延缓了拿地步伐。进入 2017 年，政府对楼市调控力度逐渐增大，一二线城市新房市场表现相对平稳，部分需求转至二手房市场，二手房市场热度升高；三四线城市整体销售表现稳步向好，短期内，国内房地产市场的发展可能出现分化。

从“国房景气指数”运行趋势来看，2016 年上半年国房景气指数开始呈现上升态势，截至 2017 年末，国房景气指数稳步爬升至 101.72 点，达到自 2014 年以来最高。

图表 4. 2010.3-2017.12 我国国房景气指数走势



资料来源：新世纪评级整理。

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2016 年以来，我国房地产投资增速出现上升态势，全年累计完成房地产开发投资 10.26 万亿元，名义同比增长 6.9%。2017 年，房地产市场调控持续加码，房地产开发投资增长平稳，全年实现房地产开发投资 10.98 万亿元，名义同比增长 7.04%。从

2017年房地产开发投资形势来看，区域和城市间分化显著，华南、华中、华东三大经济区域增长较快，而西南、华北、东北投资增速相对较慢。

土地成交方面，2016年，在土地楼面地价整体上涨的大环境下，房地产企业拿地热情略有提升，全国房地产业土地购置面积22,025万平方米，同比减少3.4%；同期，土地成交价款9,129亿元，同比增长19.8%。2017年，土地购置增速加快，全国房地产开发企业土地购置面积25,508万平方米，同比增长15.8%；土地成交价款13,643亿元，同比增长49.4%。

从销售情况看2016年，在较为宽松的货币信贷环境下，市场成交逐步升温，全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，同比分别增长22.5%和34.8%；同期，部分城市住宅市场供应紧张、土地价格快速攀升，推动房价持续上涨。2017年，全国商品房销售面积与销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，同比分别增长7.7%和13.7%。

从房地产库存量来看，截至2016年末，全国商品房待售面积6.95亿平方米，环比增加444万平方米，而较上年末减少2,314万平方米。从去化周期来看，以2016年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约5.30个月，较2015年缩短1.41个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分二线及三、四线城市仍存在库存压力。2017年，房地产调控体现出了更强的“分类调控、因城施策”的特征，房屋库存下降明显，截至2017年末，全国商品房待售面积5.89亿平方米，较上年末减少10,616万平方米。

2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016年2月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等；3月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式刺激改善性住房需求；6月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程；9月份以来，一二线城市及部分三线城市纷纷出台了多轮调控政策，主要以限购、限贷、限售、增加土地供应等政策措施为主。2017年3月份以来，我国房地产市场调控城市范围开始向中西部的部分省会城市以及一些三线城市拓展，采取抑制性措施的城市范围在不断扩大。值得注意的是，2016年以来房地产行业继续呈现城市政策分化。一线城市继续从严格的限购政策，而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。

总体来说，近年来国家出台多项政策对房地产业发展给予支持，政策效应的释放已扭转了库存加大的局面，但短期内去库存和防风险仍是房地产市场的主基调，不同能级市场的市场分化程度亦将继续扩大。

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，2017年福建省房地产开发投资总额为4794.23亿元，同比增长4.5%；其中住宅投资3236.51亿元，同比增长7.9%。全年房屋施工面积为31939.55万平方米，

同比增长 2.8%；其中住宅施工面积 20378.76 万平方米，同比增长 4.8%。全年房屋新开工面积 5528.75 万平方米，同比增长 13.4%；其中住宅新开工面积 3826.31 万平方米，同比增长 20.8%。全年福建省土地购置面积为 916.44 万平方米，同比下降 5.5%。2017 年福建省房屋竣工面积为 4266.69 万平方米，同比增长 16.4%；其中住宅竣工面积 2891.33 万平方米，同比增长 19.5%。全年商品房销售面积 5854.05 万平方米，同比增长 19.1%；其中住宅销售面积 4526.13 万平方米，同比增长 9.5%。2017 年福建省商品房销售额 5705.19 亿元，同比增长 25.9%；其中住宅销售额 4202.00 亿元，同比增长 10.8%。库存方面，截至 2017 年末福建省商品房待售面积为 2079.59 万平方米，同比增长 1.0%；其中住宅待售面积为 643.78 万平方米，同比下降 24.7%。总体上看，福建省商品房住宅 2017 年库存去化情况较好，投资、新建和竣工面积稳步增长，总体市场环境仍较稳健。

2. 业务运营

得益于 2017 年以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。得益于较大规模的期货合约和外汇合约处置收益，2017 年公司净利润规模明显扩大。但当年公司金融业务板块因风控缺陷被监管部门采取监管措施，需关注后续公司风控体系的整改情况。

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 2017 年以来我国大宗商品贸易交易量的上升和商品价格的上涨，公司供应链管理业务收入规模在跟踪期内得到较大提升，而房地产和金融服务板块业务运行总体稳定。公司供应链管理业务市场地位得以巩固，名列《财富》杂志 2017 中国企业 500 强贸易子榜单第 2 名。

图表 5. 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	基础运营模式	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	横向规模化	规模、渠道、资本
房地产	福建、江西、上海、安徽等地	横向规模化	区位、资本
金融服务	全国	横向规模化/纵向一体化	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 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度	2017 年第一季度
营业收入合计	642.20	980.77	1646.51	346.43	259.08
其中：核心业务营业收入（亿元）	642.20	980.77	1646.51	346.43	259.08
在营业收入中所占比重（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：(1) 供应链管理	566.29	873.88	1416.70	309.06	237.17
在核心业务收入中所占比重 (%)	88.18	89.10	86.04	89.21	91.54
(2) 房地产	51.94	44.28	97.67	19.48	1.51
在核心业务收入中所占比重 (%)	8.09	4.51	5.93	5.62	0.58
(3) 金融服务	23.97	62.60	132.14	17.89	20.40
在核心业务收入中所占比重 (%)	3.73	6.38	8.03	5.16	7.87
毛利率 (%)	5.81	5.38	4.12	4.42	2.99
其中：供应链管理 (%)	1.01	2.75	1.30	1.99	2.33
房地产 (%)	46.15	52.51	41.90	40.97	57.62
金融服务 (%)	31.87	8.69	6.36	6.76	6.62

资料来源：厦门国贸

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司分别实现营业收入 642.20 亿元、980.77 亿元、1646.51 亿元和 346.43 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，2017 年占收入占比为 86.04%。

1、供应链管理板块

该公司供应链板块主要分为四大业务：大宗商品贸易、物流服务、汽车经销和商业零售业务。其中，大宗商品贸易业务 2017 年收入为 1359.02 亿元，占供应链管理业务收入的 95.93%，也是公司的核心业务。

图表 7. 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		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
板块收入合计		566.29	873.88	1416.70	309.06	237.17
其中：大宗商品贸易	金额	523.85	822.63	1359.02	294.52	226.55
	占比	92.50	94.14	95.93	95.30	95.52
物流服务	金额	4.90	7.61	8.53	2.02	1.52
	占比	0.86	0.87	0.60	0.65	0.64
汽车经销	金额	34.75	41.12	46.55	11.75	8.42
	占比	6.14	4.71	3.29	3.80	3.55
商业零售	金额	2.79	2.52	2.59	0.77	0.68
	占比	0.49	0.29	0.18	0.25	0.29

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 2017 年收入 336.38 亿元，是公司大宗商品贸易业务第一品种；另有铁矿、PTA 等超过百亿的品种。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 8. 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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
铁矿（亿元）	102.47	139.26	177.74	46.03	35.17
钢铁（亿元）	109.31	143.38	336.38	77.33	53.48
PTA（亿元）	18.00	89.71	179.11	18.72	31.99
煤炭（亿元）	18.84	47.51	78.51	21.18	14.41
纺织原料（亿元）	9.89	8.51	9.75	2.69	2.37
纸业（亿元）	36.81	61.00	94.74	23.40	15.95
有色金属及贵金属（亿元）	63.93	126.39	216.61	40.15	25.25
化工（亿元）	8.02	36.43	67.47	15.49	14.75
农产品（亿元）	27.68	62.16	102.11	17.01	21.41
其他（亿元）	121.52	134.74	182.71	44.64	28.85
合计（亿元）	516.46	849.09	1445.13	306.65	243.63

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，2017 年和 2018 年一季度分别实现销售收入 336.38 亿元和 77.33 亿元。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；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。2017 年及 2018 年第一季度营业收入分别为 177.74 亿元和 46.03 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。2017 年及 2018 年第一季度，公司化纤贸易分别实现营业收入 194.53 亿元和 20.80 亿元。

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 3 月末，公司拥有室内仓库面积 12.35 万平方米，其中自有仓库仓储面积 9.96 万平方米，租赁仓库面积为 2.39 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。2017 年公司集装箱陆路运输量 35835 TEU，运输里程为 239.42 万公里。

另外，汽车经销业务也是该公司传统业务之一。公司是福建省最大的汽车经销商之一，已形成汽车贸易、4S 专营店、二手车置换、汽车用品销售、汽车维修等完善的服务链；已经取得多个国内外知名汽车品牌及汽车用品销售经营权。2017 年面对加速变革的汽车经销行业，公司除保有传统业务外，开始进行转型升级。全年公司汽车销量超过 2.7 万台，在保持传统业务持续增长的同时，新开辟经营租赁、融资租赁、平行进口车、综合维修等新兴业务，并与金蝶软件合作成立金蝶汽车网络科技有限公司，专注于汽车经销 ERP 管理软件细分市场及其移动互联网服务。

图表 9. 公司汽车经销业务主要情况

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
4S 店数量（个）	20	21	22	22	21
汽车销售数量（辆）	21,839	27,215	27,382	6,234	4,718
整车销售收入（亿元）	30.76	35.87	40.90	10.35	7.21
整车销售毛利率（%）	0.74%	0.26%	1.02%	3.00%	5.33%
维修服务收入（亿元）	2.55	2.98	3.09	0.79	0.76
维修服务毛利率（%）	39.51	41.01	39.06	39.82	37.17

资料来源：厦门国贸

近年来，该公司也持续开展商业零售业务，2017 年公司位于厦门的国贸金融中心美岁城、国贸商城美岁天地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，得益于 2017 年公司新开盘项目增加，当年实现的营业收入也大幅增加。

2017 年该公司房地产项目新开工建筑面积 33.70 万平方米，竣工面积 88.03 万平方米，实现签约销售面积和签约销售收入分别为 42.14 万平方米和 72.31 亿元，结转收入 83.46 亿元，同比增长 88.69%。2017 年公司主要销售项目包括上海佘山 37A、上海佘山 54A、合肥国贸天悦、南昌国贸春天、南昌国贸蓝湾、南昌国贸天悦、厦门国贸天悦、厦门国贸商城同悦、漳州国贸润园、龙岩国贸天琴湾等。2018 年一季度，公司新开工建筑面积 17.49 万平方米，实现签约销售面积和签约销售收入分别为 6.32 万平方米和 10.99 亿元，同比分别减少

44.12%和 34.62%，主要销售项目为龙岩国贸天琴湾、漳州国贸润园、厦门国贸天悦、南昌国贸天悦、南昌国贸春天、上海国贸天悦等项目。

图表 10. 公司房地产业务主要情况

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
新开工面积（万平方米）	130.55	20.09	33.7	17.49	12.95
竣工面积（万平方米）	64.69	36.21	88.03	23.28	0.25
合同销售面积（万平方米）	54.49	66.71	42.14	6.32	7.94
合同销售收入（亿元）	63.05	103.76	72.31	10.99	11.84
到款金额（亿元）	64.83	104.64	71.73	13.78	18.48
土地储备（万平方米）	104.51	153.98	176.73	172.11	141.04

资料来源：厦门国贸

图表 11. 截至 2017 年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	项目名称	总建筑面积	总投资额	已投资金额	可售面积	预售时间	已售面积	项目累计销售额
厦门	厦门国贸天悦 4#	13.49	19.46	19.46	13.05	2015 年 11 月	12.64	31.59
	厦门国贸天悦 5#	19.49	28.34	22.9	19.03	2017 年 10 月	1.65	5.17
漳州	漳州国贸润园	50.09	19.83	15.60	44.43	2017 年 11 月	31.31	22.93
龙岩	龙岩国贸天琴湾（A 地块）	10.7	9.24	9.24	10.09	2016 年 3 月	8.26	9.17
	龙岩国贸天琴湾（B 地块）	15.81	13.52	13.52	14.82	2015 年 3 月	13.2	13.65
南昌	南昌国贸蓝湾	16.36	11.20	9.11	13.35	2016 年 9 月	11.44	15.75
	南昌国贸天悦	7.52	5.77	4.95	5.66	2016 年 10 月	2.72	4.26
	南昌国贸天峯	12.95	12.2	10.46	10.64	2018 年	--	--
合肥	合肥天悦 A 地块	8.52	6.32	4.64	8.46	2016 年 7 月	5.82	7.92
	合肥天悦 B 地块	8.96	7.61	5.61	8.82	2016 年 11 月	4.77	7.44
	合肥天成 A 地块	17.49	27.42	24.87	17.11	2018 年	--	--
上海	上海国贸天悦（37A）	10.48	15.56	15.56	9.53	2016 年 3 月	6.67	22.20
	上海国贸天悦（54A）	14.23	20.99	17.15	12.83	2016 年 9 月	3.69	15.03
	上海国贸天悦（57A）	11.1	16.73	10.1	9.68	2018 年	--	--
杭州	杭州钱塘天誉一期	20.74	49.55	45.33	13.49	2018 年	--	--
合计		237.93	263.73	228.49	210.99	--	102.17	155.11

资料来源：厦门国贸

2017 年以来，针对各地房地产限购政策不断出台等因素影响，该公司也相应调整开发销售策略，主要从事以重点城市为主的高品质住宅开发和商业地产开发，业务覆盖区域为厦门及福建省其他地区、上海、合肥、南昌、杭州等地，主要产品线有国贸天悦、国贸天琴湾、国贸天成、国贸天峯、国贸润园等精品住宅及国贸商城、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。2017 年公司竞得厦门地块合计土地款约 55.46 亿元，截至 2018 年 3 月已缴清土地款；2018 年 1 季度竞得漳州地块，土地款 13.35 亿元，截至 2018 年 3 月已缴 8.01 亿元。

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。

3、金融服务板块

该公司金融板块近年来发展速度较快，2017 年实现营业收入 132.14 亿元，同比增长 111.07%，主要包括三大业务：期货及衍生品业务、以中小微企业为主的金融服务业务和投资业务。

图表 12. 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		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		23.97	62.60	132.14	17.89	20.40
其中：期货及衍生品业务	金额	21.10	59.23	127.06	16.46	19.56
	占比	88.04	94.61	96.16	91.98	95.87
中小微企业金融服务	金额	1.64	1.71	4.11	1.00	0.62
	占比	6.84	2.74	3.11	5.58	3.04
投资业务	金额	1.23	1.66	0.97	0.44	0.22
	占比	5.13	2.65	0.74	2.44	1.09

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。国贸期货在全国各地拥有多个营业部，拥有上海张杨路、福州、泉州、晋江、三明、龙岩、漳州、宁德、广州、烟台、天津 11 个营业部。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，近年来为公司贡献了较多收入和利润。

中小微企业金融服务业务由该公司子公司福建金海峡融资担保有限公司（简称“金海峡”）负责运营，近年来业务规模稳步增长，但占比仍较小。

投资业务主要是由该公司子公司厦门国贸投资有限公司负责运营，主要致力于向专业投资平台发展，持续围绕公司主业探索投资机会。公司对外投资总体较为谨慎，目前总体投资规模仍较小。

近年来该公司金融服务业务获得了快速发展，但也暴露出公司在信息披露、风险控制方面的缺陷和不足。2017 年 8 月 25 日，公司公告称收到厦门证监局《关于对厦门国贸集团股份有限公司采取责令改正措施的决定》（[2017]17 号），决定书表示：经查，厦门证监局发现公司存在以下问题：公司及子公司厦门国贸投资有限公司采取份额回购或差额补足承诺等方式，为孙公司厦门国

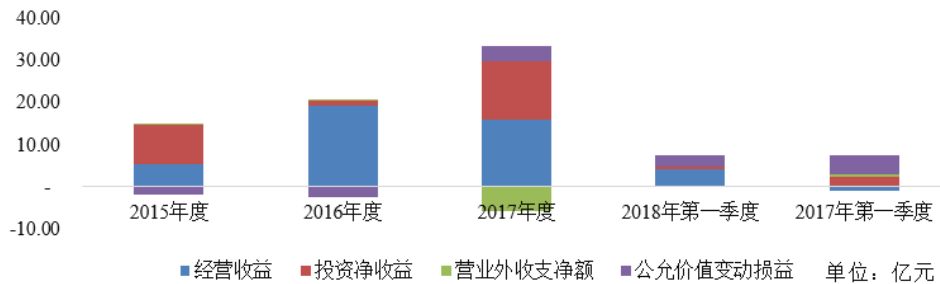
贸资产管理有限公司发起设立的资产管理计划提供增信措施。截至 2016 年末，提供增信措施的规模达 51.16 亿元，但公司未按照《企业会计准则第 41 号——在其他主体中权益的披露》《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》等规定，在 2016 年年报中详细披露为未纳入合并财务报表范围的结构化主体提供的财务支持的相关信息，信息披露存在遗漏。上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》第二条、第十九条和《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）第四十二条的规定，按照《上市公司信息披露管理办法》第五十九条、《上市公司现场检查办法》第二十一条的规定，厦门证监局决定对公司采取责令改正监督管理措施，并提出整改要求。公司于 2017 年 8 月 25 日发布的整改报告称，公司已根据厦门证监局的要求，对有关信息进行了补充披露，通过多种方式处置存量资管产品，持续大幅降低现有产品中存在差额补足或份额回购等增信措施规模，并对相关人员进行问责。

2017 年 12 月 20 日，上海证券交易所发布《关于对厦门国贸集团股份有限公司及董事会秘书陈晓华予以通报批评的决定》（[2017]75 号），决定书表示：1、公司在设立磐石成长二号、磐石成长三号、磐石成长四号、咏溪一号、咏溪二号等 5 只资管计划时，未按规定及时披露可能面临的重大或有负债；在资管计划触及强平线后，公司未及时披露其可能承担的份额回购/差额补足义务，直至 2017 年 7 月 8 日发布补充公告时才首次披露为 5 只资管计划的部分优先级投资者提供了份额回购/差额补足的承诺，公司信息披露存在前后不一致，未能保证公告内容的真实、准确、完整，违反了《上海证券交易所股票上市规则》第 2.1 条、第 2.3 条和第 11.12.5 的规定。2、公司时任董事会秘书陈晓华作为公司信息披露的具体负责人，同时作为国贸资管的董事长和分管领导，对本次资管计划具有最终审批权，未勤勉尽责，对公司违规行为负有主要责任，其行为违反了《股票上市规则》第 2.2 条、第 3.1.4 条、第 3.1.5 条和 3.2.2 条的规定及其在《董事（监事、高级管理人员）声明及承诺书》中做出的承诺。鉴于上述违规事实和情节，根据《股票上市规则》第 17.2 条、第 17.4 条及《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》的有关规定，上海证券交易所做出纪律处分决定：对公司及时任董事会秘书陈晓华予以通报批评。对于上述纪律处分，上海证券交易所将通报中国证监会，并计入上市公司诚信档案。公司于 2018 年 1 月 11 日披露《厦门国贸集团股份有限公司关于收到上海证券交易所纪律处分决定书及对公司债券影响的公告》称，公司高度重视，及时向公司董事、监事及高级管理人员进行传达，组织有关负责人进行了认真分析讨论，并根据有关法律法规和公司内部管理制度的规定和要求，制定了整改方案，严格落实整改措施。截至目前，公司已严格按照监管要求对业务进行了整改，公司及子公司厦门国贸投资有限公司对下属公司提供的资管计划差额补足等财务支持已清零。

上述事项暴露出该公司在信息披露、金融服务风险管控方面的不足。虽然公司已进行了相应整改，但整改措施的实际效果尚待时间检验。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构



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，带动其盈利规模随之扩大。2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 1646.51 亿元和 346.43 亿元，营业毛利分别为 67.80 亿元和 15.32 亿元，毛利率分别为 4.12% 和 4.42%，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。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	642.20	980.77	1646.51	346.43	259.08
毛利率 (%)	5.81	5.38	4.12	4.42	2.99
其中：供应链管理 (%)	1.01	2.75	1.30	1.99	2.33
房地产经营 (%)	46.15	52.51	41.90	40.97	57.62
金融服务 (%)	31.87	8.69	6.36	6.76	6.62
毛利 (亿元)	37.34	52.75	67.80	15.32	7.74
其中：供应链管理 (亿元)	5.72	24.06	18.48	6.14	5.53
房地产经营 (亿元)	23.97	23.25	40.92	7.98	0.87
金融服务 (亿元)	7.64	5.44	8.40	1.21	1.35
期间费用率 (%)	3.55	2.35	1.95	2.17	2.23
其中：财务费用率 (%)	1.36	0.71	0.66	0.65	0.59
全年利息支出总额 (亿元)	6.62	8.33	10.19	2.43	1.72
其中：资本化利息数额 (亿元)	1.06	1.61	0.50	0.18	0.18

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，2017 年及 2018 年第一季度，公司期间费用分别为 32.08 亿元和 7.51 亿元，期间费用率分别为 1.95% 和 2.17%。

图表 15. 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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	9.31	1.23	13.86	0.53	2.49
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.65	1.03	1.52	0.13	0.32
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	0.09	1.05	0.57	0.08	0.56
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.01	0.07	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.28	0.11	0.33	0.00	0.07
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	8.06	-2.88	8.54	0.13	1.27
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.11	0.24	0.41	0.07	0.00
处置长期股权投资产生的投资收益	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00
理财产品收益	0.12	1.62	2.42	0.12	0.27
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入或其他收益（亿元）	0.72	0.76	0.19	0.27	0.37
其中：无法支付的应付款项	0.01	0.06	0.02	--	0.00
政府补助	0.51	0.29	0.02	0.24	0.31
赔偿及违约金收入	0.11	0.38	0.05	0.00	0.04
罚款收入	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
债权处置净收益	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00
其他	0.08	0.03	0.05	0.03	0.02
公允价值变动损益（亿元）	-1.72	-2.47	3.79	2.81	4.56
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	0.13	-0.02	0.36	-0.17	0.05
以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债	-2.20	0.64	-0.68	0.05	0.92
非套期业务衍生金融工具产生的公允价值变动收益	0.36	-3.09	3.70	2.85	3.59
套期损益	0.00	0.00	0.42	0.07	0.00
投资性房地产（亿元）	6.69	7.85	20.18	19.85	7.91

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司分别实现营业利润 34.10 亿元和 7.81 亿元。近三年来公司投资收益呈现一定波动，2017 年对公司利润贡献度较大，当年公司获得的投资收益为 13.86 亿元，主要是期货合约和外汇合约处置收益，未来持续情况未知。另外，公司 2017 年营业外支出为 6 亿元，主要因当年公司对提供增信措施的部分资管产品净值不足以支付给优先级投资者份额的本金及预期收益部分确认了财务支持损失所致。

(3) 运营规划/经营战略

该公司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、汽

车、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，定位“改善生活”的房地产开发商。未来将在新区域、新产品、新模式三方面进行提升，挖掘发展潜力，持续保持稳健发展；金融板块是公司已培育起来的新生板块和重要增长极。公司将通过参控结合积极获取牌照，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；投资板块是公司将培育新兴的业务板块。公司将充分利用财务和战略投资作为抓手，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 2018 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 32.39% 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 32.78%。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”）。

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。2017 年度，公司向关联方采购金额为 14.08 亿元，向关联方销售金额为 58.89 亿元¹。此外，2016 年末公司应收关联方款项余额为 37.19 亿元，其中应收杭州茂国悦盈置业有限公司款项 27.18 亿元²；应付关联方款项余额为 13.64 亿元。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，但 2017 年公司关联往来规模有明显扩大，需关注往来资金的回收风险。

根据该公司提供的 2018 年 5 月 3 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权均按时还本付息。

图表 16. 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	2018-5-3	无	无	无	无

¹ 其中主要来自福建三钢闽光股份有限公司，2017 年度销售铁矿石、煤炭等交易金额为 36.11 亿元。福建三钢闽光股份有限公司为该公司参股公司，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。

² 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。

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
各类债券还本付息	公开信息披露	2018-5-18	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露、该公司年度报告	2018-5-18	无	贸易纠纷涉诉 ³	无	无
工商	公开信息披露	2018-5-18	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2018-5-18	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2018-5-18	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

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，但在公司稳定经营的前提下，其自身仍具有较强的偿债能力。2017 年以来公司经营性现金流呈现大额净流出状态，且未来业务运营仍有较大的资金需求，短期内资金平衡压力较大。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 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。公司 2018 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的直接持股的主要经营实体共 145 家公司（包含母公司），比 2016 年末增加了 20 家。2017 年新纳入合并范围的子公司共计 26 家，其中：新设立增加了福建海峡联合纺织化纤运营中心有限公司、福建海峡联合商业保理有限公司、福州启铭物流有限公司、怒江国贸硅业有限公司、厦门国贸硅业有限公司、厦门国贸启铭物流有限公司、张家港启润物流有限公司、厦门国贸宝达汽车销售服务有限公司、厦门国贸交通运输有限公司、南昌国远盈润置业有限公司、南昌启润地产有限公司、南昌同悦地产有限公司、南昌同筑地产有限公司、厦门东山悦地产有限公司、厦门东悦地产有限公司、厦门国远同丰置业有限公司、厦门山悦地产有限公司、厦门市筑同

³ 详见本评级报告预计负债部分分析。

地产有限公司、厦门天同投资有限公司、厦门悦同地产有限公司、上海揽悦房地产开发有限公司、上海贸悦房地产开发有限公司、厦门金海峡小额贷款有限公司、深圳金海峡商业保理有限公司、厦门国瑞和投资合伙企业（有限合伙）合计 25 家子公司；非同一控制下企业合并增加了厦门快境网络科技有限公司合计 1 家子公司。2017 年不再纳入合并范围的子公司共计 6 家，其中：单次处置对子公司投资即丧失控制权减少了厦门金宝闰易家投资合伙企业（有限合伙）合计 1 家子公司；工商注销减少了厦门兆成房地产开发有限公司、厦门国贸东翔地产有限公司、厦门国贸东润置业有限公司、厦门国贸润园地产有限公司、EVEREST TIRE CORPORATION 合计 5 家子公司。

截至 2018 年 3 月末，该公司纳入合并范围的主要经营实体共 152 家公司（包含母公司），比 2017 年末增加了 7 家。本期新纳入合并范围的子公司共计 8 家，其中：新设立增加南昌贸昌企业管理咨询有限公司、南昌贸祥企业管理咨询有限公司、南昌贸悦企业管理咨询有限公司、厦门贸同企业管理咨询有限公司、厦门贸悦企业管理咨询有限公司、合肥筑同房地产有限公司、合肥贸同房地产有限公司、漳州国润房地产有限公司合计 8 家；本期不再纳入合并范围的子公司 1 家，为工商注销减少了厦门国贸金海湾投资有限公司。

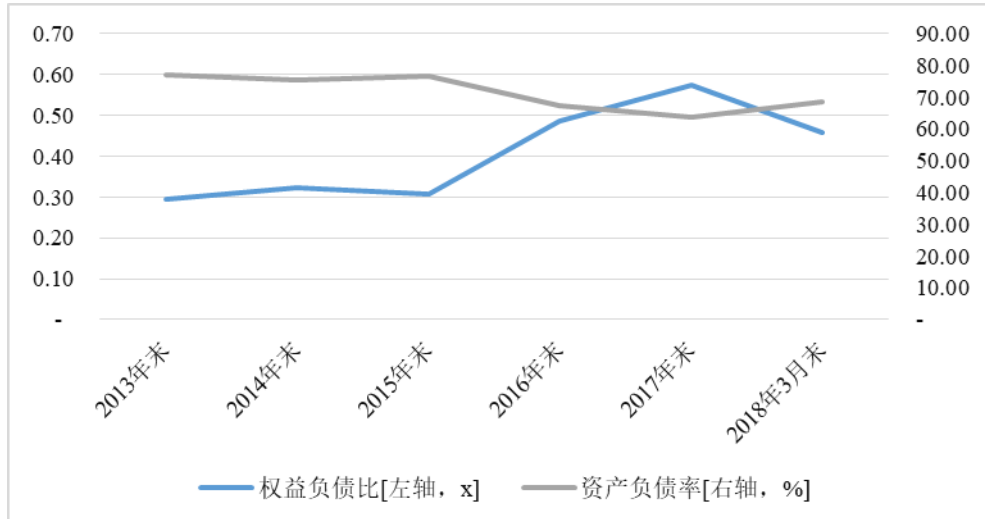
截至 2017 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 713.81 亿元，负债总额为 453.81 亿元，所有者权益为 260.00 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 230.23 亿元）；2017 年公司实现营业收入 1646.51 亿元，净利润为 21.74 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 19.07 亿元）。2017 年经营活动产生的现金流量净额为-84.23 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 869.27 亿元，负债总额为 596.31 亿元，所有者权益为 272.96 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 243.97 亿元）；2018 年第一季度公司实现营业收入 346.43 亿元，净利润为 5.83 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 5.26 亿元）。2018 年第一季度经营活动产生的现金流量净额为-57.42 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势

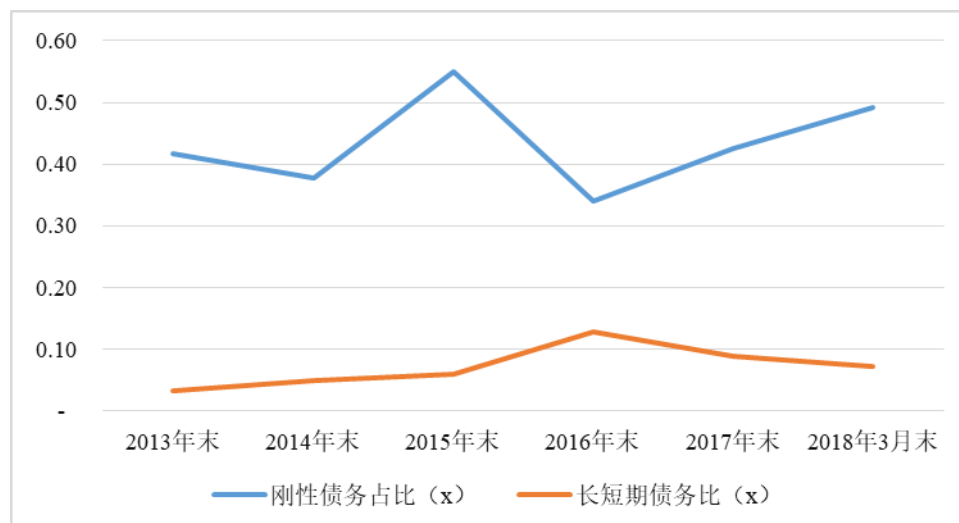


资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

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，2017年末及2018年3月末，公司负债总额分别为453.81亿元和596.31亿元，增加部分主要来自银行借款、短期债券和关联资金拆借的增加。得益于经营积累，加上公司将永续债券计入所有者权益中，近年来公司资本实力也随之增强，2017年末及2018年3月末其所有者权益分别为260.00亿元和272.96亿元，资产负债率分别为63.58%和68.60%。但若将永续债券由所有者权益转入负债中，则2017年末及2018年3月末公司资产负债率分别为79.70%和82.99%，实际负债经营程度偏高。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（2017年末及2018年3月末分别为129.06亿元和150.42亿元），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 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	113.52	137.09	178.04	167.49	215.74	313.86
应付账款 (亿元)	14.75	15.46	17.70	20.63	29.09	25.70
预收账款 (亿元)	69.52	53.45	69.74	139.94	129.06	150.42
其他应付款 (亿元)	10.08	16.41	18.17	8.94	35.25	50.79
刚性债务占比 (%)	51.41	52.67	58.07	45.44	47.54	52.63
应付账款占比 (%)	6.67	5.94	5.77	5.60	6.41	4.31
预收账款占比 (%)	31.49	20.54	22.75	37.97	28.44	25.23
其他应付款占比 (%)	45.67	6.30	5.93	2.43	7.77	8.52

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，2017年末及2018年3月末占其负债总额的比重分别为47.54%和52.63%，金额分别为215.74亿元和313.86亿元；若将永续债券计入刚性债务，则2017年末公司刚性债务余额为328.74亿元，比重上升至72.44%。除刚性债务外，2017年末公司主要负债还有29.09亿元应付账款、129.06亿元预收账款和35.25亿元其他应付款，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 19. 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 年第一 季度末
短期刚性债务合计	107.35	125.83	163.93	130.96	185.43	281.16

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第 一季度末
其中：短期借款	47.86	56.52	65.59	28.89	77.56	125.90
应付票据	22.18	24.33	54.16	57.05	69.79	62.41
交易性金融负债	21.31	38.96	9.26	42.26	22.68	20.50
应付短期融资券	8.00	--	28.00	--	10.00	60.00
一年内到期的长期借款	8.00	6.02	6.92	2.76	5.40	12.35
中长期刚性债务合计	6.16	11.26	14.11	36.53	30.30	32.70
其中：长期借款	2.21	11.26	14.11	12.15	16.11	18.41
应付债券	3.96	--	--	24.37	14.19	14.29

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，2017 年末占刚性债务总额的比重为 85.95%，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 77.56 亿元、69.79 亿元、22.68 亿元、10 亿元和 5.40 亿元，其中交易性金融负债系公司贵金属租赁业务形成的负债，而应付短期融资券系公司发行的多期超短期融资券。2018 年 3 月末，公司刚性债务规模增至 313.86 亿元，主要是短期融资券和超短期融资券规模的扩大。公司银行借款的利率基本上为基准利率。另外，截至 2017 年末公司存续的永续债券为 113 亿元，若将其考虑为刚性债务，则公司实际即期偿债压力大于账面所示。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 20. 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
营业周期（天）	121.95	121.17	122.61	95.09	69.08
营业收入现金率（%）	111.50	105.86	113.67	115.43	111.15
业务现金收支净额（亿元）	0.92	-31.96	40.76	47.88	-58.65
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.53	-5.30	-13.21	-25.00	-25.57
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-6.61	-37.26	27.55	22.88	-84.23
EBITDA（亿元）	18.11	18.39	19.88	26.17	39.72
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.15	0.13	0.15	0.21
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.63	2.95	3.00	3.81	3.90

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，2017年及2018年第一季度公司营业收入现金率分别为111.15%和119.56%。由于公司贸易业务采用预付款采购、收款交货的运营模式，随着公司业务规模的扩大，公司采购现金支出大幅增加，加上跟踪期内公司与关联方的往来金额也不断扩大，导致跟踪期内公司经营性净现金流呈现大额净流出状态，2017年及2018年第一季度其经营性现金流量净额分别为-84.23亿元和-57.42亿元，后续仍需关注公司的运营资金平衡情况。

2017年该公司EBITDA为39.72亿元，较上年有较大增长，对刚性债务和利息支出的保障倍数分别为0.21倍和3.90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 21. 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
回收投资与投资支付净流入额	0.80	-1.86	2.01	-70.88	32.79
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	-4.51
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.08	-0.26	-	-	-27.24
投资环节产生的现金流量净额	-1.61	-6.56	3.64	-74.10	1.10

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2017年及2018年第一季度，该公司投资性现金流量净额分别为1.10亿元和-51.78亿元，近年来呈现较大波动，主要是公司购买的短期理财产品支付和回收之间存在时间差及房地产业务增加土地储备支付土地款所致，预计未来仍将呈现波动。

(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，2017年及2018年第一季度，公司筹资性现金流量净额分别为83.90亿元和119.37亿元，主要源自公司刚性债务的增加。总体上看，凭借大额的筹资性现金流入，目前公司总体现金流尚能维持平衡；但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 22. 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年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	254.63	304.87	354.09	483.55	602.20	756.76
	89.04%	88.52%	88.38%	88.28%	84.36%	87.06%

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：货币资金（亿元）	22.19	26.49	36.26	41.94	41.63	52.85
交易性金融资产（亿元）	2.89	3.20	3.40	17.68	30.13	41.86
应收票据（亿元）	17.90	15.02	6.35	7.83	10.39	8.93
应收款项（亿元）	16.32	18.44	23.24	33.84	31.68	34.28
预付款项（亿元）	32.54	34.43	34.50	42.79	57.59	90.51
其他应收款（亿元）	13.00	17.23	20.89	17.89	49.12	49.08
存货（亿元）	139.44	173.24	193.86	235.68	299.09	360.97
其他流动资产（亿元）	1.00	9.10	20.06	61.69	54.82	88.93
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	31.36	39.55	46.56	64.18	111.61	112.51
	10.96%	11.48%	11.62%	11.72%	15.64%	12.94%
其中：可供出售金融资产（亿元）	2.60	4.14	4.78	10.03	11.96	12.08
长期应收款（亿元）	0.44	0.01	0.35	2.95	13.26	12.64
长期股权投资（亿元）	10.60	11.56	11.57	13.18	28.81	28.98
投资性房地产（亿元）	1.06	4.77	6.69	7.85	20.18	19.85
固定资产（亿元）	7.01	11.80	11.58	13.51	15.81	16.05
递延所得税资产（亿元）	2.84	3.85	7.76	12.93	14.59	16.04
期末全部受限资产账面金额（亿元）	20.74	42.65	49.96	62.06	62.44	133.61
期末全部受限资产评估价值（亿元）	20.74	42.65	49.96	62.06	62.44	133.61
期末抵质押融资余额（亿元）	40.44	22.71	21.36	31.26	33.45	58.04
受限资产账面余额/总资产（%）	7.25%	12.38%	12.47%	11.33%	8.75%	15.37%

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。2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产总额为 713.81 亿元和 869.27 亿元，近年来随着公司经营规模的扩大而迅速扩大。2017 年末公司流动资产为 602.20 亿元，占资产总额的比重为 84.36%，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，2017 年末金额分别为 41.63 亿元、30.13 亿元、10.39 亿元、31.68 亿元、57.59 亿元、49.12 亿元、299.09 亿元和 54.82 亿元。其中，应收票据、应收账款、预付款项和存货主要随着公司业务规模的扩大而增长；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。2018 年 3 月末，公司流动资产基本结构未发生大的变化，其中预付款项和存货规模增长较多，主要是公司在第一季度根据全年业务开展需要相应增加部分采购所致。

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、固定资产和递延所得税资产构成，2017 年末金额分别为 11.96 亿元、13.26 亿元、28.81 亿元、20.18 亿元、15.81 亿元和 14.59 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；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，2017 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，2017 年末较上年末增长较多，主要是当年新增杭州茂国悦盈置业有限公司、正奇安徽金融控股有限公司和泰地石化集团有限公司等投资项目所致；投资性房地产 2017 年也新增较多，主要是当年国贸金融中心的商业部分已完工结转至投资性房地产所致；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。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计为 62.45 亿元，主要包括 3.16 亿元货币资金、3.77 亿元应收票据、31.96 亿元存货（开发成本）、6.98 亿元固定资产和 12.41 亿元投资性房地产。总体上看，公司目前受限资产占其资产总额的比重较低，公司后续仍有较大的资产抵质押融资的空间。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 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 年第一 季度末
流动比率（%）	119.07	122.94	122.40	148.03	144.35	136.13
速动比率（%）	38.64	39.20	43.46	62.78	58.85	54.92
现金比率（%）	11.73	11.97	14.75	18.25	17.20	17.04

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

近年来，该公司资产流动性有所提高，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 144.35% 和 136.13%，处于较高水平，但速动比率分别为 58.85% 和 54.92%，主要是公司应收账款和存货规模较大所致，公司实际资产流动性弱于账面所示。

6. 表外事项

该公司无合并范围外的担保。截至 2017 年末，公司计提的预计负债为 0.90 亿元，主要因未决诉讼计提，具体情况如下：（1）公司被诉购销合同纠纷二审败诉，基于谨慎性原则，根据二审判决结果，累计计提预计负债 0.50 亿元；（2）公司子公司天津启润投资有限公司（简称“天津启润”）被诉物权保护纠纷一案一审败诉。基于谨慎性原则，根据一审判决结果，计提预计负债 0.35 亿元；（3）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。

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 2017 年末，母公司资产总额为 409.05 亿元，负债总额为 232.67 亿元，净资产为 176.38 亿元，资产负债率为 56.88%。2017 年母公司实现营业收入 672.18 亿元，净利润为 7.08 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-83.05 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 2018 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 811.77 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 403.63 亿元；公司授信总额中，已使用额度为 428.90 亿元⁴，尚余 382.87 亿元额度未使用，公司仍有较大的后续融资空间。

图表 24. 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）	811.77	249.36	75.63	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	57.13	31.00	20.92	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	343.49	105.22	24.70	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	49.35	54.63	60.31	--

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理（截至 2018 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。得益于 2017 年以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。得益于较大规模的期货合约和外汇合约处置收益，2017 年公司净利润规模明显扩大。但当年公司金融业务板块因风控缺陷被监管部门采取监管措施，需关注后续公司风控体系的整改情况。

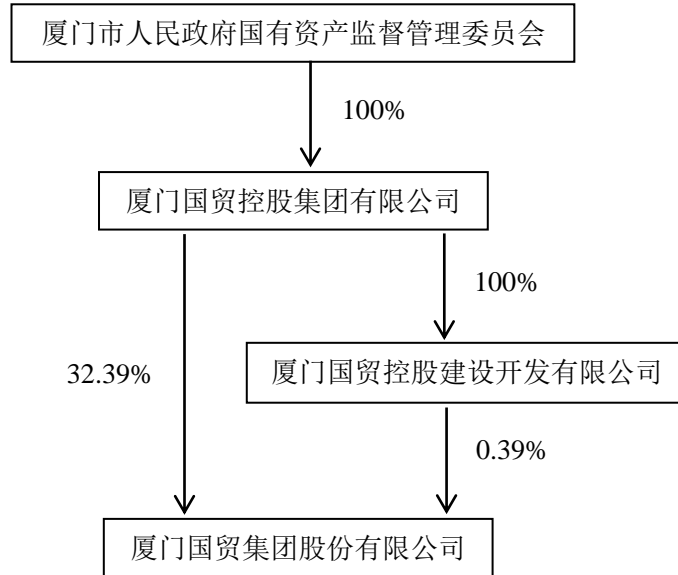
随着业务规模的扩大，该公司负债规模也随之扩大，且公司负债中刚性债务占比较大，面临较大的即期偿债压力。公司目前负债经营程度偏高，但在公司稳定经营的前提下，其自身仍具有较强的偿债能力。2017 年以来公司经营现金流呈现大额净流出状态，且未来业务运营仍有较大的资金需求，

⁴ 包括开具信用证等额度。

短期内资金平衡压力较大。

附录一：

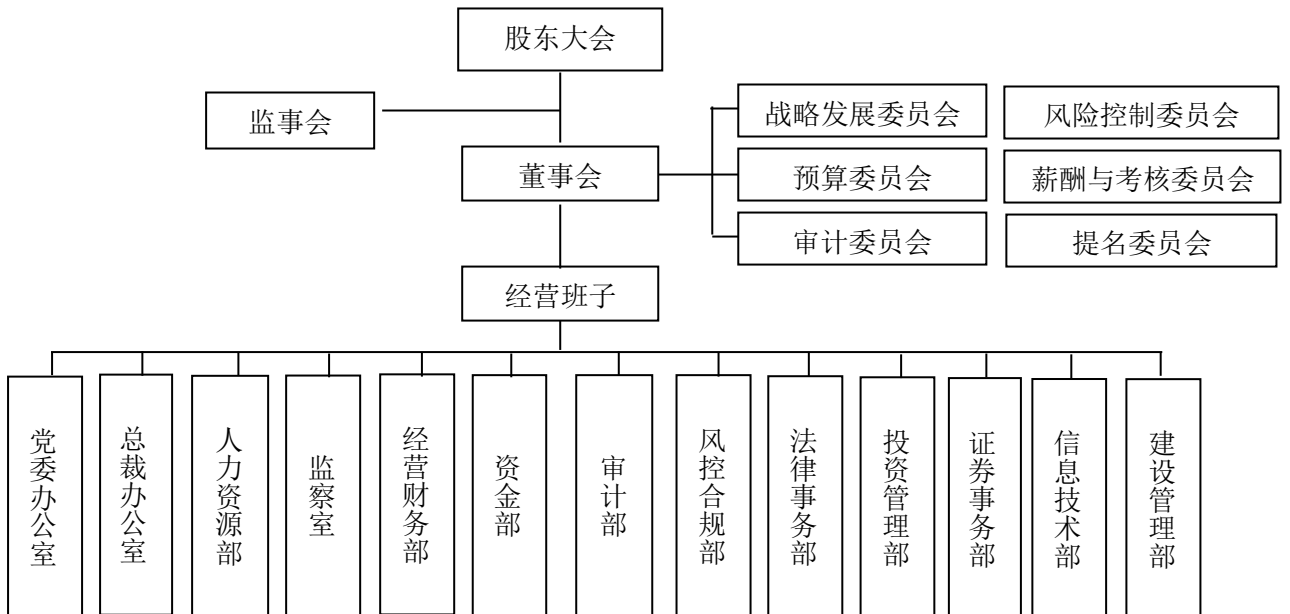
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门国贸提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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	2017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	293.55	356.44	2223.69	23.49	-82.11	46.49	
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	215.74	260	1646.51	21.74	-84.23	39.72	
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	5.37	52.79	48.94	4.7	-10.73	7.64	
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	21.16	5.96	263.72	0.54	3.42	1.07	

注：根据厦门国贸 2017 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]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	400.65	547.73	713.81	869.27
货币资金 [亿元]	36.26	41.94	41.63	52.85
刚性债务[亿元]	178.04	167.49	215.74	313.86
所有者权益 [亿元]	94.07	179.16	260.00	272.96
营业收入[亿元]	642.13	980.77	1,646.51	346.43
净利润 [亿元]	9.46	13.82	21.74	5.83
EBITDA[亿元]	19.88	26.17	39.72	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.55	22.88	-84.23	-57.42
投资性现金净流入量[亿元]	3.64	-74.10	1.10	-51.78
资产负债率[%]	76.52	67.29	63.58	68.60
权益资本与刚性债务比率[%]	52.83	106.97	120.52	86.97
流动比率[%]	122.40	148.03	144.35	136.13
现金比率[%]	14.75	18.25	17.20	17.04
利息保障倍数[倍]	2.83	3.64	3.73	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	122.61	95.09	69.08	—
毛利率[%]	5.80	5.38	4.12	4.42
营业利润率[%]	2.01	1.83	2.07	2.26
总资产报酬率[%]	5.03	5.27	6.02	—
净资产收益率[%]	10.62	10.12	9.90	—
净资产收益率*[%]	8.31	8.91	9.93	—
营业收入现金率[%]	113.67	115.43	111.15	119.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.26	7.43	-22.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.01	-15.17	-20.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.00	3.81	3.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.15	0.21	—

注：表中数据依据厦门国贸经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

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。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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、出售或以任何方式外传。

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。