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(2020)100123】

评级对象： **2015 年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券**

国贸转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 29 日

前次跟踪： AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 16 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	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位：人民币亿元			
母公司口径数据：			
货币资金	6.31	13.62	11.07
刚性债务	146.91	178.77	211.03
所有者权益	176.38	171.91	176.08
经营性现金净流入量	-83.05	79.66	-19.78
合并口径数据及指标：			
总资产	749.89	759.75	894.73
总负债	578.92	610.71	733.34
刚性债务	337.82	380.46	450.73
所有者权益	170.97	149.04	161.39
营业收入	1654.83	2065.98	2180.47
净利润	23.28	24.67	24.57
经营性现金净流入量	-84.07	43.08	-35.78
EBITDA	41.62	48.85	47.70
资产负债率[%]	77.20	80.38	81.96
权益资本与刚性债务比率[%]	50.61	39.17	35.81
流动比率[%]	143.52	137.75	132.85
现金比率[%]	17.34	17.54	17.61
利息保障倍数[倍]	3.91	3.36	3.50
净资产收益率[%]	13.30	15.42	15.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.75	7.24	-5.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-19.73	2.96	-6.92
EBITDA/利息支出[倍]	4.09	3.53	3.69
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.14	0.11

注：根据厦门国贸经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算，其中 2017 年数据采用经追溯调整后数据。本评级报告中将永续债券由所有者权益转至长期负债中，并以此作为数据分析的基础。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com
贾飞宇 jfy@shxsj.com
Tel：(021) 63501349　Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对厦门国贸集团股份有限公司（简称厦门国贸、发行人、该公司或公司）及其发行的 2015 年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券的跟踪评级反映了自 2019 年 5 月以来厦门国贸在市场地位、业务规模等方面继续保持优势，同时也反映了公司在刚性债务规模、即期债务偿付压力、金融业务风险控制等方面继续面临压力。

主要优势：

- **业务外部环境较好。**厦门市是我国五个经济特区之一，是国家计划单列市和副省级城市，位于中国（福建）自由贸易试验区内，在建设海峡西岸经济区政策的支持下，总体经济发展状况良好，为厦门国贸各项业务开展创造了有利的外部环境。
- **市场地位仍较突出。**跟踪期内，厦门国贸的三大主业保持良好的发展态势，供应链管理业务在行业内的地位继续保持，房地产业务和金融业务在区域市场内也已建立起一定的市场口碑。
- **市场地位巩固。**厦门国贸在国内大宗商品交易市场地位较为突出，跟踪期内其业务保持在较大规模，市场地位仍较巩固。

主要风险：

- **大宗商品贸易业务风险。**大宗商品贸易利润空间较为透明，行业总体毛利率水平较低，且易受宏观经济和汇率波动影响，跟踪期内，厦门国贸供应链管理业务毛利率仍较低。
- **刚性债务规模仍较大。**随着业务规模的扩大，厦门国贸资金需求也不断上升，跟踪期内公司刚性债务规模继续扩大，面临的即期偿债压力仍较大。

- **新冠肺炎疫情风险。**新冠肺炎疫情目前正在全世界蔓延，目前我国进出口贸易受到较大阻碍，需关注疫情后续发展对厦门国贸业务的影响。
- **金融业务并购整合风险。**近年来厦门国贸在金融业务板块的投资并购力度较大，需关注相关并购标的和公司原有业务的整合效果。
- **房地产去化风险。**厦门国贸房地产业务一直保持在较大规模，公司现有的土地储备规模和在建规模仍较大，需关注后续的去化压力。
- **可转债转股风险。**截至 2020 年 3 月末，本次可转债已有 56.72%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 AAA 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极高，并维持上述可转换公司债券 AAA 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 2019 年财务报表及相关经营数据，对厦门国贸的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会核准，该公司于 2016 年 1 月公开发行了 28 亿元人民币可转换公司债券，期限为 6 年。本次债券的票面利率为第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 0.9%、第四年 1.4%、第五年 1.7%、第六年 2%。本次发行的可转债转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值的 108%（含最后一年利息）向可转债持有人赎回全部未转股的可转债。本次债券转股期自 2016 年 7 月 5 日至 2022 年 1 月 4 日止。截至 2020 年 3 月末，累计共有 15.88 亿元可转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为 1.86 亿股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 11.15%。截至 2020 年 3 月末，尚未转股的可转债金额为 12.12 亿元，占可转债发行总量的 43.28%。

截至本报告日，该公司已发行但尚未到期的债券（不含永续债券）余额合计为 87.11 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	当前余额（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	12.11	6 年	1.70	2016-1-5	正常转股付息
20 厦国贸 SCP003	10.00	269 天	2.50	2020-1-20	未到期
20 厦国贸 SCP004	10.00	267 天	2.45	2020-2-12	未到期
20 厦国贸 SCP005	10.00	270 天	2.30	2020-2-18	未到期
20 厦国贸 SCP006	20.00	180 天	2.30	2020-2-25	未到期
20 厦国贸 SCP007	10.00	69 天	1.70	2020-4-20	未到期
19 厦国贸 MTN001	10.00	3 年	3.94	2019-7-19	未到期
20 厦贸 G1	5.00	3 年	2.58	2020-4-23	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 106.82 亿元永续债券，具体情况如下表：

图表 2. 截至本评级报告日公司已发行永续债券情况（亿元）

债券名称	发行时间	初始基准年利率	发行金额	发行期限	本息兑付情况
华宝信托永续债 2	2017/12/19	5.88%	10.00	“3+N”年	正常付息
华宝信托永续债 3	2018/1/26	6.15%	9.70	“3+N”年	正常付息
兴业国际信托永续债 3	2018/9/13	6.022%	15.00	“2+N”年	正常付息
交银国际信托永续债 1	2018/11/14	6.50%	11.12	“2+N”年	正常付息
兴业类永续	2018/12/24	6.50%	5.00	“2+N”年	正常付息
工行类永续	2018/12/27	6.30%	5.00	“3+N”年	正常付息
交银国信*稳健 3105 号集合资金信托计划可续期债权投资第一期	2019/08/20	5.95	5.50	“2+N”年	正常付息
交银国信*稳健 3105 号集合资金信托计划可续期债权投资第二期	2019/08/23	5.95	5.50	“2+N”年	正常付息
工行可续期债权投资 201901	2019/09/25	6.10	5.00	“3+N”年	正常付息
17 厦国贸 PPN001	2018/12/05	6.15%	5.00	“3+N”年	正常付息
18 厦国贸 PPN001	2018/12/05	6.50%	5.00	“3+N”年	正常付息
18 厦国贸 MTN001	2018/12/24	6.00%	5.00	“3+N”年	正常付息
19 厦国贸 MTN002	2019/09/19	4.63%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息
19 厦国贸 MTN003	2019/12/23	4.60%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息
19 厦国贸 PPN001	2019/10/24	5.20%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息
20 厦贸 Y5	2020/04/20	3.60%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息

资料来源：厦门国贸

此外，该公司全资子公司国贸地产集团有限公司（简称“国贸地产”）于 2019 年 9 月 10 日发行 19 国贸地产 SCP004，发行规模为 3 亿元，期限为 269 天，票面利率 3.75%；于 2020 年 3 月 5 日发行 20 国贸地产 MTN001，发行规模为 3 亿元，期限 3 年。截至本评级报告日，公司下属子公司无其他已发行债券，公司合并口径尚未到期的债券余额（包含永续债）为 199.93 亿元。公司所有已发行和已到期债券均按时还本付息。

业务

1. 外部环境

（1） 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保

持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业因素

A. 贸易行业

贸易行业发展受政治经济形势、贸易政策等因素影响较大。近年来我国经济发展面临的外部环境较为严峻，但在宏观政策调控影响下，总体保持着平稳发展，从而为国内贸易行业的稳定发展提供了必要支撑。但同时，国际贸易保护主义抬头、汇率波动等对外贸行业发展带来不确定性及压力。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，贸易行业承压，一季度贸易数据出现下滑，随着国内复工复产的推进，以及国家颁布多项措施加强对经贸领域扶持，将有助于保障内贸行业的正常运行，但国际疫情防控形势仍会对进出口贸易带来不确定性。

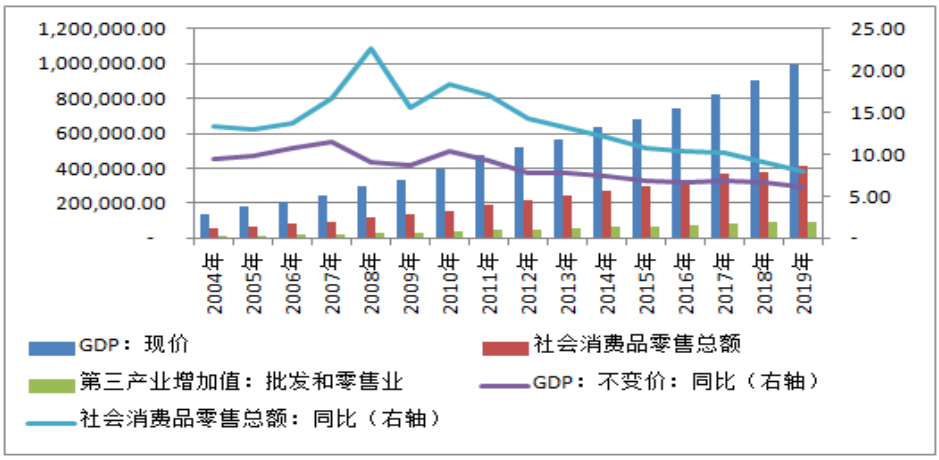
贸易行业属于商品流通领域，受商品经济规模影响及制约，与国内外宏观经济形势密切相关。贸易商依托信息不对称、时间及空间差异、客户供应商资源和销售渠道，赚取购销差价，上游既涉及生产制造行业，又包括大型贸易商、经销商等流通企业，下游客户既包括经销商、终端客户也包括中小型贸易商等。

内贸来看，近年来我国以深化供给侧结构性改革为主线，持续推进经济结构调整，宏观经济运行总体平稳。但同时，随着外部挑战变数的增多，国内结构调整阵痛有所显现，宏观经济运行中亦存在稳中有变、稳中有缓的情况，总体仍面临着下行压力。2017-2019 年国内完成生产总值（GDP）分别为 82.71 万亿元、90.03 万亿元和 99.09 万亿元，按可比价格计算，分别同比增长 6.9%、6.6%和 6.1%，增速有所下滑。在国家加强调控的背景下，近年来国内贸易总体保持平稳发展，国内贸易主要行业[1]增加值稳步增长，2017 年实现增加值 10.7 万亿元，首次突破 10 万亿元大关，较上年增长 7.1%；其中批发和零售业实现增加值 7.8 万亿元，增长 7.1%。2018 年国内贸易主要行业实现增加值 11.7 万亿元；其中批发和零售业实现增加值 8.4 万亿元，较上年增长 6.2%。2019 年批发和零售业实现增加值 9.58 万亿元，按可比价格计算，较上年增长 5.7%。2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发对国内经济短期影响较大，一季度国内生产总值 20.65 万亿元，按可比价格计算，同比下降 6.8%；一季度批发和零售业实

[1] 包括批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务、修理和其他服务业。

现增加值 1.88 万亿元，同比下降 17.8%。目前来看，国内疫情防控形势持续向好，我国本土疫情传播基本阻断，随着复工复产复商复市的加快推进，有助于内贸的恢复。

图表 3. GDP、批发和零售业情况（单位：亿元、%）

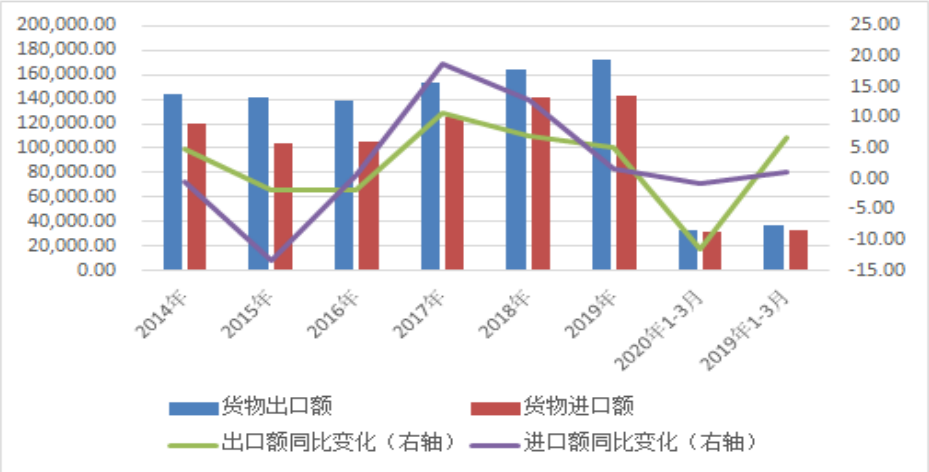


资料来源：Wind、国家统计局

对外贸易方面，近年来受全球经济增长乏力、贸易摩擦不断、资本流出及人工成本上升等问题影响，我国货物贸易进出口总额增速有所放缓，但仍呈现总体平稳、稳中提质的态势。2018 年，国际政治经济格局深刻调整，外贸形势更加错综复杂，在外部压力加大的环境下，我国当年实现货物进出口总额 30.50 万亿元，比上年增长 9.7%。其中，出口金额 16.42 万亿元，同比增长 7.1%；进口金额 14.09 万亿元，同比增长 12.9%；货物进出口顺差 2.33 万亿元。2019 年以来，我国外贸压力仍较大，当年我国实现货物进出口总额 31.56 万亿元，同比增长 3.47%，增幅较上年下降 6.23 个百分点，其中出口金额 17.24 万亿元，同比增长 5.02%；进口金额 14.32 万亿元，同比增长 1.66%；货物进出口顺差 2.91 万亿元，较上年扩大 25.4%。当年贸易方式结构进一步优化，一般贸易进出口比重提升，当年一般贸易进出口 18.61 万亿元，同比增长 5.6%，占我国外贸总值的 59%，比 2018 年提升 1.2 个百分点。当年我国第一大贸易伙伴仍然是欧盟，对欧盟进出口额 4.86 万亿元，同比增长 8%；东盟成为第二大贸易伙伴，当年进出口额 4.43 万亿元，同比增长 14.1%。

2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发，目前国内疫情虽已基本得到控制，但美国、意大利、韩国、日本、伊朗等其他国家的新冠肺炎感染人数仍在不断增加，国际疫情防控形势依然较为严峻。受新冠肺炎疫情的影响，多国采取停工停产、临时限制交通等防疫措施，国际间物资流通受到影响较大，从而对我国进出口贸易造成较大影响。2020 年 1-3 月，我国实现货物进出口总额 6.57 万亿元，同比下滑 6.4%，其中出口金额 3.34 万亿元，同比下滑 11.4%，进口金额 3.24 万亿元，同比下滑 0.7%。随着国内复工复产的推进及经贸活动的逐步恢复，环比来看，3 月份我国进出口总额 2.45 万亿元，同比下降 0.8%，降幅比 1-2 月份收窄 8.7 个百分点，出口形势有所改善。外贸行业后续发展仍将受到国际疫情防控形势的影响。

图表 4. 我国进出口贸易情况（亿元人民币、%）

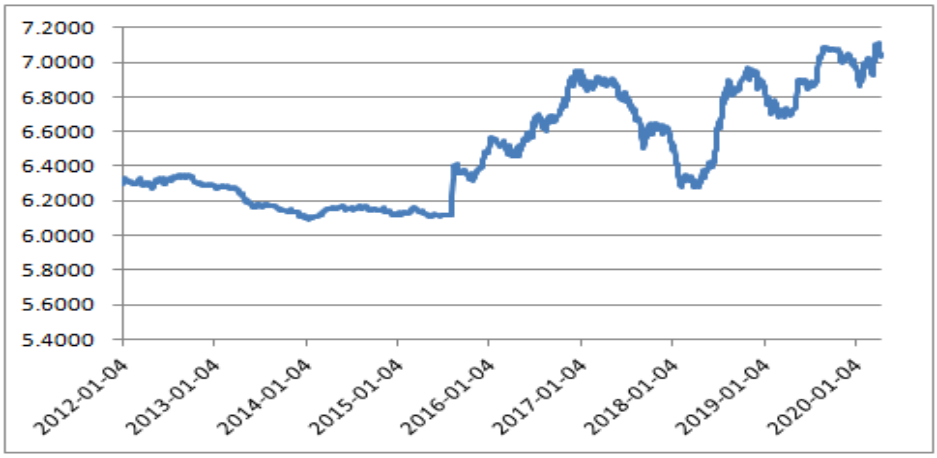


资料来源：Wind

此外，近年来国际贸易摩擦不断，中国连续成为全球反倾销调查的重点，出口产品也经常被通报或召回，国际贸易保护主义有所抬头。2018 年，中美贸易摩擦升级，对外贸行业影响较大，出现抢出口现象。根据海关总署统计数据显示，2018 年我国对美国进出口 4.18 万亿元人民币，其中对美出口 3.16 万亿元，同比增长 8.6%；自美进口 1.02 万亿元，同比下降 2.3%。2019 年，我国对美国进出口降至 3.73 万亿元人民币，其中对美出口 2.89 万亿元，同比下滑 8.7%；自美进口 0.85 万亿元，同比下降 17.10%。而随着中美两国多轮贸易磋商的进行，以及中美达成并签署第一阶段经贸协议，从 2019 年 11、12 月开始，我国自美进口出现恢复性增长，尤其是 12 月进口同比增长 9.1%。

汇率波动方面，近年来人民币汇率波动较大，对进出口贸易发展影响较大。2018 年以来，人民币汇率走势总体呈现先稳后贬，震荡下行的特征，尤其进入三季度，受美元指数处于相对高位、新兴市场货币加速贬值、全球贸易摩擦不断发酵、国内经济增长持续承压、中美货币政策边际分化等多重因素影响，人民币汇率贬值幅度有所扩大。进入 2019 年，受中美贸易谈判进程、美联储货币政策、中国积极实行金融市场对外开放等因素综合影响，一季度人民币汇率呈现升值走势；但二季度以来，人民币汇率逐渐呈现贬值走势，美元兑人民币汇率中间价于 2019 年 8 月 8 日突破 7 元/美元，并呈现波动态势。

图表 5. 美元兑人民币（中间价）走势情况（单位：元/美元）



资料来源：Wind

政策方面，近年来，国务院、商务部等印发多项意见支持内外贸发展，贸易企业要由简单中间商向综合服务商转型；外贸方面要进行结构调整，提高外贸的国际竞争力，与“一带一路”沿线国家深化贸易合作，构建沿线大通关合作机制。内贸方面，2016 年 11 月，商务部等 10 部门印发《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出了“十三五”时期内贸流通总体目标是到 2020 年，新一代信息技术广泛应用，内贸流通转型升级取得实质进展，全渠道经营成为主流，现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系基本形成。流通新领域、新模式、新功能充分发展，社会化协作水平提高，市场对资源配置的决定性作用增强，流通先导功能充分发挥，供需实现有效对接，消费拉动经济增长的基础作用更加凸显，现代流通业成为国民经济的战略性支柱产业。2018 年 7 月，商务部等部门出台《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展意见的通知》，要求在稳定出口的同时进一步扩大进口，促进对外贸易平衡发展，推动经济高质量发展，维护自由贸易。2020 年 2 月以来，为应对新冠肺炎疫情，商务部等部委先后发布《关于积极扩大进口应对新冠肺炎疫情有关工作的通知》、《关于疫情防控期间进一步便利技术进出口有关工作的通知》、《关于帮助外贸企业应对疫情克服困难减少损失的通知》、《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》、《关于用好内外贸专项资金支持稳外贸稳外资促消费工作的通知》等政策，政府支持力度有所加大。

竞争方面，由于生产资料流通领域多为轻资产企业，同时部分大宗商品流通领域行业准入门槛较低，以及我国进出口经营权的放开，导致目前贸易行业流通主体数量较多，同质产品价格竞争加剧，行业集中度低，市场竞争激烈。根据商务部相关数据，2019 年国内贸易新设市场主体 1,588 万户，平均每天有 4.4 万户。截至 2019 年末，国内贸易实有市场主体占比 68%，居各行业首位。

贸易行业一般涉及采购、运输、仓储、报关、保险、销售、结算、融资等多个环节，风险表现形式较为复杂多样。贸易行业主要风险关注点包括：（1）盈利能力普遍较低。（2）资金周转压力及商品价格风险。（3）进出口贸

易商面临汇兑风险。（4）货权控制风险。（5）托盘贸易、融资性贸易等风险较大业务需予以特别关注。（6）新冠肺炎疫情等突发公共卫生事件导致的贸易量大幅下降。

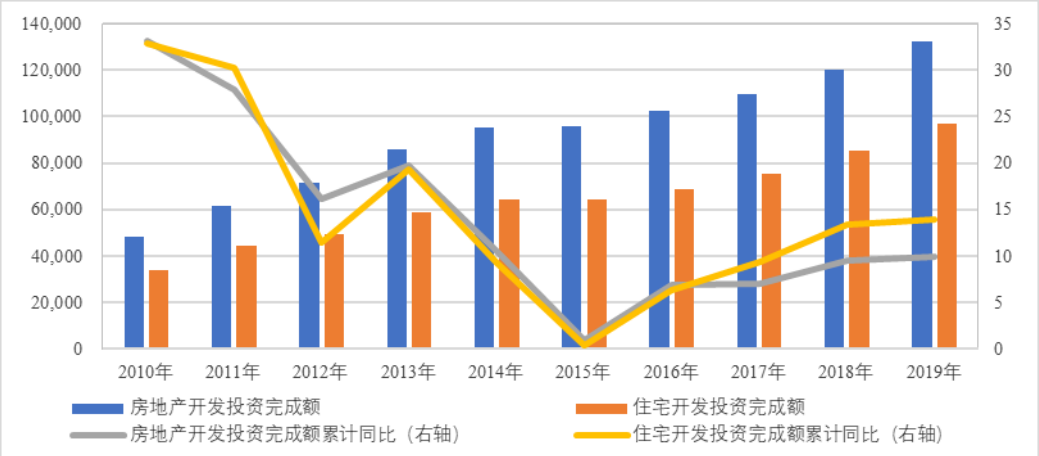
B. 房地产行业

2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70%上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中，东部地区[2]增长 7.7%，中部地区[3]增长 9.6%，西部地区[4]增长 16.1%，东北地区[5]增长 8.2%。

图表 6. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



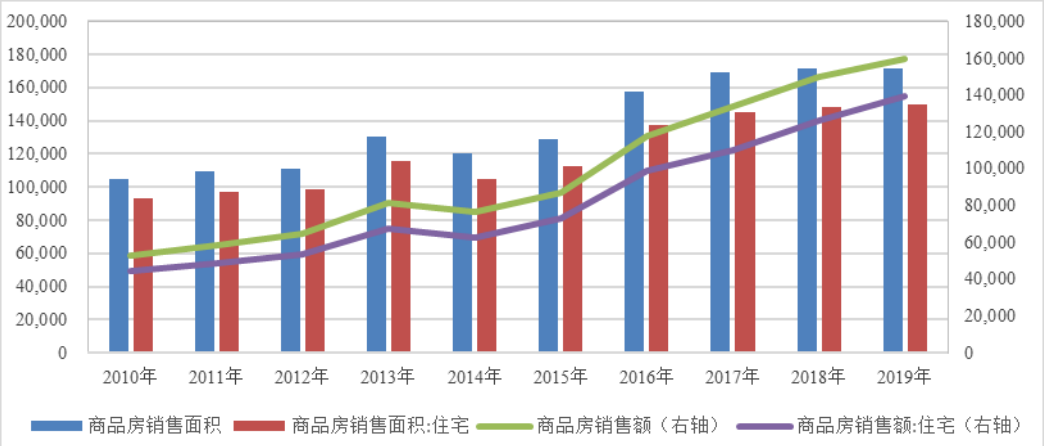
资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积

[2] 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）。
[3] 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份。
[4] 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）。
[5] 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城[6]住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

图表 7. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能

[6] 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 8. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积（亿平方米）	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40. 35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸口管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律

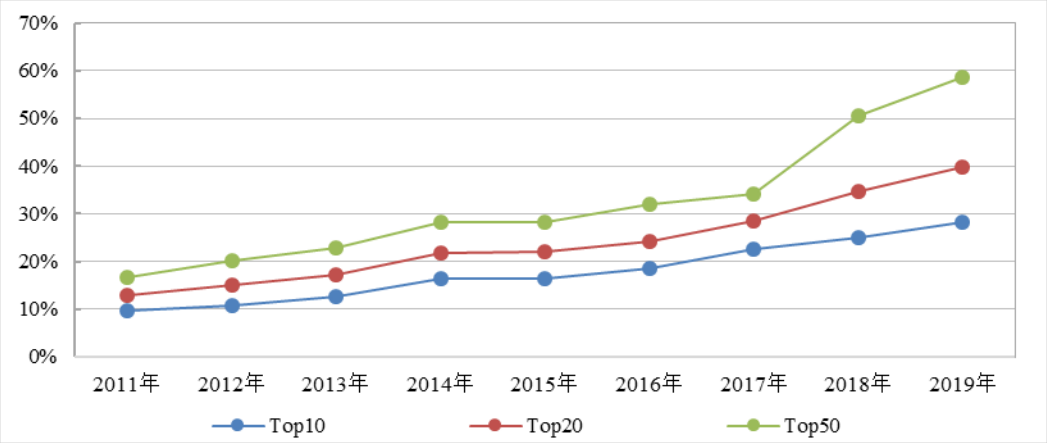
障碍。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 9. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地

产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现为阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

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，2019 年，全省房地产开发投资 5673.13 亿元，比上年同期增长 14.8%，增速比上年同期提高 11.8 个百分点。其中，住宅投资 4076.31 亿元，增长 17.9%，占房地产开发投资的比重为 71.9%。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 34140.18 万平方米，同比增长 4.0%；其中，住宅施工面积 22456.97 万平方米，增长 6.8%。房屋新开工面积 6398.36 万平方米，下降 11.2%；其中，住宅新开工面积 4615.00 万平方米，下降 9.0%。房屋竣工面积 2882.29 万平方米，下降 22.9%；其中，住宅竣工面积 1813.90 万平方米，下降 22.7%。2019 年，房地产开发企业土地购置面积 1031.70 万平方米，同比下降 19.8%。

销售方面，2019 年福建省商品房销售面积 6456.13 万平方米，同比增长 3.9%；其中，住宅销售面积 5073.73 万平方米，增长 6.1%。商品房销售额 6938.79 亿元，增长 5.5%；其中，住宅销售额 5685.25 亿元，增长 12.0%。2019 年 12 月末，全省商品房待售面积 1862.04 万平方米，同比下降 0.9%。其中，住宅待售面积 532.54 万平方米，增长 1.8%。总体上看，福建省房地产市场 2019 年发展总体稳健。

2. 业务运营

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

跟踪期内，该公司仍主要经营供应链管理、房地产和金融服务三大主业，得益于近两年我国大宗商品贸易交易量的活跃和商品价格的上涨，公司供应链管理业务收入规模增长较快，而房地产和金融服务板块业务运行总体稳定。跟踪期内，公司供应链管理业务市场地位得以巩固，继续名列《财富》杂志 2019 中国企业 500 强贸易子榜单第 2 名，并继续上榜由商务部等 8 部门联合公布的“全国供应链创新与应用试点企业”名单。

图表 10. 公司主业基本情况

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

资料来源：厦门国贸

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	1654.83	2065.98	2180.47
其中：核心业务营业收入（亿元）	1654.83	2065.98	2180.47
在营业收入中所占比重（%）	100.00	100.00	100.00
其中：（1）供应链管理	1420.51	1872.51	2034.73
在核心业务收入中所占比重（%）	85.84	90.63	93.32
（2）房地产	97.67	89.01	76.39
在核心业务收入中所占比重（%）	5.90	4.31	3.50
（3）金融服务	136.65	104.45	69.35
在核心业务收入中所占比重（%）	8.26	5.06	3.18
毛利率（%）	4.21	3.43	3.05
其中：供应链管理（%）	1.31	1.31	1.24
房地产（%）	41.90	43.06	45.88
金融服务（%）	7.35	7.49	8.96

资料来源：厦门国贸

2017-2019 年，该公司分别实现营业收入 1654.83 亿元、2065.98 亿元和 2180.47 亿元，近年来收入规模呈持续增长趋势。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，2019 年占收入占比为 93.32%，较上年提高了 2.69 个百分点。

1、供应链管理板块

该公司供应链板块原主要分为四大业务：大宗商品贸易、物流服务、汽车经销和商业零售业务。2018 年公司将汽车经销业务总体出售给同一股东控制下的厦门信达股份有限公司[7]（简称“厦门信达”），更加专注于贸易主业的运营。大宗商品贸易业务 2019 年实现营业收入 2013.45 亿元，占供应链管理板块营业收入的比重为 98.95%，占比进一步提高。

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

图表 12. 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		2017 年度	2018 年度	2019 年度
板块收入合计		1420.51	1872.51	2034.73
其中：大宗商品贸易	金额	1362.84	1795.48	2013.45
	占比	95.94	95.89	98.95%
物流服务	金额	8.35	31.13	19.57
	占比	0.60	1.66	0.96
汽车经销	金额	46.55	43.12	--
	占比	3.28	2.30	--
商业零售	金额	2.59	2.78	1.71
	占比	0.18	0.15	0.08

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 2019 年收入 514.28 亿元，是公司大宗商品贸易业务第一品种；另有有色金属及贵金属、铁矿、纸业、农产品等多个超过百亿的品种。公司依托金融服务板块中的期货等金融服务的特长，为客户提供相应的套期保值等交易结构的设计，以满足客户风险控制的要求，因此公司大宗商品贸易业务近年来发展速度较快，市场地位也较为突出。

图表 13. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度
铁矿（亿元）	177.74	262.03	401.73
钢铁（亿元）	336.38	452.26	514.28
PTA（亿元）	179.11	132.49	89.31
煤炭（亿元）	78.51	67.33	88.67
纺织原料（亿元）	9.75	16.41	11.30
纸业（亿元）	94.74	145.5	135.63
有色金属及贵金属（亿元）	216.61	390.09	419.20
化工（亿元）	67.47	75.15	56.75
农产品（亿元）	102.11	129.62	122.52
其他（亿元）	100.42	124.60	174.06
合计（亿元）	**1362.84**	**1795.48**	**2013.45**

资料来源：厦门国贸

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

值来控制市场风险。

该公司是福建省少数拥有丰富铁矿进口经验的贸易类企业，以国外进口为主，进口铁矿规模位居福建省第一、全国名列前十；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。2019 年公司铁矿贸易收入为 401.73 亿元，主要从澳大利亚、巴西、印度、加拿大、乌克兰、俄罗斯等国家进口，为保证铁矿石供应，公司与部分供应商签订长期供货协议占比约为 30%，剩余均为现货采购，99%通过信用证方式结算；下游企业为国内钢铁企业，主要采用款到交货方式销售，即公司预先采购，在收到下家款项后再放货。

化纤业务也是该公司传统的贸易业务，经营历史悠久，近年来发展较快。业务形态主要为内贸，品种包括 PTA、涤纶短纤等，业务范围覆盖华东、华中、西南、东南、华南地区，销售总额在福建省内排名前列；销售客户主要是批发商、中间商及工厂；为避免价格波动，公司采取套期保值来控制市场风险。另外，有色金属及贵金属也是公司传统优势贸易品种，近年来收入增长较快，2019 年收入达到 419.20 亿元，为公司贸易业务第二大收入品种。

为规避价格波动风险，该公司同时开展贸易套期保值业务。公司制定期货业务管理办法，各业务部门依据管理办法有关规定，进行期货套期保值业务。公司按季度根据业务需求给各业务部门制定期货限额、限量；根据不同的交易类型，制定不同的审批流程；引导业务部门同步进行外汇锁汇，进而规避汇率波动风险；每日由运营管理部两次核对期货与现货操作匹配情况，每周汇总持仓在手和浮动盈亏，每月制定期货套期保值业务风险评估报告；督促业务部门实时将期货交易录入期货业务管理系统。审计部每年全面审计期货操作业务合规性，并汇报至董事长、总裁。截至 2019 年末，公司贸易业务套期保值交易金额为 155.92 亿元，2019 年度公司期货合约浮动盈亏和处置收益合计 6.70 亿元。另外，受到中美贸易摩擦影响，公司也及时调整相关业务规模。2019 年度，公司涉美业务金额为 1.69 亿美元，其中自营业务 1.32 亿美元。总体上看，公司涉美业务规模占比很小，对公司影响有限。

为提高贸易业务的附加值，该公司近年来还大力发展了物流服务，有助于提高公司的盈利能力。截至 2019 年末，公司拥有室内仓库面积 32.46 万平方米，其中自有仓库仓储面积 9.42 万平方米，租赁仓库面积为 23.04 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 107 个拖架。2019 年公司集装箱陆路运输量 38521 TEU，运输里程为 230.63 万公里。

近年来，该公司也持续开展商业零售业务，2017 年以来公司位于厦门的国贸中心、国贸商城等先后开业，目前尚处于市场培育阶段，产生的收入规模仍较小。

总体上看，跟踪期内该公司供应链管理业务市场地位得以维持。但公司供

应链管理业务进出口贸易业务规模较大，目前新冠肺炎疫情已在全球蔓延，国际贸易受阻，可能对公司后续业务的开展产生不利影响，需持续关注全球疫情发展对公司进出口贸易业务的影响。

2、房地产板块

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

2019 年该公司房地产项目新开工建筑面积 96.51 万平方米，竣工面积 40.83 万平方米，实现签约销售面积和签约销售收入分别为 50.01 万平方米和 133.86 亿元，结转收入 76.39 亿元，实际到款金额为 128.09 亿元。公司项目主要集中在厦门、漳州、南昌、合肥、上海等地，新进南京、福州、宁波和九江四座城市，同时公司与融创、保利等房地产企业开展合作，扩大合资合作，以降低独立开发风险。2019 年公司新增土地储备计容建筑面积 115.94 万平方米，主要位于上海、厦门、福州、南昌、南京、宁波等地，合计土地款支出 139 亿元，未售及储备项目的总建筑面积为 264.89 万平方米。

图表 14. 公司房地产业务主要情况

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
新开工面积（万平方米）	33.70	103.34	96.51
竣工面积（万平方米）	113.11	68.90	40.83
合同销售面积（万平方米）	47.94	38.41	50.01
合同销售收入（亿元）	72.31	76.65	133.86
到款金额（亿元）	71.73	74.21	128.09
土地储备（万平方米）	157.46	120.97	137.16

资料来源：厦门国贸

图表 15. 截至 2019 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：平方米、万元）

在售项目	类别	计划投资	累计已投资	项目累计已售面积	全盘可售建筑面积	累计签约销售收入	销售进度
厦门国贸商城同悦	住宅	93,858.87	93,858.87	158,781.74	160,297.91	323,518.84	99.05%
厦门国贸天成一期	住宅	215,000.00	181,973.56	41,589.43	73,191.49	126,860.30	56.82%
厦门国贸天峯	住宅	293,000.00	253,825.63	34,415.03	102,333.37	112,398.74	33.63%
厦门国贸天悦 5#	住宅	320,000.00	302,964.24	183,842.88	190,195.73	506,952.83	96.66%
厦门国贸天悦 4#	住宅	205,000.00	205,000.00	130,068.67	130,313.97	328,090.66	99.81%
厦门前海湾	住宅	210,000.00	174,900.57	22,886.81	104,648.80	68,269.51	21.87%
南昌国贸蓝湾	住宅	110,091.92	110,091.92	134,200.82	137,124.23	187,591.51	97.87%
南昌国贸天峯	住宅	153,432.00	140,019.25	56,910.72	105,511.70	86,039.65	53.94%
南昌国贸天悦	住宅	60,000.00	58,377.40	53,830.80	56,726.79	84,919.17	94.89%
南昌国贸阳光	住宅	106,774.20	106,774.20	199,652.17	200,171.77	182,275.57	99.74%
合肥国贸天悦 A 地块	住宅	58,784.78	58,784.78	73,453.90	84,571.05	97,811.56	86.85%
合肥国贸天悦 B 地块	住宅	76,089.00	67,700.65	68,575.71	88,175.02	100,210.02	77.77%
合肥国贸天成 A 地块	住宅	275,000.00	267,585.48	54,156.63	159,033.45	104,215.06	34.05%

龙岩国贸天琴湾 A 地块	住宅	86,665.35	86,665.35	99,859.83	101,397.20	107,155.82	98.48%
龙岩国贸天琴湾 B 地块	住宅	134,990.07	134,990.07	148,665.30	150,725.81	151,976.33	98.63%
漳州国贸润园	住宅	199,000.00	216,024.71	421,142.26	439,171.07	335,079.78	95.89%
漳州国贸天成	住宅	208,000.00	173,313.17	27,072.20	150,986.21	46,782.61	17.93%
上海国贸天悦 37A	住宅	147,225.08	147,225.08	77,208.43	93,989.70	237,708.67	82.15%
上海国贸天悦 54A	住宅	202,511.68	202,511.68	86,937.31	126,157.07	308,884.71	68.91%
上海国贸天悦 57A	住宅	168,000.00	151,021.53	39,856.90	98,939.65	145,319.39	40.28%
杭州钱塘天誉	住宅	830,000.00	788,113.13	108,754.53	179,560.00	535,506.68	60.57%
厦门马銮湾一号	住宅	319,000.00	281,771.10	13,482.65	126,773.60	44,279.47	10.64%
厦门国贸远洋天和	住宅	147,000.00	124,056.30	28,536.35	51,365.58	83,045.00	55.56%
厦门国贸天成二期	住宅	415,000.00	318,541.15	355.20	149,525.77	1,105.33	0.24%
合计		5,034,422.95	4,646,089.81	2,264,236.27	3,260,886.94	4,305,997.22	--

资料来源：厦门国贸

近年来，受到国家和各地房地产政策变化较大等因素影响，该公司致力于高品质住宅、城市综合体、文旅地产等多元化开发建设，不断深化以福建区域、长三角经济区为主导，辐射长江经济带、中西部、粤港澳大湾区的全国性战略布局，目前产品线有天赋 TOP、城市精品、休闲度假以及城市综合体四大产品系。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。

2020 年第一季度，受到新冠肺炎疫情影响，该公司房地产销售、工程建设方面均受到一定影响，主要是市场短期内活跃度下降，人工、材料和机械供应短缺，施工成本有所上涨。后续需关注公司房地产项目的去化情况。

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，主要包括三大业务：期货及衍生品业务、实体产业金融服务业务和投资业务。近年来，公司顺应防范和化解金融风险的大趋势，对业务规模进行调整，金融服务板块业务规模逐年快速下降。

图表 16. 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		2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计		136.65	104.45	69.35
其中：期货及衍生品业务	金额	127.06	91.38	61.47
	占比	92.98	87.49	88.63
实体产业金融服务	金额	7.93	11.79	7.55
	占比	5.80	11.29	10.89
投资业务	金额	1.66	1.28	0.33
	占比	1.22	1.22	0.48

资料来源：厦门国贸

该公司期货及衍生品业务由子公司国贸期货有限公司（简称“国贸期货”）运营。国贸期货成立于 1996 年，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询及资产管理业务，取得了金融期货交易和结算资格，成为中国金融交易所的首批会员，拥有完整的金融期货和商品期货交易、结算解决方案，能够代理中国金融期货交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所上市交易的所有期货品种，在上海、广州、天津、深圳、成都等地拥有多家分支机构。2012 年，国贸期货成功取得投资者咨询业务资格。2013 年，国贸期货成功取得资产管理业务资质。借助大宗商品业务规模的快速扩大，公司期货业也随之快速发展，近年来为公司金融服务板块贡献了较多收入和利润。公司 2018 年以来金融板块业务规模有所下滑，主要是公司顺应防范和化解金融风险的大趋势，期现结合大宗商品贸易业务收入下降所致。由于该业务占金融板块的收入占比较高，且毛利率较低，因此公司金融业务板块毛利率被总体拉低。

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

投资业务以并购、投资活动为主，包括股权投资和证券投资等。该公司结合主业，重点关注发展潜力好的行业，注重投资项目的投后管理，提高投资收益率。公司对外投资总体较为谨慎，目前总体投资规模仍较小。

金融服务板块是该公司未来重点发展的业务板块，为此，公司在这一板块投入较多的资源，并通过并购、参股等方式来获得金融牌照，为下一步业务发展做好准备。2018 年 9 月，公司以 11.56 亿元及额外金额（期间利息）为买价受让澳大利亚国民银行持有的兴业国际信托有限公司（简称“兴业信托”）8.4167%股权[8]。2018 年 9 月，公司与前海金融控股有限公司（简称“前海金控”）联合受让了世纪证券有限责任公司（简称“世纪证券”）91.65%的股权[9]，其中

[8] 截至 2019 年末，兴业信托资产总额为 421 亿元，负债总额为 226 亿元，所有者权益为 195 亿元，资产负债率 53.68 %。2019 年实现营业收入 44.6 亿元，净利润 16.64 亿元。

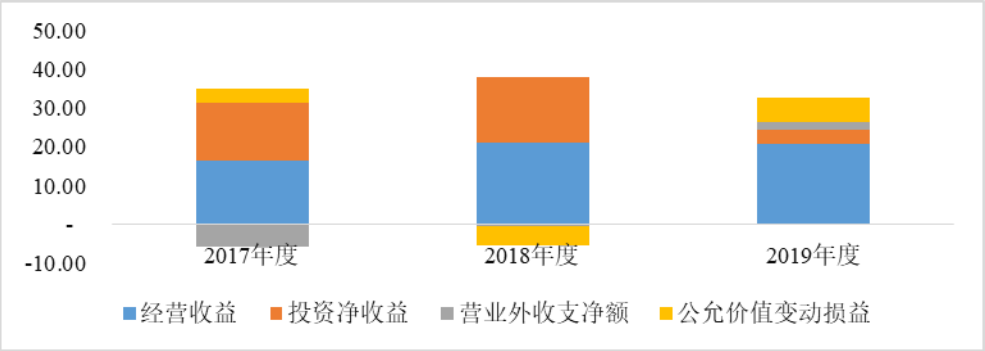
[9] 截至 2019 年末，世纪证券资产总额为 104.96 亿元，负债总额为 54.95 亿元，所有者权益为 50.01 亿元，扣除代理买卖证券款后资产负债率 31.30%。2019 年实现营业收入 3.23 亿元，净利

公司受让比例为 44.65%，出资额 17.34 亿元；前海金控受让比例为 47%，出资额为 18.25 亿元。2019 年 3 月，上述股权工商变更手续已完成。2018 年 11 月，公司以 17.99 亿元收购控股股东厦门国贸控股集团有限公司（简称"国贸控股"）原全资子公司厦门国贸金融控股有限公司（简称"国贸金控"）100%股权[10]。2018 年 12 月，公司已完成交易标的资产交割，向国贸控股支付全额交易标的资产收购价款，并已向相应市场监管机构提交交易标的的股权变更申请。2019 年 6 月 5 日，公司公告称为进一步提升世纪证券的资本实力和风险保障能力，促进世纪证券稳定、健康发展，世纪证券拟增资人民币 42.54 亿元，公司及前海金控等股东拟分别以自有资金按照各自股比向世纪证券增资。公司拟以不超过人民币 19 亿元参与本次增资，增加世纪证券注册资本 4.31 亿元，其余 14.69 亿元计入资本公积；前海金控拟以不超过人民币 20 亿元参与本次增资，增加世纪证券注册资本 4.54 亿元，其余 15.46 亿元计入资本公积。增资完成后公司对世纪证券的持股比例将不低于 44.65%。公司于 2019 年 6 月和 9 月各支付增资款 9.5 亿元。该两笔增资分别于 2019 年 8 月和 9 月完成工商备案手续、于 2019 年 9 月和 10 月取得深圳证监局出具的备案回执，此次增资后公司对世纪证券的持股比例提升至 46.92%。

总体上看，近年来该公司对证券、信托等金融牌照的资源投入较大，而未来的业务整合、经营效益情况仍待时间检验，公司面临一定的并购整合风险。

（2）盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司近年来收入规模快速扩大，规模效益逐渐体现，加上 2017 年以来公司获得的投资收益较多，带动其盈利规模随之扩大。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 1654.83 亿元、2065.98 亿元和 2180.47 亿元，毛利分别为 69.63 亿元、70.77 亿元和 66.50 亿元，毛利率分别为 4.21%、3.43%和 3.05%。随着毛利率较低的供应链管理业务占比进一步扩大的影响，跟踪期内公司毛利率仍

润为-0.64 亿元。

[10] 截至 2019 年末，国贸金控资产总额为 31.43 亿元，负债总额为 8.17 亿元，所有者权益为 23.26 亿元，资产负债率 26%。2019 年实现营业收入 4.17 亿元，净利润为 1.47 亿元。

处于较低水平，且呈下降趋势，但主业经营收入仍是公司主要利润来源，2019年占盈利来源的比重为64.01%。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	1654.83	2065.98	2180.47
毛利率（%）	4.21	3.43	3.05
其中：供应链管理（%）	1.31	1.31	1.24
房地产经营（%）	41.90	43.06	45.88
金融服务（%）	7.35	7.49	8.96
毛利（亿元）	69.63	70.77	66.50
其中：供应链管理（亿元）	18.69	24.62	25.23
房地产经营（亿元）	40.92	38.33	35.05
金融服务（亿元）	10.01	7.82	6.22
期间费用率（%）	2.00	1.73	1.51
其中：财务费用率（%）	0.69	0.66	0.56
全年利息支出总额（亿元）	10.20	13.86	12.94
其中：资本化利息数额（亿元）	0.50	0.62	1.31

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，2017-2019年公司期间费用分别为33.07亿元、35.77亿元和32.94亿元，期间费用率分别为2.00%、1.73%和1.51%，呈下降趋势。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析[11]

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	14.87	16.87	3.48
其中：权益法核算的长期股权投资收益	2.23	1.53	0.98
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	0.57	0.32	-
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.19	0.00	-
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.33	0.36	-
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	8.54	6.96	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.41	2.12	-
交易性金融资产持有期间取得的投资收益	-	-	0.84
处置交易性金融资产取得的投资收益	-	-	0.01
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益	-	-	-0.02
处置长期股权投资产生的投资收益	0.08	2.00	0.00

[11] 2019年该公司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、非套期业务衍生金融工具产生的公允价值变动收益变动较大，主要因2019年度开始公司执行新金融工具准则，金融资产处置当期公允价值变动收益不再转入投资收益科目。公司2019年度非套期业务衍生金融工具产生的公允价值变动收益较大，主要系2019年度公司期货合约浮动盈利和处置收益增加所致。

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
处置应收款项融资的投资收益	-	-	-0.67
理财产品收益	2.51	3.17	2.15
其他	0.00	0.41	0.19
营业外收入或其他收益（亿元）	0.20	0.26	2.19
其中：无法支付的应付款项	0.02	0.02	0.01
政府补助	0.02	0.00	0.00
财务支持获得的补偿	0.00	0.07	0.03
赔偿及违约金收入	0.05	0.12	0.06
罚款收入	0.01	0.00	0.00
债权处置净收益	0.05	0.01	0.10
其他	0.05	0.03	1.98
公允价值变动损益（亿元）	3.79	-5.02	6.31
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	0.36	-4.12	-
交易性金融资产	-	-	2.75
以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债	-0.68	-0.52	-
交易性金融负债	-	-	-3.39
非套期业务衍生金融工具产生的公允价值变动收益	3.70	-0.72	6.98
套期损益	0.42	0.34	-0.03
投资性房地产（亿元）	21.03	21.13	19.30

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司分别实现营业利润 35.92 亿元、33.78 亿元和 31.78 亿元。2017-2018 年，公司投资收益对利润贡献度较大，2017 年公司获得的投资收益为 14.87 亿元，主要是期货合约和外汇合约处置收益；2018 年公司投资收益为 16.87 亿元，主要是期货合约、外汇合约处置收益和理财产品收益等。2019 年公司投资收益大幅减少，主要是当年公司外汇合约的处置收益减少所致所致。总体上看，近三年公司非经常性损益规模较大但存在一定波动，需持续关注其稳定性。

（3）运营规划/经营战略

该公司已制定了新一轮的五年战略发展规划（2017-2021 年）。公司将做精做深供应链、做大做优地产、做特做强金融、做专做实投资。其中：供应链板块是公司整体发展的重要基础和依托。公司将通过运用大数据、区块链、物联网、人工智能等技术，以科技赋能传统服务；继续精进业务，着力产业链的纵深发展，优化供应链运营模式，提升资源整合及配置能力，在贸易、物流、金融、零售等领域，为产业伙伴提供定制化、一体化的服务，成为优秀的供应链综合服务提供商；房地产板块将以住宅为主，多业态并举，定位“改善生活”的房地产综合服务。未来将在新区域、新产品、新模式三方面进行提升，加快旧城改造、文旅地产、产业地产等复合业态布局，挖掘发展潜力，持续推动房地产业务转型升级；金融板块是公司重点培育的新生板块和重要增长极。公司将

继续完善金融布局，产融结合实现产业深耕，继续发挥协同效应，打造综合金融服务平台；战略发展板块将以投资手段培育新兴的业务板块。以战略投资和收购兼并为抓手，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 2020 年 3 月末，国贸控股仍是公司控股股东，直接持有公司 35.98%股权，并通过厦门国贸控股建设开发有限公司持有公司 0.47%股权，通过兴证证券资管－厦门国贸控股集团有限公司－兴证资管阿尔法科 1 号单一资产管理计划持有公司 0.63%股权，合计持股 37.08%，截至 2020 年 3 月末不存在股权质押情况。公司最终实际控制人仍为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）。国贸控股对公司支持力度较大，近年来多次增持公司股票；2019 年度国贸控股累计拆借给公司的借款合计 17 亿元，在手最高余额为 12 亿元，当年公司支付资金占用费 0.038 亿元。截至 2020 年 3 月末，国贸控股拆借给公司的借款余额为 0.5 亿元。

该公司与关联方存在销售商品、采购商品、接受/提供服务等经常性关联交易，经常性关联交易价格遵循市场公允价格。2019 年度，公司向关联方采购商品或接受劳务的交易金额为 2.87 亿元，向关联方销售或提供劳务交易金额为 1.96 亿元。此外，2019 年末公司应收关联方款项余额为 33.31 亿元，其中应收杭州茂国悦盈置业有限公司款项 11.75 亿元[12]，其余部分主要是与厦门市国资委下属企业之间的资金往来；应付关联方款项余额为 10.69 亿元。整体看，公司关联交易按照市场公允价格定价，规模较小，风险尚可控。

根据该公司提供的 2020 年 5 月 9 日人民银行征信报告，公司无欠贷欠息等行为发生。同时公司已发行的所有债券均按时还本付息。

图表 20. 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	2020-5-9	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020-5-16	无	无	无	无

[12] 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，2019 年已回收大部分。

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
诉讼	公开信息披露、该公司年度报告	2020-5-16	无	贸易纠纷涉诉[13]	无	无
工商	公开信息披露	2020-5-16	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2020-5-16	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2020-5-16	无	无	无	无

资料来源：根据厦门国贸所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

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

财务

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

1. 数据与调整

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称"企业会计准则"）编制。此外，公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。2018 年公司通过同一控制下企业合并方式收购江苏宝达纺织有限公司和国贸金控股权，对 2018 年合并期初数和上年同期发生额进行追溯调整。本评级报告中 2017 年末财务数据和 2017 年发生额同样进行了追溯调整。另外，本评级报告中将公司发行的永续债券由所有者权益调整至长期负债中，并以此作为财务分析的基础。

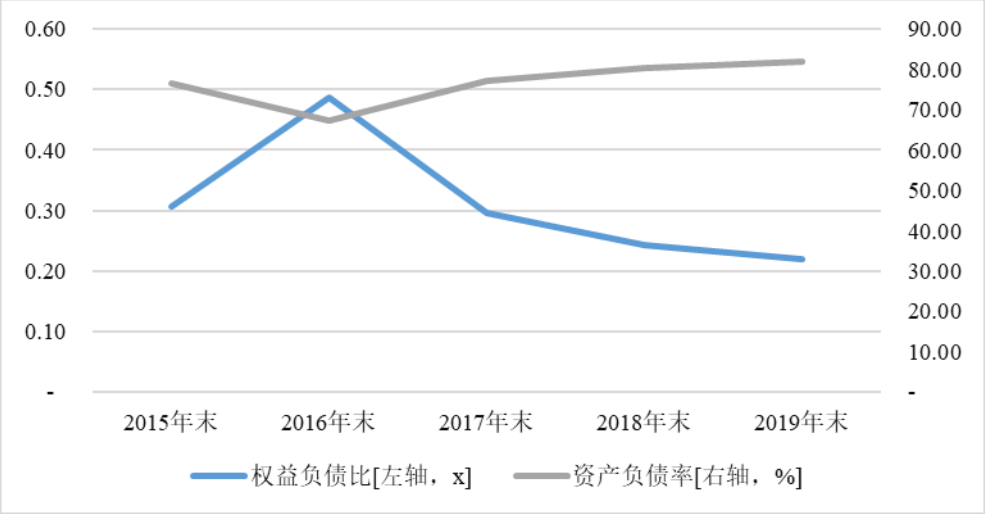
2019 年度该公司新增合并 47 家子公司，减少合并 4 家子公司。

[13] 详见本评级报告预计负债部分分析。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

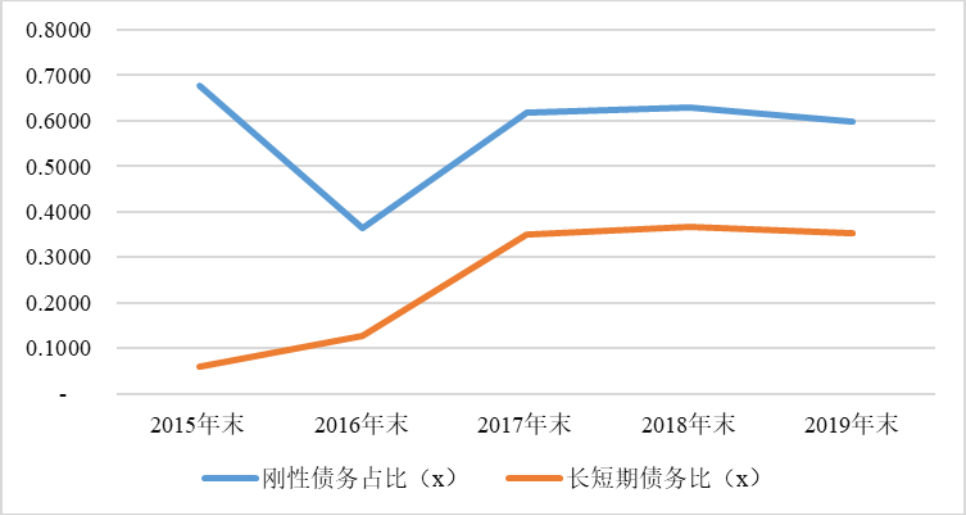


资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

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，2019 年末公司负债总额为 733.34 亿元，较上年末增加 122.63 亿元。因经营积累及少数股东权益增加，公司 2019 年末所有者权益增至 161.39 亿元，但小于负债增长幅度，同期末公司资产负债率进一步升至 81.96%的偏高水平。但考虑到公司负债中有较大规模的预收货款和预收房款实际上不需要偿还（2019 年末合计为 140.14 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 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务（亿元）	137.09	178.04	167.49	337.82	380.46	450.73
应付账款（亿元）	15.46	17.70	20.63	29.57	30.55	45.28
预收账款（亿元）	53.45	69.74	139.94	129.11	108.62	140.33
其他应付款（亿元）	16.41	18.17	8.94	37.85	44.20	32.20
刚性债务占比（%）	52.67	58.07	45.44	58.35	62.30	61.46
应付账款占比（%）	5.94	5.77	5.60	5.11	5.00	6.17
预收账款占比（%）	20.54	22.75	37.97	22.30	17.79	19.14
其他应付款占比（%）	6.30	5.93	2.43	6.54	7.24	4.39

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，2019 年末占其负债总额的比重为 61.46%，金额为 450.73 亿元，规模进一步扩大。除刚性债务外，2019 年末公司主要负债还有 45.28 亿元应付账款、140.33 亿元预收账款和 32.20 亿元其他应付款，其中应付账款随着公司业务规模的扩大而扩大，表明公司较好地利用了自身的商业信用；预收账款主要是公司预收的客户采购款和预售房款等，无需偿还；其他应付款主要是应付地产合作方往来款，地产合作方主要系非重要子公司的少数股东。应付地产合作方往来款产生于项目开发建设期间，待地产项目预售后将归还给地产合作方。

（3）刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	**125.83**	**163.93**	**130.96**	**193.69**	**220.45**	**264.42**
其中：短期借款	56.52	65.59	28.89	85.82	81.48	107.93
应付票据	24.33	54.16	57.05	69.79	108.78	108.45
交易性金融负债	38.96	9.26	42.26	22.68	18.73	30.06
应付短期融资券	--	28.00	--	10.00	2.00	6.04
一年内到期的长期借款	6.02	6.92	2.76	5.40	9.47	11.93
中长期刚性债务合计	**11.26**	**14.11**	**36.53**	**144.13**	**160.01**	**186.32**
其中：长期借款	11.26	14.11	12.15	17.04	34.67	51.23
应付债券	--	--	24.37	127.09	125.34	135.09

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，2019 年末占刚性债务总额的比重为 58.66%，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 107.93 亿元、108.45 亿元、30.06 亿元、6.04 亿元和 11.93 亿元，其中交易性金融负债系公司贵金属租赁业务和期货合约（非套期业务）、外汇合约形成的负债，而应付短期融资券系公司发行的超短期融资券。

该公司长期刚性债务主要由长期借款和应付债券构成，2019 年末金额分

别为 51.23 亿元和 135.09 亿元，其中长期借款主要是房地产项目贷款，而应付债券主要是公司发行的长期债券和永续债券。

除房地产项目贷款外，该公司银行借款基本以信用借款为主。2019 年度，该公司总体融资成本约为 3.84%，融资成本相对较低。总体上看，由于公司业务特点决定了其运营资金需求量较大，外部融资在未来仍将是公司主要的运营资金补充方式，短期内，公司负债规模难以下降，其将持续面临较大的即期偿债压力。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	121.17	122.61	95.09	68.84	61.55	66.63
营业收入现金率（%）	105.86	113.67	115.43	111.94	108.99	111.07
业务现金收支净额（亿元）	-31.96	40.76	47.88	-60.91	38.09	-9.73
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.30	-13.21	-25.00	-23.16	5.00	-26.05
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-37.26	27.55	22.88	-84.07	43.08	-35.78
EBITDA（亿元）	18.39	19.88	26.17	41.62	48.85	47.70
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.13	0.15	0.16	0.14	0.11
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.95	3.00	3.81	4.09	3.53	3.69

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，2019 年公司营业收入现金率为 111.07%。但受到结算中票据和现金结算结构变化及房地产业务土地储备资金支出等因素影响，公司近年来经营性净现金流呈现较大波动，2019 年其经营环节产生的现金流量净额为-35.78 亿元，对债务偿付的保障稳定性不足。

2019 年该公司 EBITDA 为 47.70 亿元，对刚性债务和利息支出的保障倍数分别为 0.11 倍和 3.69 倍，公司 EBITDA 仍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 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-1.86	2.01	-70.88	23.22	-15.90	-21.39
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	-4.44	-2.61	-3.22	-5.43	-6.76	-2.58
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.26	-	-	-27.24	-7.43	13.25
投资环节产生的现金流量净额	-6.56	3.64	-74.10	-9.38	-25.48	-10.72

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2019 年度，该公司投资活动产生的现金流量净额为-10.72 亿元，继续呈现大额净流出状态，主要系公司 2019 年增资世纪证券，加上购买的短期理财产品支付和回收之间存在时间差，导致公司投资性净现金流呈现较大波动，且预计未来仍将呈现波动状态。

（3）筹资环节

外部债务性融资是该公司筹资运营资金的主要渠道，随着业务规模的扩大，公司近年来筹资性现金流也呈现大额净流入，2019 年其筹资性现金流量净额为 35.97 亿元。总体上看，公司的业务模式决定了其需要大额外部融资来维持资金周转，未来需持续关注公司融资能力及筹资能力的变化。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	304.87	354.09	483.55	614.92	615.56	720.44
	88.52%	88.38%	88.28%	82.00%	81.02%	80.52%
其中：货币资金（亿元）	26.49	36.26	41.94	44.18	54.28	67.02
交易性金融资产（亿元）	3.20	3.40	17.68	30.13	24.10	28.50
应收票据（亿元）	15.02	6.35	7.83	12.49	8.53	0.01
应收款项（亿元）	18.44	23.24	33.84	31.77	37.39	32.79
预付款项（亿元）	34.43	34.50	42.79	57.87	65.57	78.73
其他应收款（亿元）	17.23	20.89	17.89	49.77	49.81	41.54
存货（亿元）	173.24	193.86	235.68	299.39	306.74	397.06
其他流动资产（亿元）	9.10	20.06	61.69	61.85	45.24	29.09
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	39.55	46.56	64.18	134.98	144.19	174.29
	11.48%	11.62%	11.72%	18.00%	18.98%	19.48%
其中：可供出售金融资产（亿元）	4.14	4.78	10.03	12.95	9.86	--
长期应收款（亿元）	0.01	0.35	2.95	16.35	11.17	9.14
长期股权投资（亿元）	11.56	11.57	13.18	41.56	35.88	88.14
投资性房地产（亿元）	4.77	6.69	7.85	21.03	21.13	19.30
固定资产（亿元）	11.80	11.58	13.51	16.32	20.49	22.14

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
递延所得税资产（亿元）	3.85	7.76	12.93	14.71	15.86	17.71
期末全部受限资产账面金额（亿元）	**42.65**	**49.96**	**62.06**	**62.44**	**178.34**	**187.12**
期末全部受限资产评估价值（亿元）	**42.65**	**49.96**	**62.06**	**62.44**	**178.34**	**187.12**
期末抵质押融资余额（亿元）	**22.71**	**21.36**	**31.26**	**33.45**	**46.70**	**70.61**
受限资产账面余额/总资产（%）	**12.38**	**12.47**	**11.33**	**8.75**	**23.47**	**20.91**

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。2019 年末公司资产总额为 894.73 亿元，近年来随着公司经营规模的扩大而迅速扩大。当年末公司流动资产为 720.44 亿元，占资产总额的比重为 80.52%，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，年末金额分别为 67.02 亿元、28.50 亿元、32.79 亿元、78.73 亿元、41.54 亿元、397.06 亿元和 29.09 亿元。其中，交易性金融资产主要是债务工具投资、衍生金融资产投资和银行结构性存款等；应收账款、预付款项和存货总体随着公司业务规模的扩大而增长，应收账款中，账龄在 1 年以内的应收账款占比为 86.40%，2019 年末公司应收账款坏账准备余额为 5.22 亿元；年末存货账面价值中，房地产开发成本为 305.29 亿元，库存商品 65.20 亿元，年末存货跌价准备余额为 2.74 亿元；其他应收款主要是公司和地产合作方往来款；其他流动资产主要是公司利用闲置资金购买的保本银行理财产品。

该公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、递延所得税资产和其他非流动资产构成，2019 年末金额分别为 9.14 亿元、88.14 亿元、19.30 亿元、22.14 亿元、17.71 亿元和 7.88 亿元。其中，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，随着公司业务规模的变化而变化；长期股权投资较上年末增加较多，主要是公司根据最新会计政策对部分科目进行重分类所致，主要是转入了兴业信托和世纪证券投资；投资性房地产主要是国贸金融中心等用于出租的商业地产；递延所得税资产主要是预收房款预计毛利、内部交易未实现利润、预提的工资奖金和交易性金融工具公允价值变动等；其他非流动资产主要是委托银行贷款和应收保理款等。

截至 2019 年末，该公司受限资产账面价值合计为 187.12 亿元，主要包括 3.78 亿元货币资金、3.49 亿元交易性金融资产、1.08 亿元应收款项融资、3.20 亿元存货（库存商品）、124.97 亿元存货（开发成本）、12.38 亿元固定资产和 8.80 亿元投资性房地产。另外，公司还有 29.40 亿元货币资金因购置土地监管受限、商品房预售监管受限和协定存款等原因导致所有权受到限制。总体上看，目前公司资产抵质押规模较大，主要是房地产开发项目用于抵押借款的规模上升，需关注其资产流动性的变化。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率（%）	122.94	122.40	148.03	143.52	137.75	132.85
速动比率（%）	39.20	43.46	62.78	60.14	54.43	45.11
现金比率（%）	11.97	14.75	18.25	17.34	17.54	17.61

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2019 年末，公司流动比率和速动比率分别为 132.85%和 45.11%，资产流动性指标尚好，但考虑到公司流动资产中存货规模很大，变现速度具有不确定性，因此公司实际资产流动性弱于账面所示。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司对合并范围外的担保金额为 2.25 亿元，担保对象为远洋控股集团（中国）有限公司[14]。截至 2019 年末，公司计提的预计负债为 0.10 亿元，主要因未决诉讼计提，具体情况如下：（1）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；（2）公司子公司厦门国贸泰达物流有限公司青岛分公司因仓储合同纠纷，根据预计损失的可能性计提预计负债 0.05 亿元。总体上看，公司未决诉讼涉及的预计负债金额较小，对公司财务质量无明显负面影响。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事供应链管理业务，承担了较多业务职能，因此母公司自身具有较强实力。截至 2019 年末，母公司资产总额为 543.77 亿元，负债总额为 367.69 亿元，净资产为 176.08 亿元，资产负债率为 67.62%。2019 年母公司实现营业收入 990.46 亿元，净利润为 12.39 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-19.78 亿元。总体上看，公司本部作为可转债的承债主体，

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

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 2020 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 1162.68 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 620.64 亿元；公司授信总额中，已使用额度为 620.82 亿元[15]，尚余 541.85 亿元额度未使用，公司仍有一定的后续融资空间。

图表 28. 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）	1162.68	491.14	620.82	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	78.13	73.13	36.26	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	542.51	211.50	321.64	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	79.12	86.84	86.54	--

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

跟踪评级结论

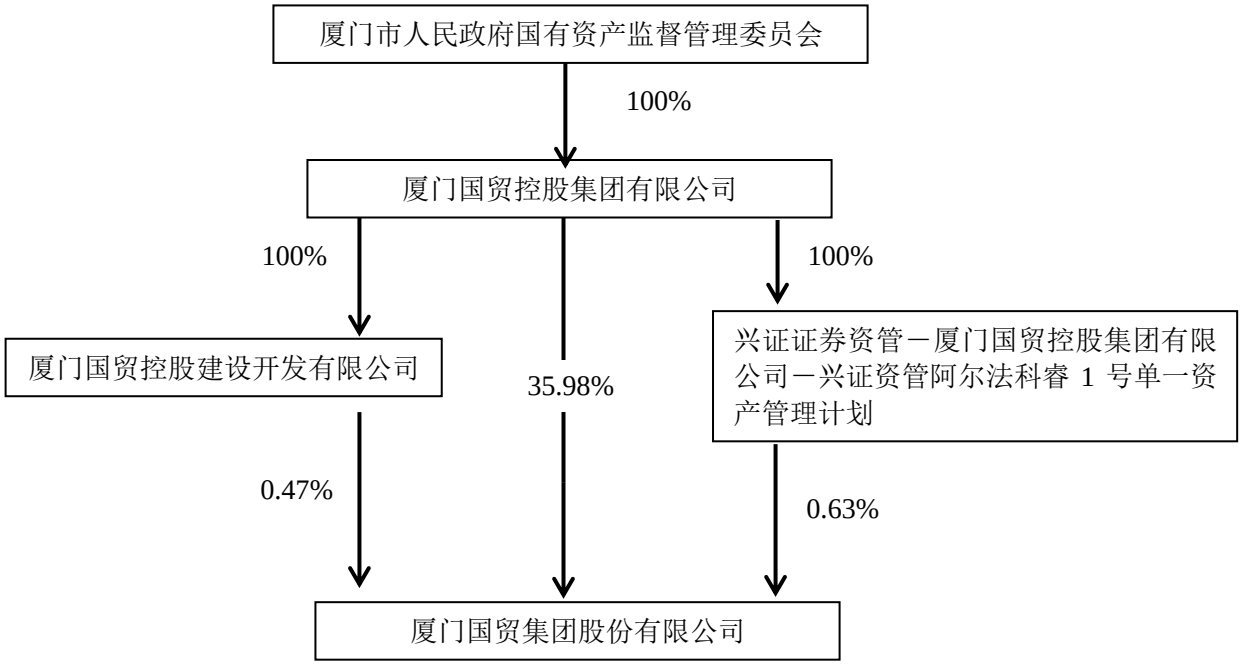
跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，实际控制人仍为厦门市国资委，公司能够得到厦门市国资委的持续支持。得益于近年来大宗商品贸易业务的量价齐升，跟踪期内该公司业务运行总体平稳有序，业务规模继续增长，市场地位进一步巩固。但公司大宗商品贸易的毛利率仍较低，需关注其后续的经营效率改善情况。

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

[15] 包括开具信用证等额度。

附录一：

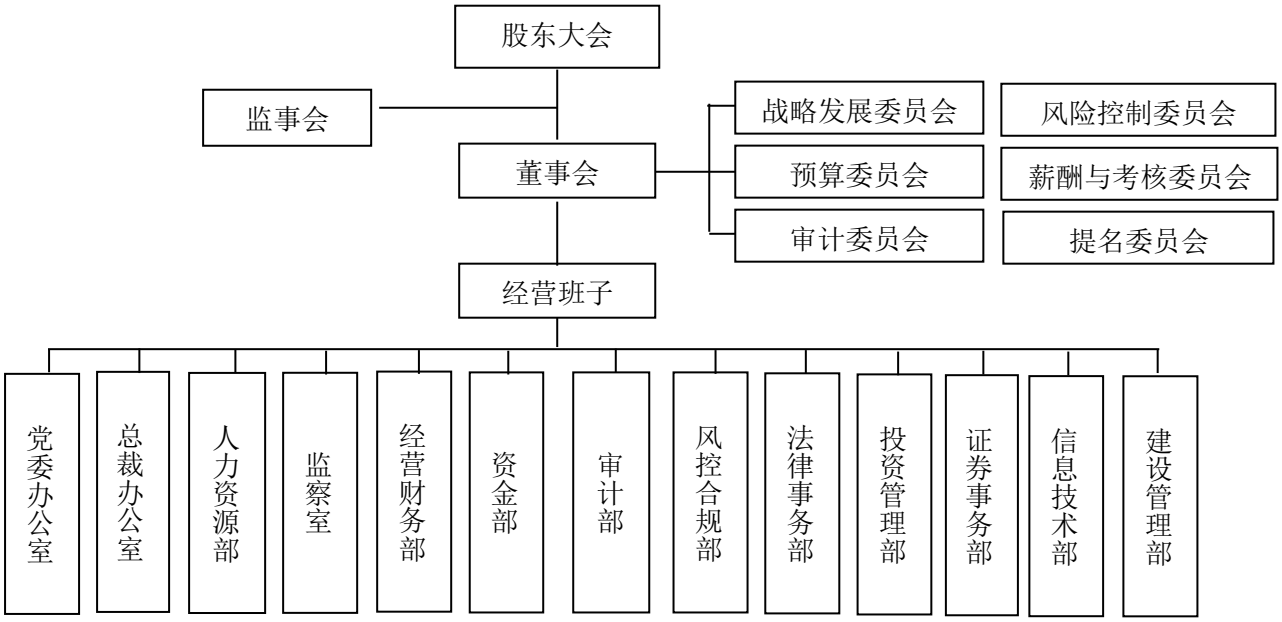
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门国贸提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门国贸提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

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	2019 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	548.92	327.93	2956.13	22.66	-89.25	58.42	
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**	**450.73**	**161.39**	**2180.47**	**24.57**	**-35.78**	**47.70**	
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	**36.13**	**77.59**	**64.87**	**6.82**	**-28.54**	**12.47**	
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	12.87	8.55	380.16	1.97	3.18	3.06	

注：根据厦门国贸 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额［亿元]	749.89	759.75	894.73
货币资金［亿元]	44.18	54.28	67.02
刚性债务[亿元]	337.82	380.46	450.73
所有者权益 [亿元]	170.97	149.04	161.39
营业收入[亿元]	1,654.83	2,065.98	2,180.47
净利润 [亿元]	23.28	24.67	24.57
EBITDA[亿元]	41.62	48.85	47.70
经营性现金净流入量[亿元]	-84.07	43.08	-35.78
投资性现金净流入量[亿元]	-9.38	-25.48	-10.72
资产负债率[%]	77.20	80.38	81.96
权益资本与刚性债务比率[%]	50.61	39.17	35.81
流动比率[%]	143.52	137.75	132.85
现金比率[%]	17.34	17.54	17.61
利息保障倍数[倍]	3.91	3.36	3.50
担保比率[%]	--	1.51	1.39
营业周期[天]	68.84	61.55	66.63
毛利率[%]	4.21	3.43	3.05
营业利润率[%]	2.17	1.64	1.46
总资产报酬率[%]	6.13	6.18	5.48
净资产收益率[%]	13.30	15.42	15.83
净资产收益率*[%]	13.95	16.75	17.86
营业收入现金率[%]	111.94	108.99	111.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.27	9.84	-7.24
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-19.73	2.96	-5.32
EBITDA/利息支出[倍]	4.09	3.53	3.69
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.14	0.11

注：表中数据根据厦门国贸经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算，其中 2017 年数据采用经追溯调整后数据。本评级报告中将永续债券由所有者权益转至长期负债中，并以此作为数据分析的基础。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等　级		含　义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

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。