

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(2021)100061】

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/2021年5月21日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2020年5月29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	2018年	2019年	2020年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	13.62	11.07	13.52
刚性债务	178.77	211.03	223.13
所有者权益	171.91	176.08	188.02
经营性现金净流量	79.66	-19.78	39.08
合并口径数据及指标:			
总资产	759.75	894.73	1134.16
总负债	610.71	733.34	891.12
刚性债务	380.46	450.73	511.67
所有者权益	149.04	161.39	243.03
营业收入	2065.98	2180.47	3510.89
净利润	24.67	24.57	29.07
经营性现金净流量	43.08	-35.78	-16.85
EBITDA	48.85	47.70	53.09
资产负债率[%]	80.38	81.96	78.57
权益资本与刚性债务比率[%]	39.17	35.81	47.50
流动比率[%]	137.75	132.85	148.22
现金比率[%]	17.54	17.61	25.20
利息保障倍数[倍]	3.36	3.50	3.12
净资产收益率[%]	15.42	15.83	14.38
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	7.24	-5.32	-2.07
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	2.96	-6.92	-1.24
EBITDA/利息支出[倍]	3.53	3.69	3.27
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.11	0.11

注:根据厦门国贸经审计的2018-2020年财务数据整理、计算。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

王科柯 wkk@shxsj.com
黄梦蛟 hmj@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2020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,业务规模继续扩大,市场地位仍较巩固。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。

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,且占用了大量资金,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。**新冠肺炎疫情目前在世界范围内仍未得到有效控制,需持续关注疫情发展对厦门国贸供应链管理业务的影响。

- **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土地储备和在建项目仍有一定规模，需关注后续的去化压力。
- **可转债转股风险。**截至 2021 年 3 月末，本次可转债已有 56.73% 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 2020 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 2021 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 2021 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 43.27%。

截至本评级报告日，该公司合并口径已发行但尚未到期的债券（不含永续债券）余额合计为 107.12 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	12.12	6 年	1.70	2016-1-5	正常转股付息
21 厦国贸 SCP002	5.00	180 天	3.00	2021-1-26	未到期
21 厦国贸 SCP005	10.00	179 天	3.70	2021-2-5	未到期
21 厦国贸 SCP006	10.00	150 天	3.50	2021-2-20	未到期
21 厦国贸 SCP007	20.00	180 天	3.49	2021-2-23	未到期
21 厦国贸 SCP008	10.00	160 天	3.40	2021-3-1	未到期
21 厦国贸 SCP009	10.00	90 天	3.18	2021-3-3	未到期
21 厦国贸 SCP010	10.00	266 天	3.40	2021-3-31	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
20 厦贸 G2	5.00	3 年	3.85	2020-10-22	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 94.65 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未兑付永续债券情况（亿元）（请更新）

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
工行类永续 1	2018/12/27	6.30%	5.00	“3+N”年	正常付息
18 厦国贸 PPN001	2018/12/4	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
交银国际信托永续债 2	2019/8/20	5.95%	5.50	“2+N”年	正常付息
交银国际信托永续债 3	2019/8/23	5.95%	5.50	“2+N”年	正常付息
工行类永续 2	2019/9/25	6.10%	5.00	“3+N”年	正常付息
19 厦国贸 MTN002	2019/9/17	4.63%	5.00	“3+N”年	正常付息
19 厦国贸 MTN003	2019/12/19	4.60%	5.00	“3+N”年	正常付息
19 厦国贸 PPN001	2019/10/22	5.20%	5.00	“3+N”年	正常付息
20 厦贸 Y5	2020/4/16	3.60%	5.00	“3+N”年	正常付息
20 厦贸 Y6	2020/7/24	4.60%	5.00	“3+N”年	尚未开始付息
20 闽厦门国贸集团 ZR001	2020/9/3	3.85%	15.00	“2+N”年	正常付息
中行类永续/华宝信托	2020/11/26	4.95%	3.65	“1+N”年	正常付息
工行类永续/中铁信托	2020/11/27	5.25%	5.00	“2+N”年	正常付息
建行类永续/厦门国际信托 1	2020/12/16	4.70%	7.00	“1+N”年	正常付息
建行类永续/厦门国际信托 2	2020/12/23	5.50%	3.00	“1+N”年	正常付息
20 闽厦门国贸集团 ZR002	2020/12/22	4.30%	5.00	“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 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；于 2021 年 4 月 22 日发行 21 国贸地产 MTN001，发行规模 2 亿元，期限 2 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 206.77 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

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经

济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

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。新冠肺炎疫情发生以来，随着我国经济率先恢复正常运行，2020 年我国外贸规模再创历史新高。

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。

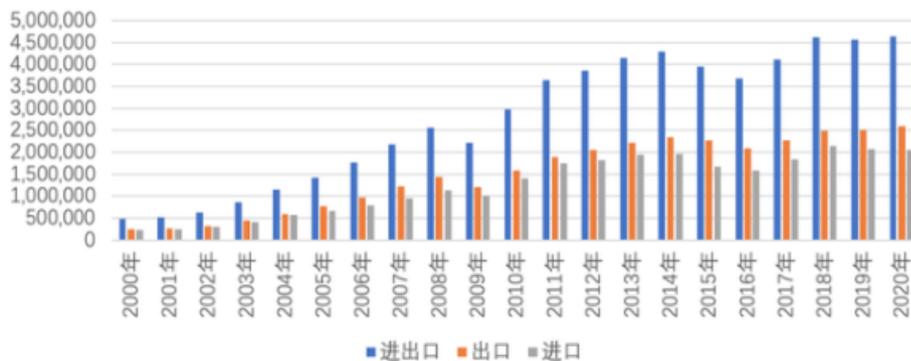
内贸来看，近年来我国以深化供给侧结构性改革为主线，持续推进经济结构调整，宏观经济运行总体平稳。但同时，随着外部挑战变数的增多，国内结构调整阵痛有所显现，宏观经济运行中亦存在稳中有变、稳中有缓的情况，尤其是 2020 年新冠肺炎疫情短期内对我国经济造成了短期冲击，全年经济增速下降明显。2018-2020 年，我国国内生产总值（GDP）分别为 90.03 万亿元、99.09 万亿元和 101.60 万亿元，按可比价格计算，分别同比增长 6.6%、6.1% 和 2.3%。2018-2020 年，我国批发与零售业增加值分别为 8.4 万亿元、9.58 万亿元和 9.57 万亿元，分别同比增长 6.2%、5.7% 和 -1.3%。2021 年我国经济有望延续稳健复苏态势，虽然当前疫情防控“外防输入、内防反弹”的压力仍然较大，但我国经济长期向好的基本面没有改变，2021 年我国内贸行业有望呈现稳中有升的运行态势。

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、

产业转移等因素影响，我国货物贸易进出口总额增速有所波动。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，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，在新冠肺炎疫情的冲击下，全球经济深受影响，各主要经济体均出现了严重的经济衰退。得益于对疫情大规模蔓延的控制、强有力的宏观政策措施与生产消费的快速恢复，我国经济逆势增长，成为全球屈指可数保持经济正增长的经济体之一。我国的对外贸易也因国外疫情蔓延企业停工带来的供给缺口以及防疫物资需求的大幅增长而出现“V”形反转，不仅好于预期，而且刷新了历史纪录。2020年全年，以美元记，我国对外贸易总额达46462.57亿美元，较2019年增长1.5%，其中出口25906.46亿美元，增长3.6%；进口20556.12亿美元，较2019年下降1.07%；全年贸易顺差高达5350.34亿美元，较2019年增长26.9%。根据WTO和各国已公布的数据，仅2020年前10个月，我国进出口、出口、进口在国际市场的份额就分别达到12.8%、14.2%、11.5%，创历史最好纪录。此前的2019年，中国的进出口、出口与进口占国际贸易市场的份额分别为11.9%、13.1%和10.7%。从2020年全年的数据看，中国在全球贸易领域的份额较2019年平均提升了1个百分点，中国不仅成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体，而且货物贸易大国的地位进一步巩固。

图表 3. 我国进出口贸易情况（百万美元）



资料来源：公开资料整理

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。2019年以来，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、新冠肺炎疫情冲击等多重因素综合影响，人民币汇率波动仍较大，且短期内预计仍将呈现较大波动。

图表 4. 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新兴产业。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。

风险关注方面，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。

2. 业务运营

得益于供应链业务的良好运营，跟踪期内该公司业务规模继续扩大，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大宗商品价格的上涨，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。

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	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 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计	2065.98	2180.47	3510.89
其中：核心业务营业收入（亿元）	2065.98	2180.47	3510.89
在营业收入中所占比重（%）	100.00	100.00	100.00
其中：（1）供应链管理	1872.51	2034.73	3304.03
在核心业务收入中所占比重（%）	90.63	93.32	94.11
（2）房地产	89.01	76.39	137.42
在核心业务收入中所占比重（%）	4.31	3.50	3.91
（3）金融服务	104.45	69.35	69.43
在核心业务收入中所占比重（%）	5.06	3.18	1.98

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
毛利率 (%)	3.43	3.05	1.92
其中：供应链管理 (%)	1.31	1.24	0.83
房地产 (%)	43.06	45.88	24.90
金融服务 (%)	7.49	8.96	8.29

资料来源：厦门国贸

2018-2020 年，该公司分别实现营业收入 2065.98 亿元、2180.47 亿元和 3510.89 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，2020 年占收入占比为 94.11%，较上年继续提高 0.79 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¹（简称“厦门信达”），更加专注于供应链管理主业的运营。公司大宗商品贸易业务 2020 年实现营业收入 3280 亿元，占供应链管理板块营业收入的比重为 99.27%，占比进一步提高。

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		2018 年度	2019 年度	2020 年度
板块收入合计		1872.51	2034.73	3304.03
其中：大宗商品贸易	金额	1795.48	2013.45	3280.00
	占比	95.89	98.95%	99.27
物流服务	金额	31.13	19.57	22.58
	占比	1.66	0.96	0.68
汽车经销	金额	43.12	--	--
	占比	2.30	--	--
商业零售	金额	2.78	1.71	1.46
	占比	0.15	0.08	0.04

资料来源：厦门国贸

2020 年该公司大宗商品贸易主要品种包括钢铁、铁矿、纸张纸浆、纺织原料、化工、有色金属、农产品等收入超百亿元的品种，此外还有煤炭、硅镁、橡胶和轮胎、贵金属等多个优势品种。公司依托全球性资源获取和渠道布局能力、专业有效的风控能力、5A 级物流配送能力、全方位的金融服务能力等核心竞争力，为客户提供一整套的定制化供应链服务方案，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。

¹ 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在汽车经销领域的同业竞争问题。出售汽车经销业务使该公司实现投资收益 1.71 亿元。

图表 8. 2020 年公司大宗商品贸易业务主要品种收入情况

主要贸易品种	收入规模（亿元）
黑色矿产及制品	1426.24
有色矿产及制品	839.71
能源化工产品	601.21
林浆纸	188.04
农牧产品	141.39
其他	83.41
合计	3280.00

资料来源：厦门国贸

该公司贸易业务实行全球化布局，在北京、上海、广州、深圳、成都、武汉、香港、台湾等 30 多个城市和地区设立区域公司和办事处，在新加坡、缅甸、新西兰、乌兹别克斯坦、美国等多个国家设立驻外分支机构，与全球 170 多个国家和地区、近 3 万家活跃客户建立业务往来，搭建了境内外重要购销市场的经营网络，可有效针对市场需求作出快速反应。公司凭借多年供应链行业积淀经验，整合商流、物流、资金流和信息流，现已形成“铁矿-钢铁”、“纺织原料-服装”、“橡胶-轮胎”、“林-浆-纸”和“农牧产品”等垂直产业链，通过与上下游企业建立紧密的战略合作伙伴关系，进一步巩固了公司的市场地位。

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 2020 年末，公司贸易业务套期保值交易金额为 184.67 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。公司为国家 5A 级物流企业，拥有船舶、码头、仓库、堆场、车队、货代报关行以及外协物流系统，可为客户提供全球范围内的物流配送总包方案。截至 2020 年末，公司在全国范围内拥有合作管理仓库约 1500 个，拥有室内仓库面积 107.71 万平方米，其中自有仓库仓储面积 8.43 万平方米，租赁仓库面积为 99.28 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。2020 年公司集装箱陆路运输量 20797TEU，运输里程为 203.47 万公里。此外，公司还拥有自有船舶 6 艘，管理船舶 10 艘，具备近海及远洋运输能力。

总体上看，跟踪期内该公司供应链管理业务市场地位得以进一步巩固。但该业务进出口贸易业务规模较大，目前新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，可能对公司后续业务的开展产生不利影响，需持续关注后续海外新冠

肺炎疫情发展对供应链管理业务的影响。

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，收入规模随着去化速度的影响呈现一定波动，但总体保持在较大规模，2018-2020年其房地产业务分别实现营业收入 89.01 亿元、76.39 亿元和 137.42 亿元。

2020 年公司房地产项目新开工建筑面积 183.84 万平方米，竣工面积 81.06 万平方米，实现签约销售面积和签约销售收入分别为 121.76 万平方米和 316.09 亿元，结转收入 186.98 亿元，实际到款金额为 274.02 亿元。公司项目仍主要集中在厦门、漳州、南昌、合肥、上海等地，同时公司与华润置地、金地、融创等开发商进行合作，以降低独立开发风险。2020 年公司新增土地储备建筑面积 80.14 万平方米，主要位于福州、南昌、南通、漳州，合计土地款支出 148.87 亿元，截至 2020 年末，公司未售及储备项目的总建筑面积为 320.10 万平方米。

图表 9. 公司房地产业务主要情况

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度
新开工面积（万平方米）	103.34	96.51	183.84
竣工面积（万平方米）	68.90	40.83	81.06
合同销售面积（万平方米）	38.41	56.98	121.76
合同销售收入（亿元）	76.65	163.43	316.09
到款金额（亿元）	74.21	154.56	274.02
土地储备（万平方米）	120.97	137.16	115.01

资料来源：厦门国贸

图表 10. 截至 2020 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	全盘可售建筑面积	项目累计已售面积	累计签约销售收入	销售进度
厦门国贸商城同悦	住宅	93,859	93,859	160,298	158,782	323,519	99.05%
厦门国贸天悦二期	住宅	320,000	320,000	190,196	189,711	523,540	99.75%
厦门国贸天悦一期	住宅	205,000	205,000	130,314	130,263	328,726	99.96%
南昌国贸蓝湾	住宅	110,092	110,092	137,124	136,856	191,915	99.80%
南昌国贸天峯	住宅	157,238	145,210	106,133	85,216	127,450	80.29%
南昌国贸天悦	住宅	60,053	60,053	56,711	54,351	85,517	95.84%
南昌国贸阳光	住宅	106,774	106,774	200,147	200,147	182,373	100.00%
合肥国贸天悦合园	住宅	70,785	70,326	84,571	78,539	98,705	92.87%
合肥国贸天悦鹭园	住宅	80,908	76,333	77,443	73,960	102,278	95.50%
合肥国贸天成	住宅	295,138	284,434	157,052	143,733	296,669	91.52%
龙岩国贸天琴湾 A 地块	住宅	134,990	134,990	101,397	100,576	151,980	99.19%
龙岩国贸天琴湾 B 地块	住宅	86,422	86,422	150,925	149,227	108,314	98.87%
漳州国贸润园	商住	216,025	216,025	440,252	428,749	330,956	97.39%

在售项目	类别	计划投资	累计已投资	全盘可售建筑面积	项目累计已售面积	累计签约销售收入	销售进度
上海国贸天悦 37A	住宅	168,156	167,998	88,654	79,762	243,365	89.97%
上海国贸天悦 54A	住宅	233,296	230,374	120,186	108,506	365,816	90.28%
上海国贸天悦 57A	住宅	168,000	162,555	92,272	82,354	277,995	89.25%
厦门国贸天峯	住宅	299,334	293,403	102,333	96,730	302,559	94.52%
厦门国贸天成一期	住宅	215,000	207,489	73,191	66,651	199,009	91.06%
合肥国贸景成	住宅	276,512	240,395	143,465	106,422	244,087	74.18%
合肥国贸智谷大厦	住宅	41,525	26,719	50,562	24,709	17,922	48.87%
漳州国贸天成	住宅	208,000	203,608	150,986	99,449	163,297	65.87%
厦门前海湾	住宅	210,000	190,953	104,649	56,037	159,039	53.55%
杭州钱塘天誉	住宅	897,500	843,566	179,616	162,839	848,304	90.66%
厦门国贸天成二期	住宅	391,963	341,318	149,526	67,191	200,501	44.94%
漳州珑溪大观	住宅	300,314	229,050	229,945	29,767	40,745	12.95%
南昌国贸凤凰原	住宅	89,599	60,235	68,760	15,041	19,795	21.87%
上海国贸凤凰原	住宅	208,134	152,320	61,536	12,261	51,696	19.92%
上海国贸佘山原墅	住宅	395,375	292,577	136,422	26,613	133,701	19.51%
宁波国贸梧桐原	住宅	216,354	181,524	107,292	82,601	181,265	76.99%
福州国贸九溪原	住宅	75,455	67,032	50,879	38,617	70,059	75.90%
福州国贸凤凰原	住宅	373,066	263,589	195,605	11,960	30,106	6.11%
南京云际	住宅	295,389	227,715	70,918	61,726	296,440	87.04%
厦门国贸璟原	住宅	159,745	120,403	84,628	15,211	31,057	17.97%
厦门国贸学原一二期	住宅	497,011	388,960	192,043	51,320	161,123	26.72%
厦门中交国贸鹭原	住宅	466,593	354,387	181,913	22,133	69,581	12.17%
南昌绿梦首府	住宅	44,265	23,268	61,865	25,827	22,444	41.75%
抚州九方城	住宅	108,703	53,983	141,345	25,468	19,184	18.02%
厦门远洋天和	住宅	147,000	144,184	51,377	40,642	120,335	79.11%
厦门马銮湾一号	住宅	347,902	316,285	126,774	74,398	205,791	58.69%
九江九棠	住宅	141,953	86,667	146,165	48,942	64,193	33.48%
合计		8,913,429	7,780,077	5,155,468	3,463,287	7,391,351	--

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和城市更新、物业服务、产城融合等新兴业务，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。

总体上看，近年来该公司房地产业务总体保持稳健的开发进度，但其房地产业务的土地储备和在建在售项目仍有一定规模。根据公司 2020 年 11 月 28 日发布的五年发展战略规划纲要（2021-2025 年），公司计划逐步退出房地产行业，实现地产板块独立发展，需关注后续的进展情况。

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总体有所下降。

图表 11. 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		2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计		104.45	69.35	69.43
其中：期货及衍生品业务	金额	91.38	61.47	64.13
	占比	87.49	88.63	92.36
实体产业金融服务	金额	11.79	7.55	3.77
	占比	11.29	10.89	5.43
投资业务	金额	1.28	0.33	1.53
	占比	1.22	0.48	2.21

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；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。上述两块业务目前总体规模仍较小。

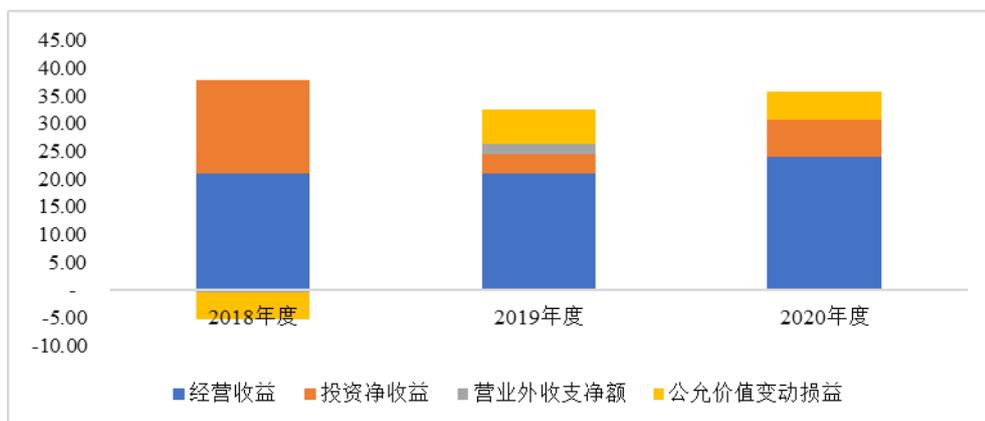
金融服务板块是该公司未来重点发展的业务板块，为此，公司在这一板块投入较多的资源，并通过并购、参股等方式来获得金融牌照，为下一步业务发展做好准备。2018 年 9 月，公司以 11.56 亿元及额外金额（期间利息）为买价受让澳大利亚国民银行持有的兴业国际信托有限公司（简称“兴业信托”）8.4167% 股权。2018 年 9 月，公司与前海金融控股有限公司（简称“前海金控”）

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，其中公司受让比例为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。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，而未来的业务整合效果仍待时间检验，公司面临一定的并购整合风险。

(2) 盈利能力

图表 12. 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，加上近年来公司获得的投资收益较多，带动其盈利规模随之扩大。2018-2020年，公司分别实现营业收入2065.98亿元、2180.47亿元和3510.89亿元，毛利分别为70.77亿元、66.50亿元和67.33亿元，毛利率分别为3.43%、3.05%和1.92%，2020年公司毛利率进一步下降，主要是供应链管理业务毛利率进一步降低，系公司执行新收入准则，商品控制权转移给客户之前的运输等费用从销售费用调整至营业

成本核算；同期房地产经营业务毛利率也降低较多，系当年公司的地产结算项目厦门天成一期、合肥天成等在类型、定位方面与上年主要结算项目存在定位上的不同所致。目前，主业经营收入仍是公司主要利润来源，2020年占盈利来源的比重为67.47%。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计（亿元）	2065.98	2180.47	3510.89
毛利率（%）	3.43	3.05	1.92
其中：供应链管理（%）	1.31	1.24	0.83
房地产经营（%）	43.06	45.88	24.90
金融服务（%）	7.49	8.96	8.29
毛利（亿元）	70.77	66.50	67.33
其中：供应链管理（亿元）	24.62	25.23	27.36
房地产经营（亿元）	38.33	35.05	34.22
金融服务（亿元）	7.82	6.22	5.75
期间费用率（%）	1.73	1.51	0.90
其中：财务费用率（%）	0.66	0.56	0.33
全年利息支出总额（亿元）	13.86	12.94	13.42
其中：资本化利息数额（亿元）	0.62	1.31	2.83

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，2018-2020年公司期间费用分别为35.77亿元、32.94亿元和31.62亿元，期间费用率分别为1.73%、1.51%和0.90%，呈下降趋势。

图表 14. 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	2018 年度	2019 年度	2020 年度
投资净收益（亿元）	16.87	3.48	6.66
其中：权益法核算的长期股权投资收益	1.53	0.98	3.48
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	0.32	-	-
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.00	-	-
可供出售金融资产等取得的投资收益	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	6.96	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	2.12	-	-
交易性金融资产持有期间取得的投资收益	-	0.84	1.01
处置交易性金融资产取得的投资收益	-	0.01	0.01
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益	-	-0.02	-0.01
处置长期股权投资产生的投资收益	2.00	0.00	1.52
处置应收款项融资的投资收益	-	-0.67	-0.74
理财产品收益	3.17	2.15	1.40

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度
其他	0.41	0.19	0
营业外收入或其他收益（亿元）	0.26	2.19	0.20
其中：无法支付的应付款项	0.02	0.01	0.02
政府补助	0.00	0.00	0.00
财务支持获得的补偿	0.07	0.03	0.01
赔偿及违约金收入	0.12	0.06	0.16
罚款收入	0.00	0.00	0.01
债权处置净收益	0.01	0.10	0.00
其他	0.03	1.98	0.01
公允价值变动损益（亿元）	-5.02	6.31	4.99
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	-4.12	-	-
交易性金融资产	-	2.75	3.61
以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债	-0.52	-	-
交易性金融负债	-	-3.39	2.74
非套期业务衍生金融工具产生的公允价值变动收益	-0.72	6.98	-1.57
套期损益	0.34	-0.03	0.20

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2018-2020 年，该公司分别实现营业利润 33.78 亿元、31.78 亿元和 37.30 亿元；同时近年来投资收益对公司利润贡献度较大，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 年公司投资收益为 3.48 亿元，同比大幅减少，主要因当年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以及报告期处置长期股权投资的收益减少所致；2020 年公司投资收益为 6.66 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益增加。2018-2020 年，公司公允价值变动净收益分别为-5.02 亿元、6.31 亿元和 4.90 亿元，主要是交易性金融资产在持有期间产生的损失或收益。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。2018-2020 年，公司分别实现净利润 24.67 亿元、24.57 亿元和 29.07 亿元，总体保持在一定规模。

(3) 运营规划/经营战略

该公司于 2020 年 11 月 28 日公告了新的五年发展战略规划纲要（2021 年-2025 年）。主要战略目标为：公司将积极转型，突破创新，以供应链管理与金融服务业务双轮驱动，积极布局新业务赛道，构建战略核心产业、战略发展产业和战略孵化产业三大产业梯队；推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，巩固并提升供应链行业第一梯队的优势地位，发展大健康等战略新兴业务，持续创造新价值；供应链管理业务转型提升，金融服务业务强化协同，同时逐步退出房地产行业。

为实现上述发展战略目标，该公司未来的外部融资预期仍将保持在较大规

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 年末，国贸控股仍是公司控股股东，直接持有公司 38.77% 股权，并通过厦门国贸控股建设开发有限公司持有公司 0.45% 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 0.60% 股权，合计持股 39.82%，截至 2020 年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；2020 年度国贸控股累计拆借给公司的借款合计 87.48 亿元，当年公司支付资金占用费 0.06 亿元。截至 2020 年末，国贸控股拆借给公司的借款余额为 1.77 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。2020 年度，公司向关联方采购商品或接受劳务的交易金额为 42.41 亿元，其中向物产中大集团股份有限公司采购 PTA、煤炭等金额为 37.76 亿元；向关联方销售或提供劳务交易金额为 43.37 亿元，其中向物产中大集团股份有限公司销售钢材、铁矿等金额为 37.99 亿元。此外，2020 年末公司应收关联方往来款余额为 14.89 亿元，主要是与联营、合营企业的往来款及与重要子公司的少数股东的往来款；应付关联方往来款余额为 5.52 亿元。公司关联交易按照市场公允价格定价，风险可控；关联交易均履行了相关决策程序。

根据该公司提供的 2021 年 4 月 23 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 15. 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	2021-4-23	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021-5-7	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露、该公司年度报告	2021-5-7	无	贸易纠纷涉诉 ²	无	无
工商	公开信息披露	2021-5-7	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2021-5-7	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2021-5-7	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

² 详见本评级报告预计负债部分分析。

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，随着供应链管理业务规模的扩大，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

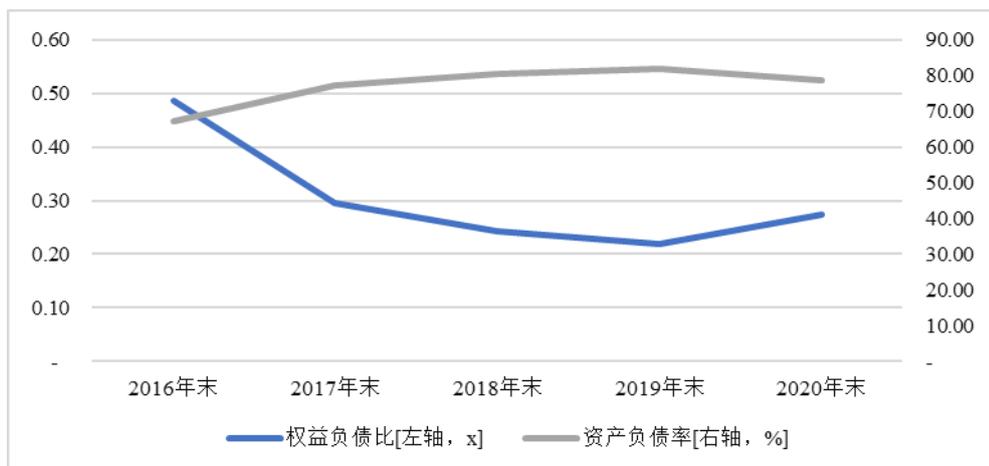
容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制。此外，公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。本评级报告中将公司发行的永续债券由所有者权益调整至长期负债中，并以此作为财务分析的基础。

2020 年度该公司新增合并 55 家子公司和 9 个结构化主体，减少合并 10 家子公司和 3 个结构化主体。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



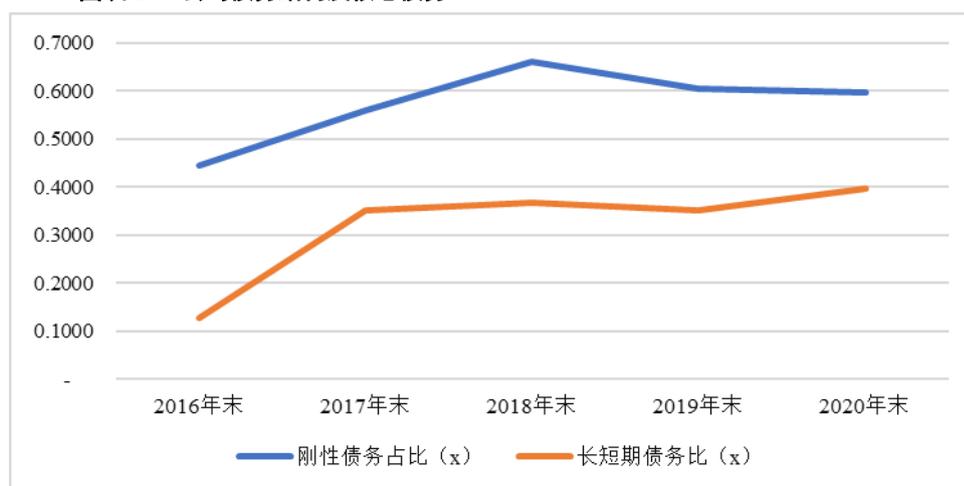
资料来源：根据厦门国贸所提供数据绘制。

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，2020 年末公司负债总额为 891.12 亿元，较上年末增加 157.78 亿元。因经营

积累及少数股东权益增加，公司 2020 年末所有者权益增至 243.03 亿元，同期末公司资产负债率略有下降，但仍处于 78.57% 的高水平上。但考虑到公司负债中有较大规模的预收货款和预收房款³实际上不需要偿还（2020 年末合计为 188.50 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 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
刚性债务 (亿元)	178.04	167.49	337.82	380.46	450.73	511.67
应付账款 (亿元)	17.70	20.63	29.57	30.55	45.28	43.86
预收账款 (亿元)	69.74	139.94	129.11	108.62	140.33	0.20
合同负债 (亿元)	--	--	--	--	--	188.51
其他应付款 (亿元)	18.17	8.94	37.85	44.20	32.20	45.56
刚性债务占比 (%)	58.07	45.44	58.35	62.30	61.46	57.42
应付账款占比 (%)	5.77	5.60	5.11	5.00	6.17	4.92
预收账款占比 (%)	22.75	37.97	22.30	17.79	19.14	0.02
合同负债 (%)	--	--	--	--	--	21.15
其他应付款占比 (%)	5.93	2.43	6.54	7.24	4.39	5.11

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，2020 年末占其负债总额的比重为 59.77%，金额为 511.67 亿元，规模进一步扩大。除刚性债务外，2020 年末公司主要负债还有 43.86 亿元应付账款、188.51 亿元合同负债⁴和 45.56 亿元其他应付款，其中应付账款总体保持在较大规模，表明公司较好地利用了自身的商业信用；合同负债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

³ 计入合同负债科目中。

⁴ 根据新会计准则，部分预收款项自 2020 年 1 月 1 日起重分类为合同负债并单独列示。

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 18. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期刚性债务合计	163.93	130.96	193.69	220.45	264.42	266.49
其中：短期借款	65.59	28.89	85.82	81.48	107.93	113.23
应付票据	54.16	57.05	69.79	108.78	108.45	128.16
交易性金融负债	9.26	42.26	22.68	18.73	30.06	9.15
应付短期融资券	28.00	--	10.00	2.00	6.04	3.05
一年内到期的长期借款	6.92	2.76	5.40	9.47	11.93	12.89
中长期刚性债务合计	14.11	36.53	144.13	160.01	186.32	245.19
其中：长期借款	14.11	12.15	17.04	34.67	51.23	104.78
应付债券	--	24.37	127.09	125.34	135.09	140.41

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，2020 年末占刚性债务总额的比重为 52.08%，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 113.23 亿元、128.16 亿元、9.15 亿元、3.05 亿元和 12.89 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，2020 年末金额分别为 104.78 亿元和 140.41 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。2020 年度，公司融资成本约为 3.43%，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 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期 (天)	122.61	95.09	68.84	61.55	66.63	51.19
营业收入现金率 (%)	113.67	115.43	111.94	108.99	111.07	109.71
业务现金收支净额 (亿元)	40.76	47.88	-60.91	38.09	-9.73	-33.10

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
其他因素现金收支净额（亿元）	-13.21	-25.00	-23.16	5.00	-26.05	16.26
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	27.55	22.88	-84.07	43.08	-35.78	-16.85
EBITDA（亿元）	19.88	26.17	41.62	48.85	47.70	53.09
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.15	0.16	0.14	0.11	0.11
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.00	3.81	4.09	3.53	3.69	3.27

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，2020年公司营业收入现金率为109.71%。但受到供应链管理业务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，2020年其经营环节产生的现金流量净额为-16.85亿元，对债务偿付的保障稳定性不足。

2020年该公司EBITDA为53.09亿元，对刚性债务和利息支出的保障倍数分别为0.11倍和3.27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 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
回收投资与投资支付净流入额	2.01	-70.88	23.22	-15.90	-21.39	-7.30
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	-2.61	-3.22	-5.43	-6.76	-2.58	-6.82
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-27.24	-7.43	13.25	18.04
投资环节产生的现金流量净额	3.64	-74.10	-9.38	-25.48	-10.72	6.75

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2020年度，该公司投资活动产生的现金流量净额为6.75亿元，主要是收到其他与投资活动有关的现金流入大幅增加，系当年公司收回较多关联拆借资金所致。

（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，2020年其筹资性现金流量净额为77.62亿元，净流入量较上年继续扩大。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的资金平衡情况。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	354.09	483.55	614.92	615.56	720.44	945.96
	88.38%	88.28%	82.00%	81.02%	80.52%	83.41%
其中：货币资金（亿元）	36.26	41.94	44.18	54.28	67.02	124.38
交易性金融资产（亿元）	3.40	17.68	30.13	24.10	28.50	36.47
应收款项（亿元）	23.24	33.84	31.77	37.39	32.79	37.95
预付款项（亿元）	34.50	42.79	57.87	65.57	78.73	125.07
其他应收款（亿元）	20.89	17.89	49.77	49.81	41.54	33.31
存货（亿元）	193.86	235.68	299.39	306.74	397.06	499.53
其他流动资产（亿元）	20.06	61.69	61.85	45.24	29.09	31.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	46.56	64.18	134.98	144.19	174.29	188.20
	11.62%	11.72%	18.00%	18.98%	19.48%	16.59%
长期应收款（亿元）	0.35	2.95	16.35	11.17	9.14	8.86
长期股权投资（亿元）	11.57	13.18	41.56	35.88	88.14	96.86
投资性房地产（亿元）	6.69	7.85	21.03	21.13	19.30	18.59
固定资产（亿元）	11.58	13.51	16.32	20.49	22.14	26.02
递延所得税资产（亿元）	7.76	12.93	14.71	15.86	17.71	17.73
期末全部受限资产账面金额（亿元）	49.96	62.06	62.44	178.34	187.12	222.88
期末全部受限资产评估价值（亿元）	49.96	62.06	62.44	178.34	187.12	222.88
期末抵质押融资余额（亿元）	21.36	31.26	33.45	46.70	70.61	111.31
受限资产账面余额/总资产（%）	12.47	11.33	8.75	23.47	20.91	19.65

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。2020 年末公司资产总额为 1134.16 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 945.96 亿元，占资产总额的比重为 83.41%，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 124.38 亿元、36.47 亿元、37.95 亿元、125.07 亿元、33.31 亿元、499.53 亿元和 31.64 亿元。其中，货币资金较上年末增加较多，主要是当年房地产业务预收房款及供应链管理业务期末回款资金增加所致；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 93.65%，2020 年末公司应收账款坏账准备余额为 5.62 亿元；年末存货账面价值中，房地产开发成本为 374.30 亿元，库存商品 104.93 亿元，年末存货跌价准备余额为 3.98 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、固定资产和递延所得税资产构成，2020 年末金额分别为 8.86 亿元、96.86 亿

元、18.59 亿元、26.02 亿元和 17.73 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；长期股权投资自 2019 年后增加较多，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 2020 年末，该公司受限资产账面价值合计为 222.88 亿元，主要包括 2.75 亿元货币资金、3.11 亿元交易性金融资产、1.66 亿元存货（库存商品）、177.25 亿元存货（开发成本）、8.33 亿元固定资产和 8.48 亿元投资性房地产。另外，公司还有 20.50 亿元货币资金因商品房预售监管受限和国贸期货有限公司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 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率（%）	122.40	148.03	143.52	137.75	132.85	148.22
速动比率（%）	43.46	62.78	60.14	54.43	45.11	50.34
现金比率（%）	14.75	18.25	17.34	17.54	17.61	25.20

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理。

2020 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 148.22% 和 50.34%，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 2020 年末，该公司对合并范围外的担保金额为 0.17 亿元，担保对象为远洋控股集团（中国）有限公司⁵。截至 2020 年末，公司计提的预计负债为 0.17 亿元，其中未决诉讼计提的预计负债为 0.05 亿元，产品质量保证计提的预计负债为 0.12 亿元。公司未决诉讼具体情况如下：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）厦中法经民初字第 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

⁵ 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。

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 2020 年末，母公司资产总额为 658.71 亿元，负债总额为 470.69 亿元，净资产为 188.02 亿元，资产负债率为 71.46%。2020 年母公司实现营业收入 1516.82 亿元，净利润为 24.05 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 39.08 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 2021 年 3 月末，公司获得的银行综合授信总额⁶为 1406.17 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综合授信额度合计为 742.22 亿元；公司授信总额中，已使用额度为 853.73 亿元，尚余 553.44 亿元额度未使用，公司仍有一定的后续融资空间。

图表 23. 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）	1406.17	583.28	265.71	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	93.17	75.63	67.46	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	649.05	159.00	73.06	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.78	40.23	52.88	—

资料来源：根据厦门国贸所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

跟踪评级结论

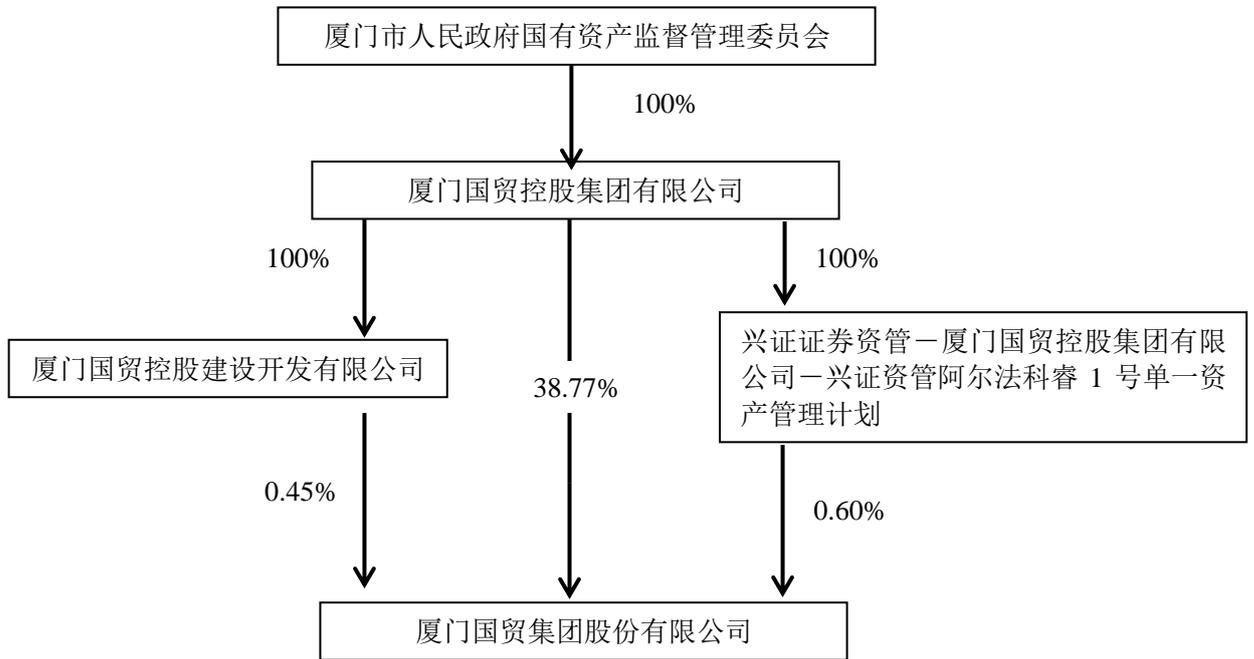
跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，实际控制人仍为厦门市国资委，公司能够得到厦门市国资委的持续支持。得益于近年来大宗商品贸易业务的量价齐升，跟踪期内公司业务运行总体平稳有序，业务规模继续增长，市场地位进一步巩固。但跟踪期内公司大宗商品贸易的毛利率进一步降低，需关注其后续的经营效率改善情况。

⁶ 包括开具信用证等额度。

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。

附录一：

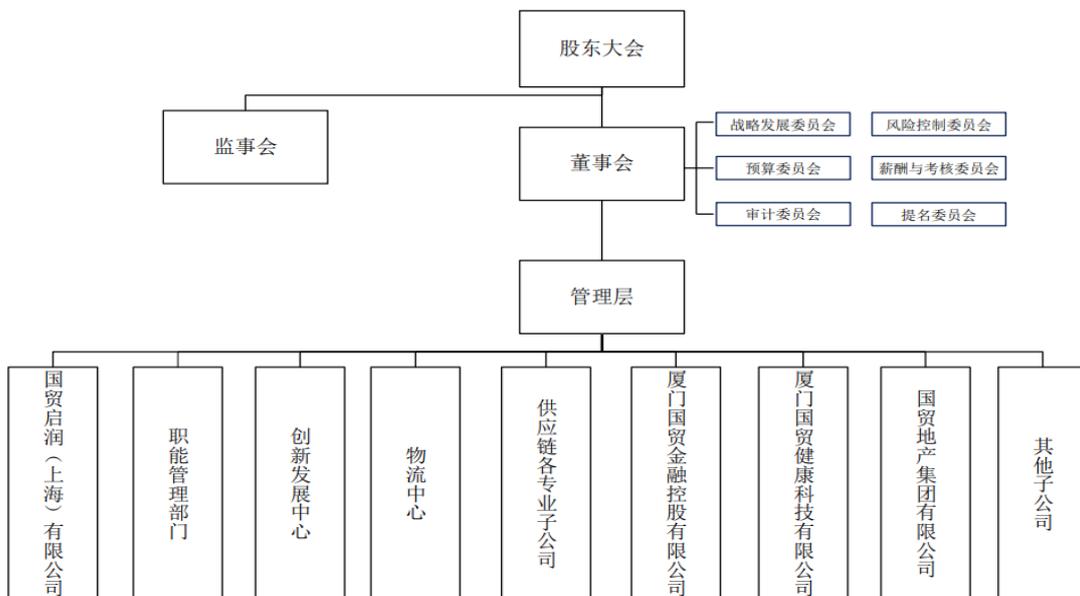
公司与实际控制人关系图



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 2021 年 2 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	2020 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	550.36	503.24	4021.26	54.42	12.05	88.92	
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	511.67	243.03	3510.89	29.07	-16.85	53.09	
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	62.31	111.33	136.66	10.52	-15.49	19.68	

注：根据厦门国贸 2020 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]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	759.75	894.73	1,134.16
货币资金 [亿元]	54.28	67.02	124.38
刚性债务[亿元]	380.46	450.73	511.67
所有者权益 [亿元]	149.04	161.39	243.03
营业收入[亿元]	2,065.98	2,180.47	3,510.89
净利润 [亿元]	24.67	24.57	29.07
EBITDA[亿元]	48.85	47.70	53.09
经营性现金净流入量[亿元]	43.08	-35.78	-16.85
投资性现金净流入量[亿元]	-25.48	-10.72	6.75
资产负债率[%]	80.38	81.96	78.57
权益资本与刚性债务比率[%]	39.17	35.81	47.50
流动比率[%]	137.75	132.85	148.22
现金比率[%]	17.54	17.61	25.20
利息保障倍数[倍]	3.36	3.50	3.12
担保比率[%]	1.51	1.39	0.07
营业周期[天]	61.55	66.63	51.19
毛利率[%]	3.43	3.05	1.92
营业利润率[%]	1.64	1.46	1.06
总资产报酬率[%]	6.18	5.48	4.99
净资产收益率[%]	15.42	15.83	14.38
净资产收益率*[%]	16.75	17.86	17.29
营业收入现金率[%]	108.99	111.07	109.71
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.84	-7.24	-2.85
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.96	-5.32	-1.24
EBITDA/利息支出[倍]	3.53	3.69	3.27
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.11	0.11

注：表中数据根据厦门国贸经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算。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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	3	
		市场竞争	1	
		盈利能力	1	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	2	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	9	
		负债结构与资产质量	8	
		流动性	1	
		个体风险状况		3
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		上调	
主体信用等级			AAA	

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型 名称及版本	报告(公告) 链接
主体 评级	历史首次 评级	2015年2月27日	AA+/稳定	刘云、熊桦	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果 变化	2019年5月16日	AAA/稳定	陈思阳、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月29日	AAA/稳定	陈思阳、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年5月21日	AAA/稳定	王科柯、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
国贸转债	历史首次 评级	2015年2月27日	AA+	刘云、熊桦	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果 变化	2019年5月16日	AAA	陈思阳、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月29日	AAA	陈思阳、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年5月21日	AAA	王科柯、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

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。