



信用等级通知书

信评委函字[2019]G330-X号

厦门国贸集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“厦门国贸集团股份有限公司公开发行2019年可续期公司债券（面向合格投资者）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年七月十二日

厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（面向合格投资者）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	厦门国贸集团股份有限公司
发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 45 亿元（含 45 亿元），采用分期发行方式。具体各期限品种发行规模根据公司资金需求和发行市场情况，在前述范围内确定。
债券期限	本次债券以每 M 计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 M 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。M 不超过 5 年（含 5 年）。
债券利率	本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。
偿还方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，本次债券每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
偿付顺序	本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
续期选择权	本次债券以每 M 计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 M 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。M 不超过 5 年（含 5 年）。
赎回选择权	（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息权	本次债券附设递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（面向合格投资者）”信用评级为 AAA，该级别反映了本次债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体厦门国贸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。中诚信证评肯定了公司显著的区位优势、持续发展的多元化业务格局、供应链板块较强的竞争优势以及畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持。同时，我们也关注大宗商品价格波动、房地产市场调整变化及短期偿债压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 区位优势显著。厦门作为我国东南沿海经贸港口城市，近年来经济呈现较快发展趋势，2018 年厦门市地区生产总值 4,791.41 亿元，按可比价格较上年增长 7.7%，高于全国平均增长水平 1.1 个百分点，且 2015 年福建自贸试验区挂牌成立，为公司贸易和房地产业务发展提供了良好的外部条件。
- 持续发展的多元化业务格局。供应链业务经营规模不断提升的同时，房地产业务的稳步发展对公司利润增长形成较强支撑。2018 年以来，公司调整业务布局，将汽车经销业务整体出售，收购金控、信托和证券等部分股权，金融服务业务竞争力进一步增强。持续发展的多元化业务格局使得公司收入规模稳步增长。
- 供应链管理板块较强的竞争力。近年来，公司通过与上下游建立稳固合作关系，纵向延伸产业链条、横向扩充贸易品种并加大风险管理力度，供应链管理板块业务实力日益增强。

概况数据

厦门国贸	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益 (亿元)	179.16	260.00	259.77	264.23
总资产 (亿元)	547.73	713.81	759.75	944.45
总债务 (亿元)	154.73	207.83	262.91	439.87
营业总收入 (亿元)	980.77	1,646.51	2,065.98	497.57
营业毛利率 (%)	5.38	4.12	3.43	4.02
EBITDA (亿元)	26.21	40.23	48.85	-
所有者权益收益率 (%)	7.71	8.36	9.50	14.07
资产负债率 (%)	67.29	63.58	65.81	72.02
总债务 / EBITDA (X)	5.90	5.17	5.38	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.81	3.76	3.53	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2019 年一季度所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 7 月 12 日

2016~2018 年公司供应链管理收入规模分别为 873.88 亿元、1,416.70 亿元和 1,872.51 亿元，规模优势突出。

➤ 畅通的融资渠道。作为主板上市公司，公司具有较强的直接融资能力。同时，公司拥有良好的银企关系，间接融资能力较强，截至 2019 年 3 月末，公司合并口径取得各银行授信总额为 972.63 亿元，未使用的授信额度为 379.15 亿元，为公司提供了充足的流动性支持。

关 注

- 经营环境变化影响。公司供应链运营及房地产业务易受经济波动影响，近年来宏观经济增速放缓、大宗商品价格波动明显以及国内房地产市场调整压力加大使得公司业务发展的不确定性增加。
- 负债水平较高，短期偿债压力较大。近年来，公司供应链管理业务规模持续扩大，带动公司债务总额大幅增长，截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率 72.02%，负债水平较高，总债务为 439.87 亿元，其中短期债务为 387.70 亿元，长短期债务比 7.43 倍，短期偿债压力较大。
- 经营活动净现金流波动较大。受供应链管理业务赊销和房地产业务销售回款规模、拿地规模波动的影响，公司经营性现金流波动较大，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司经营活动净现金流量分别为 22.88 亿元、-84.23 亿元、43.08 亿元和 -45.80 亿元。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

公司概况

厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”或“公司”）前身厦门经济特区国际贸易信托公司（以下简称“厦门信托”）成立于 1980 年 12 月，厦门信托于 1993 年 2 月以定向募集方式独家发起设立厦门国贸集团股份有限公司。1996 年，公司在上海证券交易所上市（股票简称“厦门国贸”，股票代码“600755”），首次向社会公众发行人民币普通股 1,000 万股。后经数次送股、配股、增发新股、资本公积转增股本及债转股后，截至 2019 年 3 月 31 日，公司注册资本 18.16 亿元，其中控股股东厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”）及其一致行动人持有公司 33.87% 的股权，公司最终控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司主营业务分为供应链管理、房地产经营和金融服务三大板块，营业范围涉及进出口及国内贸易、房地产开发与经营、码头物流业、制造业、服务业及实业投资等，主要经营铁矿、钢材、PTA、汽车、白银、煤炭、纸浆、橡胶、化工等大宗商品，与贸易相关的仓储设施、船舶航运、货柜堆场、业务网点等物流服务以及高端楼盘开发等。2018 年以来，公司调整业务布局，将汽车经销业务整体出售给同一控制人下属子公司厦门信达股份有限公司（以下简称“信达股份”）及信达股份下属子公司，避免同业竞争；同期，收购厦门国贸金融控股有限公司（以下简称“国贸金控”）100% 股权，受让兴业国际信托有限公司（以下简称“兴业信托”）8.4167% 股权及世纪证券有限责任公司（以下简称“世纪证券”）44.65% 股权，金融服务业务竞争力进一步增强。

截至 2018 年末，公司资产总额 759.75 亿元，所有者权益 259.77 亿元，资产负债率 65.81%；2018 年，公司实现营业总收入 2,065.98 亿元，净利润 24.67 亿元，经营活动净现金流 43.08 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 944.45 亿元，所有者权益 264.23 亿元，资产负债率 72.02%；

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 497.57 亿元，净利润 9.29 亿元，经营活动净现金流-45.80 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（面向合格投资者）
发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 45 亿元（含 45 亿元），采用分期发行方式。具体各期限品种发行规模根据公司资金需求和发行市场情况，在所述范围内确定。
债券期限	本次债券以每 M 计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 M 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。M 不超过 5 年（含 5 年）。
票面金额和发行价格	本次债券票面金额为人民币 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。
续期选择权	本次债券以每 M 计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期（即延续 M 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。M 不超过 5 年（含 5 年）。
赎回选择权	（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息权	本次债券附设递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。
偿还方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，本次债券每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
偿付顺序	本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
募集资金用途	扣除发行费用后，本次债券募集资金拟用于偿还公司债务、补充营运资金等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

外贸行业概况

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010 年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011 年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012 年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国 GDP 同比增长 7.8%，是进入 1999 年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额 3.87 万亿美元，同比增长 6.2%。2013 年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额 4.16 万亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.6%，增速较上年同期上升了 1.4 个百分点，其中，出口 2.21 万亿美元，增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，增长 7.3%，进口增速显著提升。2014 年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，其中出口总额 2.34 万亿美元，同比增长 6.1%，进口总额 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%。2015 年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015 年我国进出口总额 3.96 万亿美元，同比下降 8.0%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。2016 年，受大宗商品价格低迷，发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，国内经济下行压力仍较大，2016 年我国进出口总额 3.7 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口 2.1 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.6 万亿美元，同比下降 5.5%。2017 年，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，我国进出口总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口 2.26 万亿美元，进

口 1.84 万亿美元。2018 年，我国进出口总额 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%，其中出口 2.48 万亿美元，同比增长 9.9%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012 年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差 0.23 万亿美元，同比大幅增长 48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012 年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了 0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013 年，我国实现贸易顺差 0.26 万亿美元，同比增长 12.55%；2013 年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014 年我国实现贸易顺差 0.38 万亿美元，同比增长 47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面 2014 年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015 年，我国实现贸易顺差 0.59 万亿美元，同比增长 56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015 年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016 年，我国实现贸易顺差 0.51 万亿美元，同比下降 13.9%。2017 年，我国实现贸易顺差 0.42 万亿美元，继续收窄。2018 年，我国实现贸易顺差 0.35 万亿美元，同比收窄 16.2%。

图 1：2006~2018 年我国进出口总额和贸易顺差情况



资料来源：商务部，中诚信证评整理

在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近来，中美贸易摩擦加剧，贸易战后续发展存在很大不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

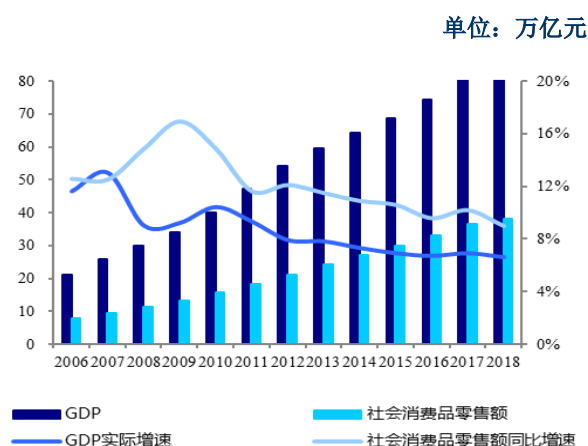
但另一方面，近期国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术设备和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%。2017 年，国内生产总值 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。2018 年，我国国内生产总值 900,309.5 亿元，同比增长 6.6%；社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%。

图 2：2006~2018 年我国 GDP 和社会消费品

零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划

《(2011-2015)》中指出着力加强流通基础设施建设,重点加强农村和农产品流通基础设施建设;加强现代流通体系建设,完善分销体系,推动内贸领域改革与创新,全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划从政策上加大对消费的开拓力度,形成扩大消费的长效机制,更好地服务经济结构调整转型。2016年11月,《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布,针对“十三五”期间我国内贸流通发展,提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施,以推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境,到2020年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。2016年11月,我国商务部等13部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》(商秩发〔2016〕427号),部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动(以下简称“专项行动”)。为推进专项行动实施,2017年6月,我国商务部印发了《2017年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》(商办秩函〔2017〕184号,以下简称“方案”),方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点,促进消费需求扩大和消费升级。其中,在畅通流通网络方面,提出融通线上线下渠道,支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新,支持流通与相关产业跨界融合等措施;在降低流通成本方面,主要提出降低三大成本,降低制度性成本,继续推进降费减税,降低技术性成本,推动农产品冷链物流标准化,降低组织性成本,鼓励流通企业扩大连锁经营规模,全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大,推动消费升级,形成长效机制,更好地服务经济结构调整转型。

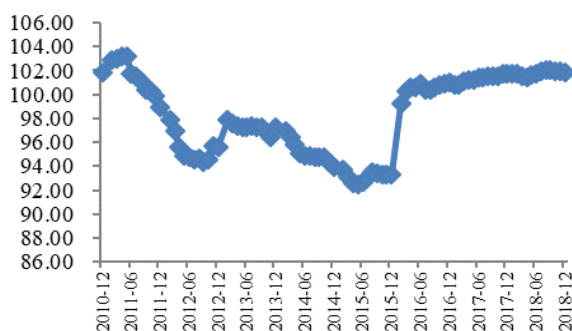
总体上,近年来,我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企,对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市

场起点较低,未来经济发展将会促进我国内需的释放;同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略,有利于形成城镇化和城镇化均衡发展,也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

房地产行业概况

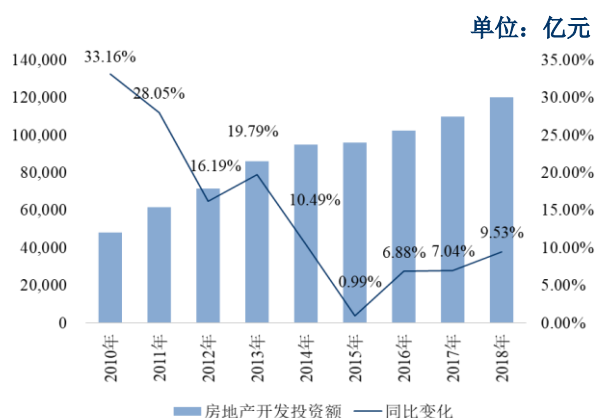
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一,在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来,中国房地产行业得到快速发展,国房景气指数持续提升,并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后,受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响,国内房价出现十年来的首次下跌;2009年随着国家信贷宽松政策出台,商品房销售情况有所好转;2010年以来,为抑制房价过快上涨,国务院先后出台多项调控政策,房地产市场再次步入调整阶段;2012年,在中央继续保持从紧政策的同时,地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求,商品房销售开始逐步回升;2014年,房地产市场短期供过于求,且受价格预期变化等因素影响,房地产市场销售下滑,国房景气指数亦随之下降;进入2015年,随着一系列宽松的行业政策出台,国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳,上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策,国房景气指数有所调整,但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行,于2017年12月达到101.72点,但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响,景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年,各线城市调控政策持续高压,1~4月国房景气度持续回落,但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性,5~9月期间国房景气度有所回升,9月份上涨至102.01点。9~12月,国房景气指数小幅回落,12月为101.85点,比9月份下降0.16点。

图 3：2011~2018 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 4：2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的产业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53% 至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2%

和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9% 和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

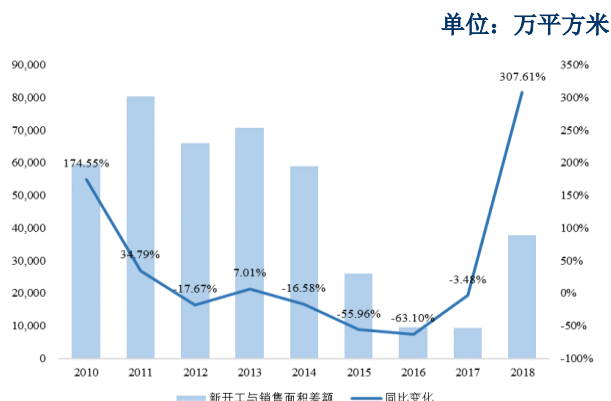
单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。

2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。

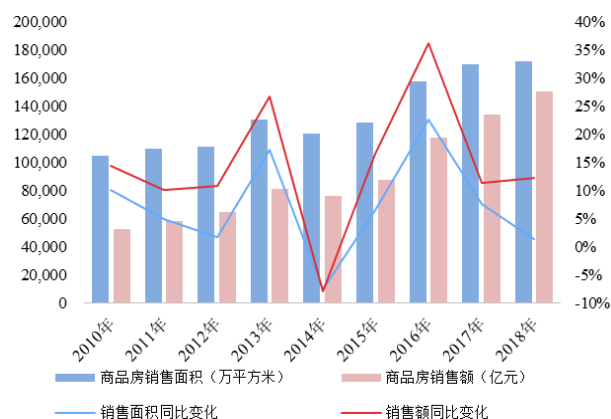
图5：2010~2018年商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年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，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.47个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售额同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售额同比增长0.7%。

图6：2010~2018年商品房销售情况



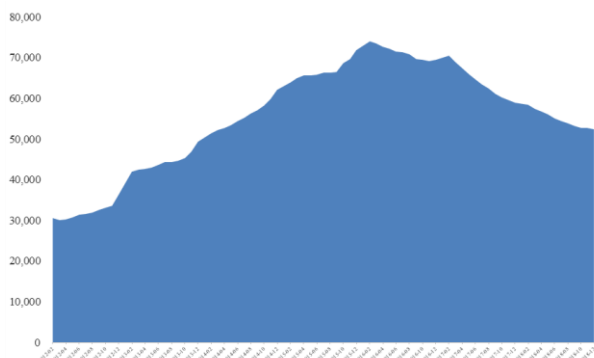
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售额79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售额33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售额31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售额5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年下降2.1个百分点。分城市能级来看，2018年12月，一线城市住宅均价达41,368元/平方米，较上年同期增长0.4%，增速同比下降1.0个百分点；二线城市住宅均价达13,582元/平方米，较上年同期增长7.1%，增速同比下降0.6个百分点；而三线城市住宅均价达9,061元/平方米，较上年同期增长8.7%，增速同比下降3.8个百分点¹。受2016年10月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、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；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

图 7：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

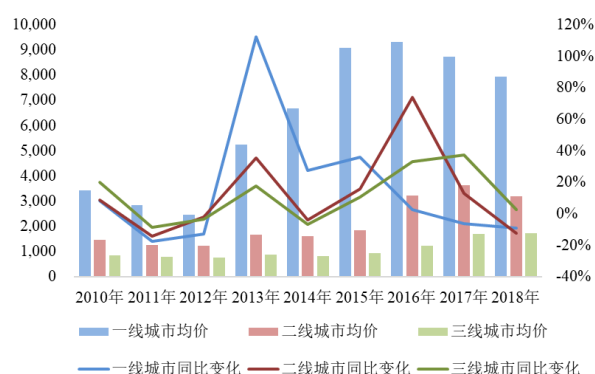
土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为 -3.45%、15.81% 和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45% 和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04% 和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧

缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67% 至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05% 和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58% 和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 8：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

房地产行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。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。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时

环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，中国证监会和住房城乡

建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年 5 月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年 12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒

的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

总体来看，2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

区域环境

区域性的贸易活动与区域经济发展息息相关。福建省是我国经济发展大省，经济发展的内在动力和活力增强，经济增长质量较好。近年来，福建经济持续增长，福建省 GDP 增速始终高于全国平均水平，固定资产投资稳步增长。2015 年以来，福建省进一步推进海西规划的全面落实，经济运行呈现

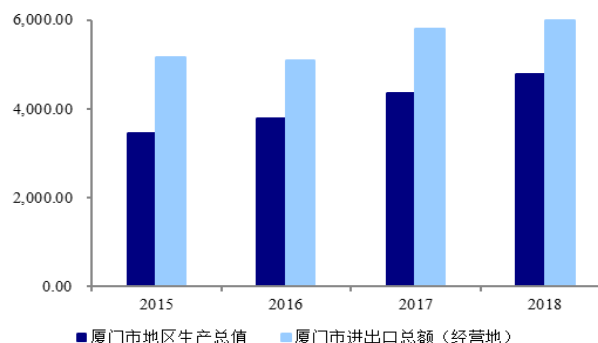
持续了增长的良好态势，但增速有所放缓。2015 年，福建省实现地区生产总值 25,979.82 亿元，同比增长 9.0%；全年社会消费品零售总额 10,505.93 亿元，比上年增长 12.4%。其中，城镇消费品零售额 9,448.57 亿元，增长 12.2%；乡村消费品零售额 1,057.36 亿元，增长 14.1%。按消费形态统计，商品零售额 9,396.46 亿元，增长 12.7%；餐饮收入额 1,109.47 亿元，增长 10.0%。2016 年，福建省实现

地区生产总值 28,810.58 亿元，按不变价同比增长 8.4%；社会消费品零售总额 11,674.54 亿元，同比增长 11.1%。其中，城镇消费品零售总额 10,501.75 亿元，增长 10.9%；乡村消费品零售总额 1,172.79 亿元，增长 12.7%。按消费形态统计，商品零售额 10,453.40 亿元，增长 11.4%；餐饮收入额 1,221.14 亿元，增长 9.1%。2017 年，福建省实现地区生产总值 32,298.28 亿元，按不变价同比增长 8.1%；社会消费品零售总额 13,013.00 亿元，同比增长 11.5%。2018 年，福建省实现地区生产总值 35,804.04 亿元，同比增长 8.3%；社会消费品零售总额 14,317.43 亿元，同比增长 10.8%。社会消费品零售总额的持续增长有利于福建省零售业的持续发展。

厦门市的经济 and 外贸发展形势与福建省类似。2015 年，厦门市地区生产总值 3,466.01 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.2%；同期社会消费品零售总额同比增长 8.9%至 1,168.42 亿元。2016 年，由于产业结构不断优化，经济效益逐渐向好，加上固定资产投资增长较快，厦门市地区生产总值 3,784.25 亿元，同比增长 7.9%；同期社会消费品零售总额同比增长 9.8%至 1,283.46 亿元，消费市场呈现平稳增长趋势。2017 年，厦门市地区生产总值 4,351.18 亿元，同比增长 7.6%；同期社会消费品零售总额 1,446.74 亿元，同比增长 12.7%。外贸方面，2015 年，厦门市外贸进出口 832.91 亿美元，比上年下降 0.2%；其中出口增幅 0.6%，进口降幅 1.8%。2016 年，厦门市进出口贸易持续低迷，外贸进出口 5,091.55 亿元，比上年同期下降 1.4%，其中出口降幅 6.7%，进口增幅 8.0%。2017 年，厦门市外贸进出口 5,816.04 亿元，同比增长 14.3%，其中出口增长 5.2%，进口增长 28.4%，回升明显。受中美贸易战带来的悲观情绪影响，2018 年，厦门市外贸进出口 6,002.03 亿元，同比增长 3.2%，其中出口增长 2.6%，进口增长 4.0%。

图 9：2015~2018 年厦门市地区生产总值及进出口情况

单位：亿元



资料来源：厦门市统计局，中诚信证评整理

房地产方面，2016 年，厦门市房地产开发投资 765.80 亿元，同比减少 1.1%，下滑速度趋缓。从开工情况来看，2016 年全市房地产新开工面积出现较大回落，全年新开工面积为 548.46 万平方米，下降 7.4%。从销售面积来看，2016 年厦门商品房销售面积为 570.83 万平方米，下降 27.8%，销售额 920.29 亿元，下降 24.3%。2017 年，厦门市房地产开发投资 879.86 亿元，同比增长 14.9%；全市房地产新开工面积为 605.41 万平方米，同比增长 10.4%；厦门商品房销售面积为 527.88 万平方米，下降 0.19%，销售额 1,192.98 亿元，同比增长 12.67%。2018 年，厦门市房地产开发投资 884.58 亿元，同比增长 0.50%；全市房地产新开工面积为 414.56 万平方米，同比下降 30.5%；厦门商品房销售面积为 529.42 万平方米，下降 0.30%，销售额 1,106.85 亿元，同比减少 7.2%。

此外，厦门自贸试验区于 2015 年 03 月 01 日正式挂牌，根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。作为福建自贸试验区最大的片区，厦门自贸试验区总面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。其目标定位为发展航运物流、口岸进出口、保税物流、加工增值、服务外包、大宗商品交易等现代临港产业，构建高效便捷、绿色低碳的物流网络和服务优质、功能完备的现代航运服务体系，成为立足海西、服务两岸、面向国际，具有全

球航运资源配置能力的亚太地区重要的集装箱枢纽港。中诚信证评认为，自由贸易园区的发展将有助于厦门在制度框架与法律法规上与国际投资、贸易通行规则形成衔接，营造国际化营商环境，为厦门市带来更多的发展机会。

总体来看，厦门经贸港口城市的特殊优势为贸易企业发展提供了较好的外部条件；同时较为发达的经济、较高的人民生活水平以及优良的自然环境也在一定程度上支撑了房地产行业的发展。然而中诚信证评也关注到，房地产行业调控政策变化及大宗商品价格波动等因素对公司业务经营产生一定不利影响。

竞争优势

多业务板块区域竞争实力突出，整体抗市场风险能力强

公司系福建省和厦门市综合实力很强的地方支柱企业之一，2011~2018 连续八年入选世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”排行榜，2018 年排名第 207 位，品牌价值 221.61 亿元。同时为中国服务业企业 500 强，国家 5A 级物流商。由于公司地处厦门，随着两岸经贸交流不断加强，公司将依托地域和政策优势，在对台业务方面取得更多进展。

近年来，公司持续推进供应链、房地产和金融三大主业间的跨界融合与模式创新，形成较强的竞争优势。公司的贸易和物流业务在核心产品上具有领先的市场地位，与上下游的合作关系稳固，并具备成熟的销售渠道和营销网络。公司的房地产业务凭借着较好的品质，在区域市场中具备较高的品牌影响力和认知度。公司在深耕原有区域市场的同时，适时进行异地发展，使得房地产业务保持持续、健康发展。金融服务从事包括期货及衍生品、实体产业金融服务及投资业务等，与供应链业务协同明显，是公司业绩提升的重要补充。此外，2018 年以来，公司及下属子公司福建启润贸易有限公司收购公司控股股东国贸控股持有的国贸金控 100% 股权，开拓现有金融业务的相互协同及发展，加快公司在金融领域的业务布局。

整体来看，厦门经济特区的强劲发展以及两岸

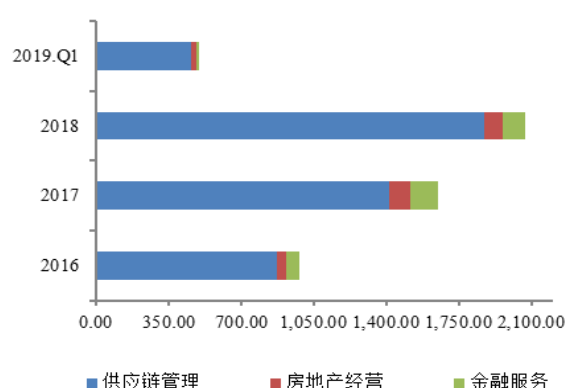
经贸交流的加强为公司的发展创造了一个良好的企业发展宏观环境，而公司三大主业供应链、房地产以及金融服务在区域内及行业内均拥有很强的竞争实力及抗风险能力。

业务运营

公司主营业务包括供应链管理、房地产经营和金融服务等三大板块。2018 年以来，公司整体出售汽车经销业务，收购国贸金控，投资兴业信托及世纪证券等，调整业务布局，业务规模进一步增长。2016~2018 年，公司分别实现主营业务收入 980.77 亿元、1,646.51 亿元和 2,065.97 亿元，近三年年均复合增长率为 45.14%。从收入贡献来看，近年来供应链管理板块对收入的贡献高达 85% 以上，其中 2018 年公司供应链管理、房地产经营和金融服务板块分别实现营业收入 1,872.51 亿元、89.01 亿元和 104.45 亿元，在当年总营业收入占比分别为 90.64%、4.31% 和 5.06%。2019 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 497.57 亿元，同比增长 42.74%，其中供应链管理板块、房地产经营板块和金融服务板块营业收入分别为 457.33 亿元、29.40 亿元和 10.84 亿元。

图 10：公司营业收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供应链管理

公司的供应链管理板块业务包括大宗贸易、物流服务、汽车经销和商业零售四大板块。其中大宗贸易是公司的传统核心业务，在供应链管理板块占据主导地位，物流服务、汽车经销和商品零售业务是贸易板块的有力补充。2018 年，公司将汽车经销

业务整体出售给信达股份及其子公司。目前公司在长三角、珠三角、环渤海、西南地区和香港等地区成立了五大区域公司。在我国东北、中部、华东、台湾和东盟地区的印尼等地设办事处，还合资成立美国公司，建立了丰富的客户网络资源。

公司将贸易和物流优化整合，向现代化供应链管理深入，有效控制客户及供应商信用风险，供应链管理板块业务收入实现稳定增长，2016~2018 年，分别实现营业收入 873.88 亿元、1,416.70 亿元和 1,872.51 亿元，近三年年均复合增长率为 46.38%。2019 年 1~3 月，公司供应链管理业务实现营业收入 457.33 亿元，同比增长 47.97%。

大宗贸易

公司大宗贸易业务主要由公司本部部门组织控股子公司开展，在以自营为主、代理为辅的模式

基础上，充分利用其多年的贸易行业经验以及所建立的贸易网络，通过与供应商建立战略合作关系，获得优惠的贸易条件，降低业务风险；同时为客户提供货源增值和供应链管理增值等服务，稳固客户关系，获得稳定的业务利润。此外，公司还通过参股、合作等方式实现向贸易业务上下游价值链的拓展和延伸，逐步形成稳定的、可持续发展的增值贸易商业模式。

在贸易品种方面，公司进口商品主要包括铁矿、煤炭、纸浆、木材、饲料等，进口国主要系澳大利亚、巴西、印度、加拿大、俄罗斯、印度尼西亚等；出口商品主要为船舶、硅镁制品、纺织品、服装等；国内贸易主要涉及钢材、橡胶、汽车、纺织及其原料、纸及其制品等品种。

表 4：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司前五大贸易品种

单位：亿元、%

2016			2017			2018			2019.1~3		
贸易品种	营业收入	营业毛利率	贸易品种	营业收入	营业毛利率	贸易品种	营业收入	营业毛利率	贸易品种	营业收入	营业毛利率
钢材	143.33	2.03	钢材	336.38	1.2	钢材	452.26	0.94	钢材	102.02	1.57
铁矿石	139.26	3.24	化纤	194.53	-0.96	铁矿	262.03	1.43	铁矿	83.32	2.73
化纤	63.74	1.43	铁矿石	177.74	-0.24	铜	197.20	-0.39	铜	61.83	0.63
纸制品	61.00	2.03	纸制品	94.74	3.49	化纤	146.12	1.62	化纤	31.39	-2.40
白银	45.41	1.51	煤炭	78.51	1.96	纸制品	145.50	1.65	纸制品	29.86	0.94
合计	452.74	-	合计	867.19	-	合计	1,203.11	-	合计	308.42	-

注：表中化纤含 PTA。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，公司铁矿业务以进口为主，主要从澳大利亚、巴西、印度、加拿大、俄罗斯、乌克兰等国家采购，为国内钢铁企业提供铁矿资源，销售区域覆盖全国。为进一步稳定上游供应资源，公司于 2013 年与澳大利亚罗伊山铁矿有限公司签订铁矿石长期采购协议，协议合同累计金额约 100 亿元人民币，采购期间从 2015 年 9 月起至 2020 年 9 月止，采购价格通过市场化方式确定。公司签订长期供货协议占比约为 30%，剩余均为现货采购。2018 年公司铁矿贸易上游前五大供应商占采购金额的 36.07%。公司通过长协、股权合作等形式在锁定产业链上下游资源的同时，推行精细化库存管理和采购模式，提升了客户的

粘合度，实现了规模的持续增长。公司下游企业以国内钢铁企业为主，主要采用款到交货方式销售，即先收下家款项后放货，2016~2018 年，公司铁矿砂业务销量分别为 3,366.62 万吨、5,045.17 万吨和 7,401.94 万吨。受铁矿业务量增长和铁矿价格波动的综合影响，2016~2018 年，公司铁矿砂业务分别实现营业收入 139.26 亿元、177.74 亿元和 262.03 亿元。其中，2018 年公司铁矿贸易前五大客户销售收入占铁矿业务销售收入的 29.23%，第一大销售客户福建三钢闽光股份有限公司（以下简称“三钢闽光”）占铁矿业务销售收入的 18.49%，三钢闽光系公司参股企业，与公司保持了长期合作关系，客户集中风险可控。

表 5：2016~2018 年公司铁矿业务收入构成

单位：万吨、亿元

	2016	2017	2018
总销量	3,366.62	5,045.17	7,401.94
营业总收入	139.26	177.74	262.03
其中：进出口贸易	66.79	98.34	110.55
转口贸易	60.95	66.83	117.18
内贸	11.51	12.58	34.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司钢材业务以内贸为主，在全国市场占有率位居前列，经营品种主要有板材、建材、钢坯等，主要供应商分布于福建、华北、东北、西南等地，销售市场集中在福建、广州、上海、江苏、天津、成都、重庆等地。公司是各大钢厂的主要贸易商及长协客户，采购渠道相对稳定，货款结算主要采用全额预付款，2018 年钢材贸易前五大供应商占采购金额的 23.00%。近年来，公司钢铁业务对重点供应商实施统一采购以形成规模优势。2016~2018 年，公司钢材销售量分别为 865.92 万吨、1,029.03 万吨和 1,261.00 万吨；同期，钢材销售收入分别为 183.16 亿元、336.38 亿元和 452.26 亿元。公司钢材销售客户主要系批发商、次终端、终端工厂、市政工程、工程建筑商及自身房地产项目的施工单位等，主要采用款到发货，赊销比例极低。2018 年公司钢材贸易前五大客户占钢材贸易销售金额的 10.47%。为规避价格波动，公司在加大货物销售和回款力度以及加速资源周转的同时，采取套期保值等方式来控制市场风险。2019 年 1~3 月，公司钢材业务营业收入为 102.02 亿元。公司钢材业务所涉仓库主要以租赁为主，但委派人员驻库。公司通过租赁土地，自行进行仓库管理，除了增强库存安全管理，还增加了盈利渠道。目前在厦门、福州、广州、乐从、重庆、山东、天津、唐山、海南、南昌、邯郸等地均建立了自管库。

公司煤炭业务主营进口动力煤，目前已与国际大型能源公司建立稳定的采购渠道，进口货源有保障，主要进口国包括印尼、菲律宾、澳大利亚和俄罗斯等。销售方面，公司与中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司以及中国电力投资集团公司等大型发电集团建立了稳定的销售渠道，业务遍布华东、华南诸

多电厂，拥有一定的市场占有率。近年来，公司横向开拓红土镍矿等新品种的经营，纵向发展煤炭加工、物流配送、煤炭分销、供应链金融服务等环节业务，拓展煤炭供应链管理的广度和深度，2016~2018 年，煤炭业务收入分别为 44.82 亿元、78.51 亿元和 67.33 亿元，其波动主要受国际煤价、国内煤价变化及煤炭市场需求影响。从贸易结构来看，2018 年公司煤炭业务实现进出口贸易收入 38.59 亿元、转口贸易收入 4.79 亿元，国内贸易收入 23.95 亿元。

化纤业务方面，作为公司传统的贸易业务，近年来公司化纤业务发展较快，以内贸为主，包括 PTA、涤纶短纤等产品。业务区域上，公司化纤业务覆盖华东、华中、西南、东南、华南地区，销售总额在福建省内排名前列。公司化纤业务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。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司化纤贸易实现营业收入 63.74 亿元、194.53 亿元、146.12 亿元和 31.39 亿元。其中，2018 年公司化纤业务注重经营质量，适度收缩业务规模，营业收入有所下降，同期毛利率较上年度提升 2.58 个百分点。

纸及制品业务方面，公司主要经营铜版纸、白卡纸、双胶纸、白板纸、纸浆和废纸等品种，主要从广东、山东等地采购，已经取得了晨鸣纸业、东莞玖龙、东莞建晖纸业、华泰纸业以及太阳纸业等多家国内知名厂家的经销权，客户主要为终端客户和中间商等；同时，为延伸产业链，公司实行纸张、纸浆一体化经营，并已参股上游纸浆企业。公司的纸及制品贸易以国内贸易和转口贸易等为主。结算方式方面，公司主要以信用证、银票和现金等方式结算为主。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司纸及制品业务收入分别为 61.00 亿元、94.74 亿元、145.50 亿元和 29.86 亿元，随着贸易规模的扩大和产品价格的提升，营业收入呈上升态势。

总体来看，近年来，公司大宗贸易业务规模和收入保持较快增长；同时，公司产业链上下游资源和渠道较为稳定，运用套期保值等各类金融衍生工具对冲价格风险，期现结合、产融结合的业务模式

使得公司存货跌价风险较小。

物流服务

物流业务方面，公司物流综合服务业务主要以全资子公司厦门国贸泰达物流有限公司（以下简称“国贸泰达”）为平台，具体包括海运代理、报关代理、保税物流、堆场及仓储配送等业务，由国贸泰达及其下属的各专业公司负责经营，同时由国贸泰达的物流发展中心负责综合物流服务的协调和整合，具备向客户提供一站式物流服务的能力。公司仓储配送业务是物流服务链的枢纽业务，国贸泰达在厦门岛内、海沧区、自贸区内拥有标准化仓库用地近3万平方米，在全国范围内拥有自有仓库库容近5万平方米。公司在福建、广东、江苏、山东、辽宁等地租用社会仓库，由此构筑起具有仓储托管、流通加工、代理采购和集聚辐射能力的各区域区域性分拨中心。截至2019年3月末，拥有室内仓库面积15.11万平方米，其中自有仓库仓储面积9.77万平方米，租赁仓库面积为5.34万平方米。国贸泰达配备的集装箱车队，拥有30辆拖头和106个拖架。2018年公司集装箱陆路运输量分别为35,634TEU⁵，运输里程为243.51万公里。公司现有的配送平台覆盖国内沿海及内陆主要区域，现已布设300多个配送网点，运输线路深入全国二、三线城市，全国运输线路数量已达80条以上，辐射华东、华南、华中、西南、西北、华北和东北等各大区域。未来，公司将着重以轻资产的方式加快业务发展，以降低短期内的投资压力，提高经济效益。此外，国贸泰达空运部拥有一级货运代理资质，在福州和深圳成立空运站点，主营国际货物航空运输进出口业务及相关服务，空运航线覆盖全球。另，国贸泰达下辖的厦门国贸海运有限公司主要从事国内外干散货运输、内贸集装箱运输、船舶管理及租船等航运业务。2018年，公司物流业务实现营业收入31.13亿元，毛利润0.99亿元。

总体来看，近年来公司物流仓储等资产持续扩大，仓储、陆运、空运、航运等网络布局不断拓展，物流全链条服务体系有所完善。随着供应链管理业务发展，未来公司物流业务将获得进一步发展。

汽车经销

公司汽车经销业务的主要运营主体是国贸汽车股份有限公司（以下简称“国贸汽车”）和福建华夏汽车城发展有限公司（以下简称“华夏汽车城”），经过十几年的发展，经营业务涵盖进口汽车贸易、国产汽车专卖、二手车交易以及汽车用品商城等，并致力于开拓汽车互联网+、汽车金融、汽车租赁、新能源车、平行进口车等新兴业务，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。截至2018年9月末，公司4S专营店合计23家，随着4S专营店数量的增长，公司汽车销售量亦出现明显的增加，2016~2017年及2018年1~9月公司汽车销售量分别为27,215辆、27,382辆和19,802辆；销售均价分别为13.18万元/辆、14.94万元/辆和15.86万元/辆。同时受益于汽车保有量的增加，2016~2017年及2018年1~9月公司汽车维修数量分别为18.91万辆、19.75万辆和15.31万辆，同期售后维修服务收入保持稳定增长，分别为2.98亿元、3.09亿元和2.47亿元。2017年以及2018年1~9月，公司汽车业务实现营业收入46.55亿元、35.71亿元。

2018年9月26日，公司发布《厦门国贸关于出售资产暨关联交易的公告》（以下简称“公告”），公告称，2018年9月21日公司董事会审议通过了《关于出售汽车板块股权暨关联交易的议案》（以下简称“议案”），公司将下属汽车经销业务整体出售给信达股份及其下属子公司，包括国贸汽车100%股权、华夏汽车城100%股权及国贸盈泰融资租赁（厦门）有限公司（以下简称“国贸盈泰”）25%股权，交易均采用现金方式支付，交易价格合计人民币52,690.63万元。2018年12月1日，公司发布的《厦门国贸出售资产暨关联交易的进展公告》称，议案交易标的对公司负有的债务已全部结清；公司为交易标的及其子公司向任何第三方负有的具有担保性质的债务已全部消灭。信达股份已按照《资产收购协议》要求，向公司及公司下属公司上海启润实业有限公司、宝达投资（香港）有限公司（以下简称“宝达香港”）支付全额标的资产收购价款，合计人民币52,690.63万元。本次交易完成后，公

司不再持有国贸汽车、华夏汽车城及国贸盈泰股权，国贸汽车、华夏汽车城、国贸盈泰成为信达股份直接或间接控制的子公司。

商业零售

公司商业零售业务板块包含美岁商业品牌代理（直营店）、国贸免税商场（百货）和美岁超市等三类业务类型，2017 年及 2018 年分别实现销售收入 2.59 亿元和 2.78 亿元，分别实现毛利润 6,763.09 万元和 4,997.52 万元。美岁商业品牌代理直营专卖店于 2009 年开始代理国际一线女装品牌 MaxMara，并在磐基名品中心开设首家门店，目前共有七家门店；国贸免税商场始创于 1988 年，前身为国务院批准成立的经济特区国营外币免税商场，是厦门经济特区唯一的一家经营进口免税商品的大型综合性商场，在厦门地区享有较高知名度，具有相对稳定的客户资源；厦门美岁超市有限公司经营品牌 MerrySeason 每时美季·生活超市于 2010 年迈开了高端超市区域连锁的步伐，与 40 多个国家/地区，近百个知名品牌合作，进口商品约占总商品的 70%。2018 年 7 月，子公司厦门美岁商业投资管理有限公司与浙江银泰投资有限公司共同出资设立厦门银泰美岁商业投资管理有限公司，加强公司在福建省内的新零售业务发展。

总体来看，近年来公司供应链管理业务在有效运用套期保值等各类金融衍生工具对冲大宗商品价格风险的同时，通过向物流、加工、金融等服务链条的延伸，为上下游产业链客户提供深度服务，业务规模实现较快增长。需要关注的是，未来国内外贸易环境变化及大宗商品价格波动给公司贸易业务发展带来的影响。

房地产经营

公司房地产业务主要以全资子公司国贸地产集团有限公司（以下简称“国贸地产”）为平台，国贸地产定位于高品质商品住宅开发商。作为厦门第一家拥有自主品牌的房地产公司，国贸地产一直致力于品牌的打造，“金钥匙”商标先后获得厦门市和福建省著名商标称号。

自 1993 年进行房地产开发以来，国贸地产已开发了国贸大厦、国贸花园、国贸新城、国贸广场、

国贸海景、国贸信隆城、国贸怡祥大厦、国贸阳光、国贸春天、国贸蓝海、国贸金门湾、国贸润园等一系列商品住宅及写字楼项目，业务覆盖福建省内城市、华东与华中区域的省会及其他一二线城市。国贸地产综合开发实力一直居于厦门市场前十，经营和发展较为平稳。

2016~2018 年公司新开工面积分别为 20.09 万平方米、33.70 万平方米和 103.34 万平方米，竣工面积分别为 36.21 万平方米、113.11 万平方米和 68.90 万平方米。其中，2017 年厦门国贸金融中心、厦门国贸商城同悦、龙岩天琴湾 A 地块、龙岩天琴湾 B 地块、南昌国贸春天、漳州润园一期二标和上海天悦 37A 地块七个项目竣工，当期竣工面积大幅增长。2016~2018 年公司签约销售面积分别为 66.71 万平方米、47.94 万平方米和 38.41 万平方米。其中，2017 年以来公司房地产项目所在的各城市相继出台限价、限售、限备案、限购、限贷等一系列调控升级政策，公司销售面积同比有所下降。截至 2019 年 3 月末，国贸地产在售房地产项目共有 19 个，累计可售建筑面积 64.16 万平方米。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司房地产签约销售收入分别为 103.76 亿元、72.31 亿元、76.64 亿元和 30.26 亿元。

表 6：2016~2019.3 公司房地产板块主要经营指标

单位：万平方米、亿元

	2016	2017	2018	2019.1~3
新开工面积	20.09	33.70	103.34	0.00
竣工面积	36.21	88.03	68.90	8.96
签约销售面积	66.71	42.14	38.41	12.23
签约销售收入	103.76	72.31	76.64	30.26
确认销售收入	44.28	97.67	89.01	29.40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：截至 2019 年 3 月末公司在售房地产项目的销售情况（含尾盘项目）

单位：平方米、万元、万元/平方米

在售项目	类别	全盘可售建筑面积	截至 2019 年 3 月末 累计已售面积	截至 2019 年 3 月末 累计签约销售金额	住宅项目均价
厦门国贸商城同悦	住宅	161,622.92	156,418.75	318,912.36	2.25
厦门国贸天悦 5#	住宅	190,349.09	116,777.21	330,207.84	3.41
厦门国贸天悦 4#	住宅	130,613.64	128,535.93	323,179.51	2.85
南昌国贸春天	住宅	164,282.28	164,257.87	192,667.91	1.16
南昌国贸蓝湾	住宅	137,071.88	131,058.15	182,001.67	1.42
南昌天峯	住宅	105,511.70	41,089.91	61,870.41	1.47
南昌国贸天琴湾	住宅	266,509.64	265,576.45	201,795.71	0.82
南昌国贸天悦	住宅	56,514.03	53,341.83	83,774.17	1.57
南昌国贸阳光	住宅	200,170.39	199,572.67	182,237.07	0.96
合肥国贸天悦 A 地块	商住	84,571.05	73,044.79	97,706.48	1.51
合肥国贸天悦 B 地块	商住	88,175.02	66,576.76	97,240.73	1.69
合肥国贸天成 A 地块	住宅	167,804.43	21,291.87	48,072.94	2.34
芜湖国贸天琴湾	住宅	252,215.42	25,061.27	179,755.35	0.73
龙岩国贸天琴湾 A 地块	住宅	101,365.09	97,400.36	105,559.18	1.16
龙岩国贸天琴湾 B 地块	住宅	150,758.08	144,058.21	148,845.55	1.07
漳州国贸润园	商住	440,251.63	383,664.60	309,064.09	0.84
上海国贸天悦 37A	住宅	95,181.02	75,966.29	234,271.34	3.31
上海国贸天悦 54A	住宅	128,104.54	73,371.46	267,892.64	4.01
杭州钱塘天誉	住宅	203,724.62	40,568.76	177,261.00	4.67
合计	-	3,124,796.47	2,483,184.57	3,542,315.92	

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的房地产开发业务已经形成以厦门为中心，辐射漳州、合肥、上海、南昌、杭州等地的区域布局。截至 2019 年 3 月末，公司共有 14 个在建项目，规划总建筑面积约 180.02 万平方米，其中权

益建筑面积 127.79 万平方米，主要在建房地产项目总投资 350.45 亿元，已投资 296.52 亿元。公司未来可售资源较为充裕，为后续房地产业务经营规模提供了较为有力的保障。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况

单位：万平方米、万元

项目名称	项目主体	项目类别	所在地	建筑面积	资金来源	总投资	截至 2019 年 3 月末已投资	项目进度
厦门国贸天悦 5#地块	厦门国贸天同房地产有限公司	住宅	厦门	19.68	自有资金、开发贷	285,400.00	276,117.65	87.81%
漳州润园二期二标段	漳州天同地产有限公司	商住	漳州	11.21	自有资金、开发贷	59,460.89	35,962.66	52.25%
南昌国贸天峯	南昌国贸地产有限公司	住宅	南昌	12.95	自有资金、开发贷	135,000.00	124,929.09	72.93%
南昌国贸天悦	南昌国贸地产有限公司	住宅	南昌	0.99	自有资金、开发贷	12,000.00	11,100.00	89.00%
合肥国贸天成 A 地块	合肥天沐房地产有限公司	住宅	合肥	17.49	自有资金、开发贷	274,163.00	263,190.59	64.54%
杭州钱塘天誉	杭州茂悦盈置业有限公司	住宅	杭州	28.49	自有资金、开发贷	774,000.00	750,648.17	69.70%
上海国贸天悦 57A	上海筑成房地产有限公司	住宅	上海	11.11	自有资金、开发贷	168,000.00	123,762.65	42.62%
厦门前海湾	厦门润金悦地产有限公司	住宅	厦门	11.18	自有资金、开发贷	210,000.00	148,765.96	3.88%

厦门国贸远 洋天和	厦门东悦地产有 限公司	住宅	厦门	6.09	自有资金、开发贷	145,677.00	117,473.05	25.91%
厦门国贸天 成	厦门山悦地产有 限公司	住宅	厦门	8.32	自有资金、开发贷	191,000.00	173,407.72	30.29%
厦门 2017XP04 地块	厦门东山悦地产 有限公司	住宅	厦门	11.21	自有资金、开发贷	415,000.00	302,184.44	9.80%
漳州国贸天 成	漳州国润房地产 有限公司	住宅	漳州	15.91	自有资金、开发贷	208,000.00	153,206.38	22.15%
厦门国贸天 峰	厦门国贸悦嘉地 产有限公司	住宅	厦门	11.74	自有资金、开发贷	293,000.00	227,889.50	18.49%
厦门海沧 2018HP02	厦门稳投房地产 开发有限公司	住宅	厦门	13.66	自有资金、开发贷	333,795.00	256,587.70	9.48%
合计	-	-	-	180.02	-	3,580,584.76	2,965,225.56	-

注：项目进度采用剔除地价后投资额计算

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，由于厦门市本岛受海岛地形限制，土地储备较少，经过多年房地产建设发展，可继续开发的土地已经比较有限。为此，公司力争在厦门地区获得土地的同时，通过寻找异地项目拓展市场。2016年，公司先后在合肥庐阳区、南昌西湖区分别以 42.59 亿元和 9.30 亿元成功竞得两幅地块，并联手世茂房地产控股公司以 66.42 亿元竞得杭州江干区地块；2017 年公司在厦门市翔安区竞得三幅优质地块，并与远洋地产合作开发其中两幅地块；2018 年公司竞得漳州和厦门 3 幅地块，土地款合计 48.37 亿元，截至 2018 年末已缴清土地款。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司土地储备情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	计容建筑 面积	项目 性质	拿地金额
合肥天悦 C 地块	4.26	商业	1.18
合肥天成 B 地块	12.20	住宅	19.34
东南花都项目	70.85	住宅	6.71
厦门太平货柜酒店	2.33	酒店	0.61
合计	89.64	-	27.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司除发展销售型地产外，还进行运营型地产的开发建设。目前，公司运营型地产部分主要有国贸商城和国贸金融中心两个项目。国贸商城项目由公司全资控股开发，位于厦门集美区，总建筑面积约 15.59 万平方米，定位为一站式消费的区域综合性购物中心，总投资约 9.41 亿元，全部为自持自营物业，其中出租的建筑面积 11.81 万平方米，2018 年租金收入 0.47 亿元。厦门国贸金融中心项目是集高端购物中心和甲级高档写字楼于一体的综合性

建筑大厦，由国贸控股、厦门国贸和台湾龙邦国际兴业股份有限公司合资成立，分别持股 19%、51% 和 30%。国贸金融中心总建筑面积为 25.28 万平方米。2016 年，公司将国贸金融中心北办公塔楼 6~30 层销售给中国人寿保险股份有限公司厦门分公司。此外，高端购物中心部分建筑面积约 6 万平方米，项目公司自持并对外招商。商场部分的承租方计划为公司全资子公司厦门美岁商业投资管理有限公司，租金分为保底租金加销售额提成两部分。2018 年，国贸金融中心营业收入和净利润分别为 0.32 亿元和 -0.47 亿元。

总体来看，近年来公司房地产业务巩固原有市场的同时，拓展上海、合肥、南昌等一二线区域布局，保持较好的发展态势，但受限购政策及开发进度等因素影响，销售有所波动。未来，公司将通过多渠道方式培育地产业务的自主融资能力，以进一步提升地产业务的规模效益。

金融服务

除供应链管理和房地产经营业务外，公司还发展期货及衍生品、实体产业金融服务和投资等金融业务，以作为对公司业绩提升的重要补充。2016~2018 年，公司金融服务业务板块分别实现营业收入 62.60 亿元、132.14 亿元和 104.45 亿元。

期货及衍生品方面，公司持有国贸期货有限公司（以下简称“国贸期货”）100% 股权，国贸期货成立于 1995 年，注册资本 5.3 亿元，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。2018年，国贸期货监管分类评价为CC，国贸期货总部位于厦门，以境内一线城市为轴心，在上海、广州、天津、深圳、成都等地拥有多家分支机构。此外，国贸期货（香港）有限公司于2016年4月正式成立，并获香港证监会颁发期货经纪业务牌照，公司海外金融业务得以拓展。2018年，国贸期货母公司口径实现净利润702.72万元，主要系期货代理手续费、交易所的手续费返，同时亦有部分客户保证金存款利息收入。2018年国贸期货及下属厦门国贸资产管理有限公司（以下简称“国贸资管”）、国贸启润资本管理有限公司（以下简称“启润资本”）合计实现营业收入94.95亿元，营收主要来自于现货销售收入和期货平仓盈利，期现结合综合毛利4,115.05万元，期现结合综合毛利率0.43%。其中，启润资本为国贸期货于2015年在上海自贸区设立的从事风险管理业务的子公司，主要进行的期现结合业务，为抓住同一产品在不同市场上的套利机会，通过买入现货卖空期货或建立近端多头头寸配套远端空头头寸，在扣除中间手续费、仓储费、利息等成本后，获取无风险收益，毛利率较低。国贸资管成立于2015年7月，是福建省首批获得证监会资产管理业务牌照的期货公司资产管理子公司之一。

公司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，专注于为产业客户及消费者提供一站式、综合性金融服务。公司拥有厦门金海峡投资有限公司（以下简称“金海峡投资”）100%股权。金海峡投资已发展成为在闽南地区具有影响力的行业龙头之一，下属机构包括金福建金海峡融资担保有限公司（以下简称“金海峡担保”）和福建金海峡典当有限公司（以下简称“金海峡典当”）及深圳金海峡融资租赁有限公司等，经营范围涵盖担保、典当、融资租赁、资金业务、股权投资、保理等。截至2018年末，金海峡投资注册资本为14.00亿元。2016~2018年，公司实体产业金融服务实现营业收入分别为1.72亿

元、4.11亿元和11.79亿元。其中，截至2018年末，金海峡担保对外担保金额346,949.86万元，其中融资性担保59,266.74万元、非融资性担保287,683.12万元，涉及贸易、食品、电子、科技、建筑工程等行业，金海峡担保公司在2018年获得银行授信总额为55亿元，目前运营正常，所担保项目未出现逾期或坏账。

投资业务方面，2018年以来，公司受让世纪证券44.65%股权，澳大利亚国民银行持有的兴业信托8.42%股权。截至2018年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产19.32亿元，可供出售金融资产9.86亿元，为公司带来了较好的投资收益。

此外，公司公告，截至2018年12月29日，公司及下属子公司福建启润贸易有限公司收购公司控股股东国贸控股持有的国贸金控100%股权，公司已按照《资产收购协议》要求完成交易标的的资产交割，向国贸控股支付全额交易标的的资产收购价款，并已向相应市场监管机构提交交易标的的股权变更申请。截至2018年6月末，国贸金控总资产41.30亿元，所有者权益23.24亿元；2018年1~6月营业收入1.85亿元，净利润0.73亿元。近年来，公司开拓现有金融业务的相互协同及发展，加快在金融领域的业务布局。

总的来看，近年来公司不断对金融板块进行资源整合，以更好地为客户提供全面、多方位的一体化综合金融服务，金融投资、期货、实体产业金融服务等业务是公司流通整合服务不可或缺的一环，未来公司将在“主业突出”的前提下支持适度多元拓展，进一步发挥各业务板块之间的协同作用，为公司后续发展提供支撑。

公司治理

治理结构

公司遵照《公司法》、《证券法》等法律、法规以及中国证监会、上海证券交易所有关文件的要求规范运作，设立了股东大会、董事会及下属的专业委员会，规章制度和工作细则基本完善。股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理

和监督，总裁在董事会领导下全面负责公司的日常经营管理活动。

内部管理

公司按照相关法律规定，不断完善公司法人治理结构，设立了总裁办公室、党委办公室、监察室、人力资源部、经营财务部、资金部、审计部、风控合规部、法律事务部、投资管理部、证券事务部、信息技术部及建设管理部，并在供应链管理、房地产经营、金融服务三大板块管理的基础上，成立专门的子公司进行专业化经营。厦门国贸股份与下属公司分工明确，公司本部主要负责拟订和推进集团的发展战略、制定和执行集团年度财务收支预算和决算，以及对下属公司行使投资、股权管理等职能，并按照出资比例对下属公司行使相应的资产管理权；同时开展大宗商品的贸易业务。下属公司实行专业化经营，自主经营，自负盈亏。

营运资金管理方面，公司通过制定《资金管理办法》，加强资金的内部控制与管理，规范资金支出审批程序，明确审批权责，确保货币资金安全，提高资金使用效果，降低财务风险。公司实行“集中管理，分级负责”的资金管理体制，遵循“量入为出，确保重点、安全高效”的管理原则。各单位负责人为资金管理的第一责任人。公司财务管理部对公司及所属单位的资金收入和支出，以财务公司为平台进行集中统一管理。

资金管理控制方面，公司制订了《资金管理规定》，明确了公司本部各部门、公司全资子公司、控股子公司和驻外机构的资金管理均按照该规定执行。公司通过统一资金管理，规范了资金运作，提高了资金使用效益，确保了资金的支付安全。现金流风险管理上，公司在预付款和应收款两端实行管理：公司和信用保险公司合作，减少赊销和预付款的风险；公司每周进行跟踪，对逾期账款及时进行催收。

在业务风险管理上，对于涉及到商品期货、NDF 等金融衍生工具操作的业务，公司对业务流程进行严格的规范，并由专业人员实施操作，最大程度减少操作风险。贸易价格风险管理上，公司对不同的贸易商品设定一定的敞口上限，对于价格波动

较大的商品，通过上下价格锁定以保证业务利润；对于期货交易所挂牌交易的商品品种，通过套期保值对冲价格风险；对于其他商品则是通过保证金等多种方式共同控制风险。仓储物流风险管理上，公司重视仓库等物流供应商资质的审核，慎重选择仓储单位，首选资信良好的国有控股的物流供应商。加强对存货仓库的盘点，排查风险隐患，确保货物安全。信息链风险管理上，公司通过 ERP 系统保证信息在公司管理层面的及时充分流动。

需要关注的是，公司在信息披露及内部控制管理等方面存在不足，期货资管业务存在一定的合规风险。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）（以下简称“决定书”），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》(以下简称“公告”),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,指定了整改方案,严格落实整改措施。

总体来看,厦门国贸股份建立了法人治理结构较为完善,内部管理制度较为健全,但实际执行力度仍有待进一步强化;下属公司的分工明确,专业化程度较高。

战略规划

根据公司最新五年战略发展规划(2017~2021),未来公司将深耕供应链管理、房地产、金融,以投资手段培育新兴的业务板块,形成合理布局,实现协同发展的目标。

供应链管理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、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。公司的房地产板块将以住宅为主,多业态并举,定位“改善生活”的房地产综合服务商。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。金融服务作为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,公司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,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。

公司未来投资主要包括贸易业务产业链进一步整合、房地产土地储备和金融板块投资。公司将加大金融业务板块发展力度,同时发挥多元化经营优势,加强金融、互联网等工具对业务的支撑和粘合作用,推动创新转型,提升资源使用效率,逐步建立合作多赢的商业生态圈模式。

整体上,公司未来发展战略清晰,业务规划全面,有利于充分发挥主业协同效应,提升公司内在价值。不过,宏观政策环境和市场变化使得

公司战略规划的有效实施将面临一定的挑战。

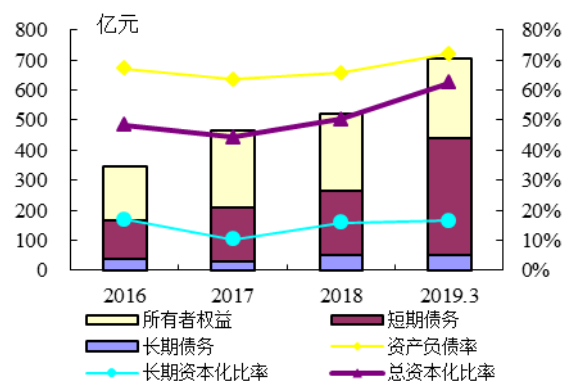
财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告,以及公司提供的未经审计的2019年1~3月财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制,均为合并口径数据。

资本结构

近年随着各类业务规模的不断扩大,公司规模继续增长,2016~2018年末,公司总资产分别为547.73亿元、713.81亿元和759.75亿元,近三年年均复合增长率为17.77%。公司经营状况稳定,自有资本实力增强,2016~2018年末,公司所有者权益合计分别为179.16亿元、260.00亿元和259.77亿元,复合增长率为20.41%,其中2017年,公司发行60亿元永续债,加之当期实现的利润积累,使得所有者权益同比增长45.12%。2016~2018年末,公司总负债分别为368.57亿元、453.81亿元和499.98亿元,近三年年均复合增长率为16.47%。随着供应链管理业务规模扩大,公司融资规模增加,资产负债规模亦增加,截至2019年3月31日,公司资产规模944.45亿元,负债规模680.22亿元,所有者权益为264.23亿元。

图 11: 2016~2019.3 公司资本结构



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务杠杆比率方面,2016~2018年末及2019年3月末,公司资产负债率分别为67.29%、63.58%、65.81%和72.02%;同期总资本化比率分别为46.34%、44.42%、50.30%和62.47%。2017年末,受公司持续发行永续债影响,资产负债率和总资本

化比率呈下降态势，2018 年以来，受业务规模增长影响，公司资产负债率和总资本化比率有所增长。

从资产构成来看，贸易与房地产行业特性决定了公司以流动资产为主的资产结构。2016~2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动资产分别为 483.55 亿元、602.20 亿元、615.56 亿元和 791.96 亿元，增长较快，主要系由于房地产存货和贸易业务规模的扩大。截至 2018 年末，公司流动资产为 615.56 亿元，其中货币资金、存货、预付账款、其他应收款和其他流动资产分别为 54.28 亿元、306.74 亿元、65.57 亿元、49.81 亿元和 45.24 亿元，在流动资产中占比分别为 8.82%、49.83%、10.65%、8.09%和 7.35%。具体来看，公司货币资金中 4.02 亿元为受限资产，主要由开具银行承兑汇票等各类保证金、结算担保金和商品房预售监管资金等构成。受供应链管理和房地产业务行业特性的影响，存货在公司资产结构中占比较大，主要以库存商品和房地产开发成本为主，其中库存商品主要是大宗商品贸易的备货，公司运用套期保值等各类金融衍生工具对冲价格风险，控制存货跌价风险，房地产开发成本主要是未竣工的在建楼盘和土地储备。预付款项主要系贸易业务预付的采购款，其中约 98.89%为一年以内的预付账款，其规模近年随着贸易业务规模增长而增加；其他应收款主要系关联方往来款，2016~2018 年末，公司其他应收款分别为 17.89 亿元、49.12 亿元和 49.81 亿元。其中 2017 年末，由于公司拆借给杭州茂国悦盈置业有限公司等合联营房地产项目公司往来款资金增加，公司其他应收款同比大幅增长 174.50%；2018 年末关联方往来款仍保持较大规模，合计 41.51 亿元，以 5%计提坏账损失准备 2.08 亿元，公司关联方非经营性往来规模较大，须对资金往来风险予以关注。公司其他流动资产包括理财产品、国债逆回购以及委托贷款、典当贷款等金融业务资产，2016~2018 年末分别为 61.69 亿元、54.82 亿元和 45.24 亿元。其他流动资产持续减少主要系由于理财产品投资及委托银行贷款规模下降所致。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产 791.96 亿元，货币资金、存货、预付款项、其他应收款和其他流动资产分别为 48.19 亿元、359.70 亿元、95.19 亿元、

49.76 亿元和 32.49 亿元，其中，预付款项较年初大幅增长，主要系公司加大了库存商品的采购规模，导致预付款项期末余额大幅增加所致。此外，2019 年 3 月末，公司交易性金融资产 119.72 亿元，较年初大幅增加 205.91%，主要系公司使用闲置资金购买理财产品和结构性存款增加所致。

非流动资产方面，2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 64.18 亿元、111.61 亿元和 144.19 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产构成，截至 2018 年末，上述四项分别为 20.49 亿元、35.88 亿元、21.13 亿元和 27.68 亿元，在非流动资产中占比分别为 14.21%、24.89%、14.65%和 19.20%，其中固定资产主要系房屋建筑物及运输设备，2018 年末，公司固定资产较年初增加 29.57%，主要系购置上海办公楼及完结的在建工程转至固定资产所致；长期股权投资主要系对合营企业杭州茂国悦盈置业有限公司及联营企业厦门集装箱码头集团有限公司、正奇金融控股股份有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司等企业的股权投资；公司投资性房地产包括已出租的房屋建筑物及土地使用权以及正在建造过程中将来用于出租的房屋建筑物，其中 2017 年国贸金融中心的商业地产项目完工转入投资性房地产使得其增加较多；公司其他非流动资产包括预付股权投资款、委托银行贷款及应收保理款等。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产 152.49 亿元，固定资产、长期股权投资、投资性房地产分别为 21.69 亿元、67.47 亿元和 19.42 亿元，其中，公司于一季度完成对世纪证券和兴业信托股权转让手续，导致长期股权投资较年初大幅增加 88.03%。

从负债结构看，2016~2018 年末，公司流动负债分别为 326.67 亿元、417.18 亿元 446.87 亿元，分别占当期负债总额的 88.63%、91.93%和 89.38%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成，截至 2018 年末，以上五项分别为 81.48 亿元、108.77 亿元、30.55 亿元、108.62 亿元和 44.20 亿元，在流动负债中占比分别为 18.23%、24.34%、6.84%、24.31%和 9.89%。

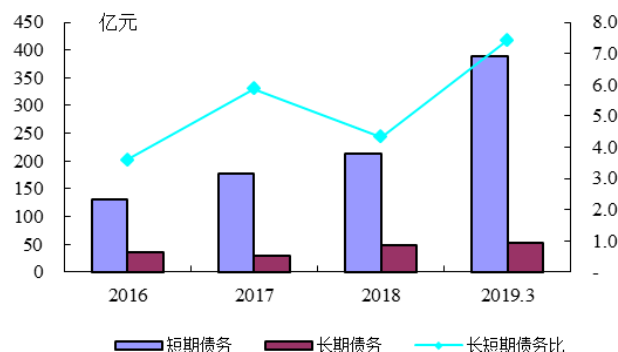
其中，公司短期借款主要系信用借款及质押借款，2017年以来，随着各经营板块规模扩大的影响，公司短期借款逐年增长；应付票据主要系银行承兑汇票和国内、国际信用证，随着业务量的提升余额逐年增加，2018年末，受供应链业务规模扩大等因素的影响及业务结算方式较多采用票据影响，公司应付票据同比增长55.87%；应付账款主要系贸易货款和工程款，随着供应链管理业务规模的扩大，呈增长态势；预收款项主要系预售房款和贸易货款，预售房款主要来自于厦门国贸商城同悦、厦门国贸天悦、南昌国贸春天和上海国贸天悦等项目，近年来随着预售房款的减少，预收账款呈下降态势；公司其他应付款主要系关联方往来款和非关联方往来款，近年来，公司其他应付款逐年增加，主要系应付控股股东国贸控股和子公司少数股东的往来款增加所致。截至2019年3月末，公司流动负债624.13亿元，在负债总额中占比91.75%，短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款分别为165.32亿元、132.92亿元、34.27亿元、104.36亿元和44.12亿元，其中短期借款增加102.90%，主要系随着供应链业务规模扩大，融资规模相应增加所致。此外，公司短期融资券增加54亿元导致其他流动负债大幅增加744.93%。

2016~2018年末，公司非流动负债分别为41.91亿元、36.63亿元和53.11亿元，主要由长期借款和应付债券构成。2018年末，公司非流动负债增加45.00%主要系长期借款规模增加所致。截至2018年末，公司长期借款和应付债券分别为34.67亿元和14.61亿元，在非流动负债中占比分别为65.28%和27.51%。其中长期借款主要为房地产开发贷款及流动资金贷款。截至2019年3月末，公司非流动负债为56.09亿元，主要包括长期借款37.47亿元和应付债券14.70亿元。

债务规模及期限结构方面，2016~2018年及2019年3月末，公司债务规模分别为154.73亿元、207.83亿元、262.91亿元和439.87亿元，其中，长期债务分别为36.53亿元、30.30亿元、49.28亿元和52.17亿元。2017年以来，由于供应链管理业务规模扩大带动融资规模大幅增加，公司债务规模逐

年增长。2016~2018年及2019年3月末，公司长短期债务比分别为3.24、5.86、4.33和7.43，短期偿债压力较大。

图 12：2016~2019.3 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩张，公司资产和负债规模均不断提升，公司资产结构体现了贸易和房地产行业的特征，目前负债率水平和短期债务规模及占比偏高。

盈利能力

公司营业收入主要来自供应链管理、房地产经营和金融服务三大板块，其中供应链管理板块的收入贡献最大，2018年该板块收入占公司总收入的90.64%。随着业务规模的不断扩大，近年来公司营业总收入持续增加，2016~2018年分别为980.77亿元、1,646.51亿元和2,065.97亿元。分板块来看，供应链管理板块方面，2016年以来，公司供应链管理板块业务规模持续扩大，2017年及2018年该板块业务营业收入分别同比增长62.11%和25.48%。房地产经营业务方面，受房地产行业政策变化及项目整体开发结转进度影响，个别年度收入波动较大，其中2017年随着项目结转量的增加，公司房地产经营业务营业收入同比大幅增长120.59%至97.67亿元。金融业务板块，2016~2018年，公司金融服务业务收入分别为62.60亿元、132.14亿元和104.45亿元，呈波动变化趋势，2016年以来，启润资本大力发展期货现货结合的风险管理业务，从而带动公司金融服务板块收入的提升；2018年，公司防范金融风险，提质增效，期现结合业务规模有所减少，使得金融服务业务营收小幅收缩。2019年1~3月，公司营业总收入为497.57

亿元，同比增长 43.63%，其中，供应链管理板块实现收入 457.33 亿元，房地产经营板块实现营业

收入 29.40 亿元，金融服务板块实现营业收入 10.84 亿元。

表 10：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主营业务收入情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018		2019.1~3	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
供应链管理板块	873.88	2.75	1,416.70	1.30	1,872.51	1.31	457.33	1.52
房地产经营板块	44.28	52.50	97.67	41.90	89.01	43.06	29.40	39.93
金融服务板块	62.60	8.69	132.14	6.36	104.45	7.49	10.84	11.82
合计	980.77	5.38	1,646.51	4.12	2,065.97	3.43	497.57	4.02

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2016~2018 年，公司营业毛利率分别为 5.38%、4.12%和 3.43%，持续减少，主要系毛利率较低的供应链管理板块占比不断增加所致。分板块来看，2017 年，由于大宗商品价格在高位波动，且市场竞争加剧，公司供应链管理板块的毛利率同比下降 1.45 个百分点，2018 年仍然较低。房地产板块毛利率水平一直较高，近年来，受开发成本及结转单价波动等因素的影响，毛利率呈波动态势。金融业务板块方面，2016 年以来启润资本从事期现结合业务且经营规模占比较大，由于期现结合业务相比原有期货经纪业务的毛利率较低，导致金融服务业务毛利率较低且呈波动变化趋势。2019 年 1~3 月，公司综合毛利率为 4.02%。

期间费用方面，随着公司业务的扩张，近年来公司期间费用逐步增加，2016~2018 年三费合计分别为 23.00 亿元、32.08 亿元和 35.77 亿元，三费收入比分别为 2.35%、1.95%和 1.73%。结构上看，公司销售费用占比较大，主要为人员及销售运营费用，且随着公司经营规模的扩大逐年有所增长。财务费用方面，近年来受公司总债务规模扩大等因素的影响，财务费用持续增长。管理费用方面，公司整体有所增长。2019 年 1~3 月，公司三项费用合计为 8.69 亿元，三费收入比为 1.75%。近年来随着经营规模的扩大，公司总债务亦呈上升态势，导致公司其财务费用持续上升，并进而影响了公司的盈利水平，中诚信证评将对公司财务费用的控制情况保持关注。

表 11：2016~2019.3 公司期间费用情况

单位：亿元、%

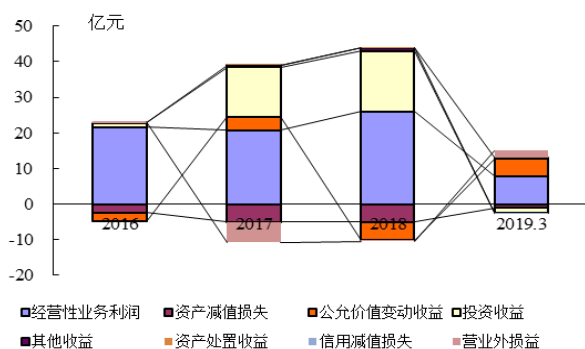
	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	13.97	18.73	19.76	4.50
管理费用	2.04	2.47	2.42	0.58
财务费用	7.00	10.88	13.59	3.61
三费合计	23.00	32.08	35.77	8.69
营业总收入	980.77	1,646.51	2,065.98	497.57
三费收入占比	2.35	1.95	1.73	1.75

数据来源：公司年报，中诚信证评整理

2016~2018 年公司利润总额分别为 18.29 亿元、28.29 亿元和 33.38 亿元，公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2016~2018 年，公司经营性业务利润分别为 21.61 亿元、20.78 亿元和 26.06 亿元，2018 年，受益于公司供应链管理业务营业收入的增长，经营性业务利润增长较大。2016~2018 年，公司投资收益分别为 1.23 亿元、13.86 亿元和 16.87 亿元，其中 2017 年以来公司处置期货合约等金融资产取得的投资收益大幅增加，进而带动了公司投资收益持续增长。此外，2016~2018 年，公司公允价值变动损失分别为 2.47 亿元、-3.79 亿元和 5.02 亿元，其中 2017 年公司持有的期货合约和外汇合约的公允价值浮动盈利增加，使得公允价值变动损益扭亏为盈；2018 年，公允价值变动损失增大，主要系公司持有外汇合约和权益工具投资的公允价值减少所致。2016~2018 年，公司资产减值损失分别为 2.42 亿元、4.97 亿元和 5.08 亿元，其中 2017 年，由于当期末应收关联方款项及库存商品增加，公司坏账损失和存货跌价损失亦有所增加，导致资产减值损失同比增长 105.43%。2016~2018 年公司净利润分别为 13.82 亿元、21.74

亿元和 24.67 亿元，逐年有所增长。2019 年 1~3 月，公司利润总额和净利润分别为 12.36 亿元和 9.29 亿元；其中经营性业务利润为 7.83 亿元，投资收益为 -1.36 亿元，公允价值变动损失为 -4.88 亿元，资产减值损失为 1.07 亿元。另外，2017 年公司营业外损益为 -5.81 亿元，主要系子公司国贸资管五只资管产品净额大幅下跌触发公司及子公司厦门国贸投资有限公司为优先级投资者提供的份额回购/差额补足义务，公司对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计提了预计损失。公司有权向普通级投资者追索，截至 2019 年 4 月 29 日，公司实际收到普通级投资者的补偿款 0.45 亿元。此外，普通级投资者提供了采矿权抵押和相关矿业公司的连带责任担保，及其他资源性公司的股权进行担保，并在持续还款中，国贸期货已就其出资认购的磐石成长三号份额向普通级投资者、连带债务人以及担保人等提起民事诉讼。

图 13：2016~2019.3 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司业务规模和收入逐年增长，在低迷的国内外经济与贸易环境下，公司通过供应链整合、优化贸易结构，保持较强的获利能力。得益于经营性业务利润和投资收益对利润总额的贡献，公司利润总额保持稳定增长，整体盈利能力较为稳定。未来需对公司供应链业务的风险控制和房地产业务的持续盈利能力保持关注。

偿债能力

从 EBITDA 获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，受利润总额增加和利息支出规模变大影响，近年来公司 EBITDA 呈现增长态势。2016~2018 年 EBITDA 分别为 26.21 亿元、39.72 亿元和 48.45 亿元。从主要偿债指标来看，

2016~2018 年末，公司总债务分别为 154.73 亿元、207.83 亿元和 262.91 亿元，同期总债务/EBITDA 分别为 5.90 倍、5.17 倍和 5.38 倍；同期 EBITDA 利息倍数分别为 3.81 倍、3.76 倍和 3.53 倍，公司 EBITDA 对债务本息具有较好的保障。

从现金流来看，2016~2018 年公司经营活动净现金分别为 22.88 亿元、-84.23 亿元和 43.08 亿元，呈现较大波动态势。2017 年，随着公司供应链管理板块业务规模的扩大，其对资金占用规模进一步增加，加之公司房地产业务购置土地支出规模及拆借给合联营房地产项目公司资金增加，使得经营活动现金呈大规模净流出态势；2018 年，公司供应链管理业务付款较多采用票据等结算方式及金融服务业务顺应防范和化解金融风险的大趋势减少了经营性现金的流出，当年经营活动现金呈净流入状态。2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 -45.80 亿元，同比减少 23.76%。

表 12：2016~2019.3 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	547.73	713.81	759.75	944.45
总债务（亿元）	154.73	207.83	262.91	439.87
资产负债率（%）	67.29	63.58	65.81	72.02
总资本化率（%）	46.34	44.42	50.30	62.47
经营活动净现金（亿元）	22.88	-84.23	43.08	-45.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	-0.41	0.16	-0.48
EBITDA（亿元）	26.21	39.72	48.85	-
总债务/EBITDA（X）	5.90	5.17	5.38	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.81	3.76	3.53	-

注：2019 年 1~3 月经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司及其子公司仍有多起未决诉讼，主要集中在供应链板块及金融服务业务，主要情况见表 13。

表 13: 截至 2019 年 3 月末公司及其子公司涉及的主要诉讼案

涉案主体	诉讼方	对公司财务数据的影响	案件进展
子公司深圳金海峡商业保理有限公司（原告）	深圳市爱尔贝特科技有限公司、深圳市保千里电子有限公司及江苏保千里视像科技股份有限公司	按预计损失的可能性计提保理损失准备 4,000.00 万元	2018 年 5 月，深圳市中级人民法院判被告向原告金海峡保理公司连带支付 5,000 万元及利息等。2018 年 8 月，金海峡保理公司向深圳市中级人民法院申请强制执行。
厦门金海峡投资有限公司	东方金钰股份有限公司	按预计损失的可能性计提坏账损失准备 5,000.00 万元	一审开庭尚未判决
厦门国贸集团股份有限公司	联中企业（资源）有限公司	根据预计损失的可能性计提鱼粉货款案项下预计负债 461.24 万元	2017 年 3 月最高人民法院就鱼粉质量案作出再审判决，另，厦门市中级人民法院判决公司偿还联中公司 319,095 美元货款及 21,000 美元利息恢复执行。
厦门国贸泰达物流有限公司青岛分公司	厦门基业鑫贸易有限公司	根据预计损失的可能性计提预计负债 459.18 万元	2018 年 9 月 26 日，法院一审判决泰达物流青岛分公司赔偿货物损失 9,183,575.03 元。泰达物流不服一审判决，于 2018 年 10 月 18 日向厦门市中级人民法院提起上诉，目前案件正在二审审理中。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司所有权受限资产合计 183.89 亿元，占同期末净资产的比例为 70.79%，主要为用于抵押借款、担保的资产，以存货为主。截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内对外担保金额 84.73 亿元，其中，公司为远洋控股集团（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；公司地产子公司为商品房承购人提供阶段性连带责任担保 51.09 亿元，此担保属于行业惯例，历年未发生由于担保连带责任而发生损失的情形；公司融资担保子公司对外担保 31.39 亿元，为其日常开展业务形成。

截至 2019 年 3 月末，公司从各家银行获得授信总额为 972.63 亿元，尚未使用授信余额 379.15 亿元。另外，作为上市公司，通畅的融资渠道将为公司业务扩大以及现有债务偿还提供较为充足的支持。

总体而言，近年来公司业务规模稳步增长，负债水平处于较高水平；但良好的盈利能力以及通畅的外部融资渠道，能够为债务的偿还和业务稳定发展提供良好支持，整体偿债能力极强。

递延支付利息条款及偿付顺序

本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所

有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

付息日前 12 个月，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设定保证了本次债券信用质量，未对债项级别构成影响。

结 论

综上，中诚信证评评定厦门国贸集团股份有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定，评定“厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（面向合格投资者）”的信用等级为 **AAA**。

关于厦门国贸集团股份有限公司公开发行 2019年可续期公司债券（面向合格投资者）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

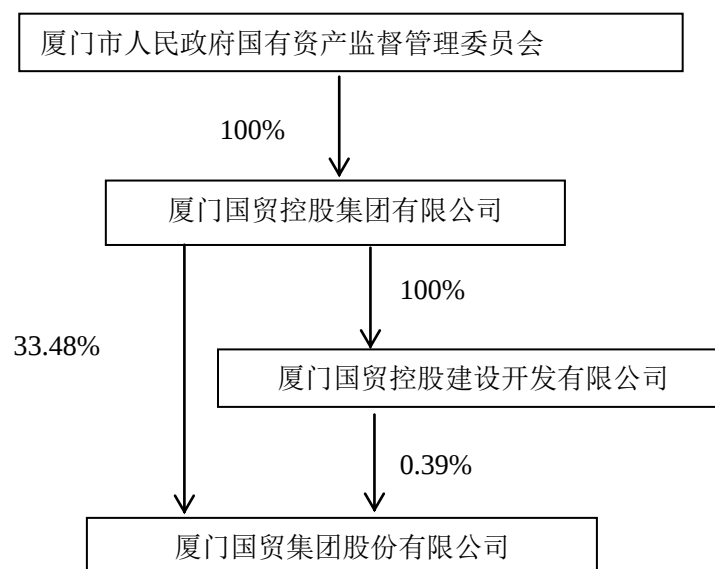
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

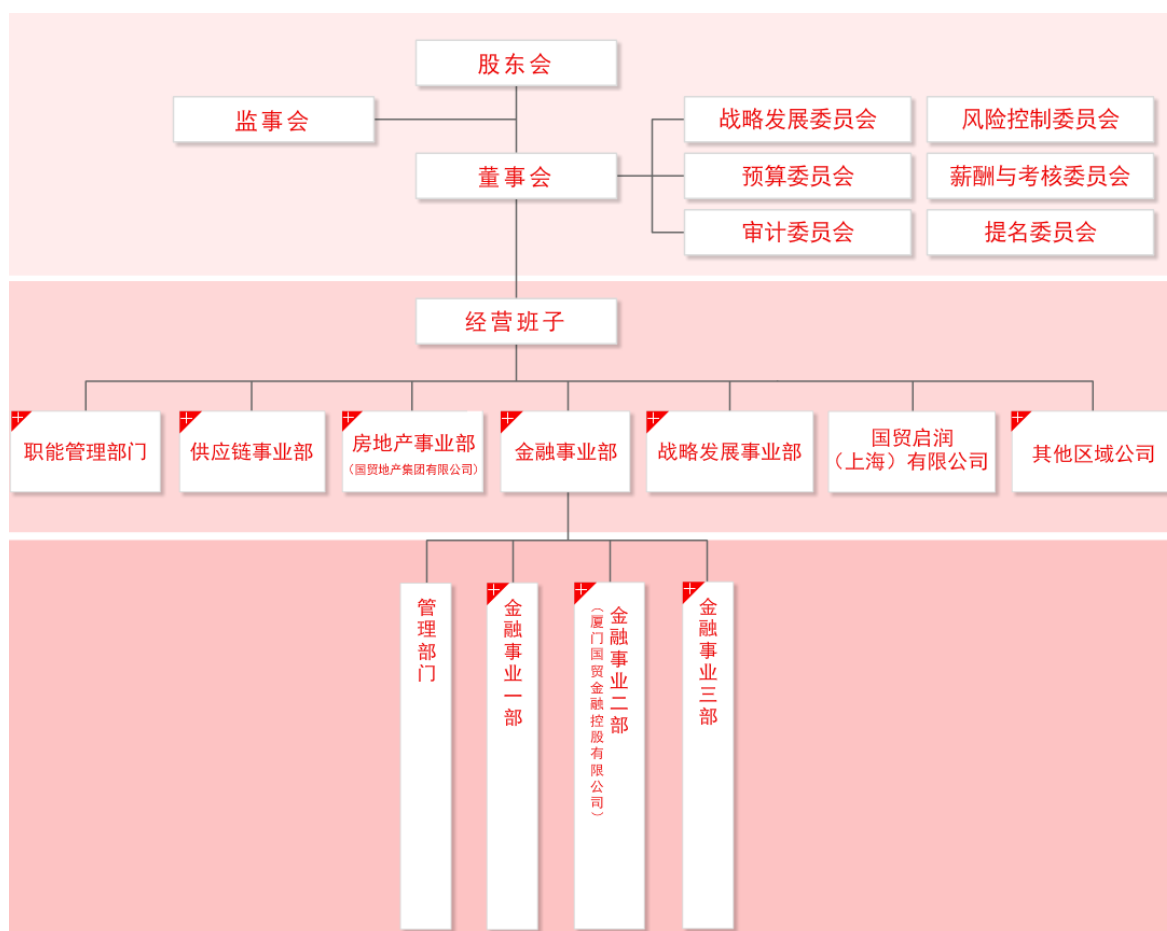
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：厦门国贸集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：厦门国贸集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附三：厦门国贸集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	419,436.41	416,299.04	542,796.95	481,915.24
应收账款净额	338,410.07	316,849.27	373,900.83	429,819.21
存货净额	2,356,822.26	2,990,949.63	3,067,387.56	3,597,015.41
流动资产	4,835,543.67	6,021,981.27	6,155,609.60	7,919,604.16
长期投资	232,145.26	416,149.85	457,404.91	674,676.71
固定资产（合计）	218,559.41	384,954.13	418,622.85	413,840.23
总资产	5,477,323.73	7,138,094.49	7,597,472.15	9,444,513.14
短期债务	1,182,008.02	1,775,270.14	2,136,269.69	3,877,013.23
长期债务	365,263.43	303,033.57	492,809.11	521,705.27
总债务	1,547,271.45	2,078,303.71	2,629,078.80	4,398,718.50
总负债	3,685,739.50	4,538,063.37	4,999,821.20	6,802,200.35
所有者权益（含少数股东权益）	1,791,584.23	2,600,031.12	2,597,650.96	2,642,312.79
营业总收入	9,807,656.68	16,465,077.79	20,659,787.95	4,975,735.94
三费前利润	446,117.00	528,597.99	618,251.26	165,198.47
投资收益	12,301.27	138,614.66	168,708.55	-13,620.74
净利润	138,212.76	217,427.13	246,697.93	92,941.46
EBITDA	262,101.48	397,238.63	488,458.93	-
经营活动产生现金净流量	228,803.62	-842,283.01	430,843.11	-457,998.97
投资活动产生现金净流量	-740,995.54	10,971.88	-254,846.54	-973,145.93
筹资活动产生现金净流量	551,210.86	839,003.73	-128,435.30	1,430,421.81
现金及现金等价物净增加额	44,993.26	2,885.96	49,619.76	-1,333.40
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	5.38	4.12	3.43	4.02
所有者权收益率（%）	7.71	8.36	9.50	14.07
EBITDA/营业总收入（%）	2.67	2.44	2.36	-
速动比率（X）	0.76	0.73	0.69	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	-0.41	0.16	-0.48
经营活动净现金/短期债务（X）	0.26	-0.47	0.20	-0.55
经营活动净现金/利息支出（X）	3.33	-7.88	3.11	-14.46
总债务/EBITDA（X）	5.90	5.17	5.38	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.81	3.76	3.53	-
资产负债率（%）	67.29	63.58	65.81	72.02
总资本化比率（%）	46.34	44.42	50.30	62.47
长期资本化比率（%）	16.94	10.44	15.95	16.49

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年 1~3 月所有者权收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

自有货币资金及结算备付金=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

业务及管理费用率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资本收益率(母公司口径)=净利润/净资本

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末长期借款+期末应付短期融资券

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。