

2015年厦门国贸集团股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA⁺ 级

债项信用等级：AA⁺ 级

评级时间：2017年5月10日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2015年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100091】

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

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2017年5月
上次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2016年6月
首次评级:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2015年2月

主要财务数据

项 目	2014年	2015年	2016年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据			
货币资金	3.69	3.31	4.83
刚性债务	93.83	113.55	103.16
所有者权益	43.17	43.13	112.31
经营性现金净流入量	-48.72	25.70	-2.46
合并数据及指标			
总资产	344.42	400.65	547.73
总负债	260.27	306.59	368.57
刚性债务	137.09	178.04	167.49
所有者权益	84.15	94.07	179.16
营业收入	552.88	642.13	980.77
净利润	8.69	9.46	13.82
经营性现金净流入量	-37.26	27.55	22.88
EBITDA	18.39	19.88	26.17
资产负债率[%]	75.57	76.52	67.29
权益资本与刚性债务比率[%]	61.39	52.83	106.97
流动比率[%]	122.94	122.40	148.03
现金比率[%]	11.97	14.75	18.25
利息保障倍数[倍]	2.76	2.83	3.64
净资产收益率[%]	11.63	10.62	10.12
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.49	9.72	6.78
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.22	11.01	-15.17
EBITDA/利息支出[倍]	2.95	3.00	3.81
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.15

注:根据厦门国贸经审计的2014-2016年度财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 贾飞宇

上海市汉口路398号华盛大厦14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

2016年以来,厦门国贸市场地位得以保持,供应链管理业务保持快速增长,带动其收入规模继续扩大。跟踪期内,厦门国贸负债经营程度有所下降,偿债能力仍较强。但也需持续关注公司刚性债务规模仍较大、毛利率水平较低等因素带来的经营压力。

- 跟踪期内,厦门国贸核心主业供应链管理业务市场地位得以保持,仍具有较强的规模优势和品牌优势。同时公司在房地产开发上也拥有较高品牌知名度和较强区域竞争力。
- 厦门国贸地处福建省厦门市,区域经营环境较好,随着自贸区的建立,厦门国贸面临的经济政策环境向好。
- 跟踪期内,厦门国贸收入规模仍保持较快增长,且保持了较强的经营创现能力,即期偿债能力有所增强。
- 作为上市公司,厦门国贸融资渠道畅通,融资方式多样,有利于控制融资成本。2016年公司通过发行多期永续债、可转换公司债券,优化了财务结构。
- 世界经济持续低迷、大宗商品价格频繁且大幅波动、人民币汇率波动加大、我国经济下行及房地产市场持续波动等外部环境因素使厦门国贸经营管理难度上升,经营业绩易受到影响。
- 厦门国贸在供应链业务和房地产业务的资金投入较多,未来公司房地产资金回笼以及供应链业务资金占用等情况将对其经营性净现金流和偿债能力造成显著影响。
- 厦门国贸横跨多个行业经营,下属子公司多,同时公司大量开展套期保值业务,近年来其金融服务业务规模快速扩大,存在一定的管理风险、操作风险和风控风险。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照 2015 年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债券(以下简称“国贸转债”、“可转债”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据厦门国贸集团股份有限公司(以下简称“厦门国贸”、“该公司”或“公司”)提供的经审计的 2014-2016 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,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经中国证监会核准,该公司于 2016 年 1 月公开发行了 28 亿元人民币可转换公司债券,期限为 6 年。本次债券的票面利率为第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 0.9%、第四年 1.4%、第五年 1.7%、第六年 2%。本次发行的可转债转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内,公司将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 2017 年 3 月末,累计共有 42.30 万元可转债转换成公司股票,因转股形成的股份数量为 4.73 万股,占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0028%。截至 2017 年 3 月末,尚未转股的可转债金额为 279957.70 万元,占可转债发行总量的 99.9849%。

截至本报告日,该公司已发行但尚未到期的债券本金合计为 28 亿元,即本次可转债。另外,2016 年公司共发行了 74 亿元永续债券,具体情况如下表:

图表 1. 2016 年公司发行的永续债券情况 (单位: 亿元)

债券名称	发行时间	初始基准利率	发行金额	到期日或续期情况
16 厦国贸集 MTN001	2016-12-26	5.00%	20	2+N 年
兴业国际信托永续债 1	2016-11-16	4.60%	10	2+N 年
兴业国际信托永续债 2	2016-12-15	4.60%	5	2+N 年
华宝信托永续债	2016-12-12	4.85%	10	2+N 年
中信建投永续债	2016-11-28	4.60%	10	1+N 年
中信证券永续债 1	2016-12-8	4.58%	3	2+N 年
中信证券永续债 2	2016-12-14	5.00%	5	2+N 年
西藏信托永续债 1	2016/11/29	4.43%	10	2+N 年
西藏信托永续债 2	2016/12/8	4.58%	1	2+N 年

资料来源: 厦门国贸

此外,该公司全资子公司国贸地产集团有限公司(简称“国贸地产”)于2017年3月23日发行2017年公司债券(第一期),发行规模为1亿元,期限为5年,票面利率5.3%。截至本评级报告日,公司下属子公司无其他已发行债券。

二、跟踪评级分析

(一) 公司管理

跟踪期内,该公司控股股东和实际控制人未发生重大变化,截至2016年末,厦门国贸控股有限公司仍是公司控股股东,直接持有公司32.85%股权,并通过厦门国贸控股建设开发有限公司持有公司0.43%股权,合计持股33.28%。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”)¹。

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。2016年度,公司向关联方采购金额为8.53亿元,向关联方销售金额为39.78亿元²。此外,2016年末公司应收关联方款项余额为4.77亿元,应付关联方款项余额为5.23亿元,主要为往来款项,且与单个企业关联资金往来款金额较小。整体看,公司关联交易按照市场公允价格定价,且关联交易金额占比不高,关联交易风险相对可控。

(二) 业务运营

该公司属于福建省、厦门市综合实力较强的地方支柱企业之一,目前主营业务分为供应链管理、房地产经营和金融服务三大板块,其中供应链管理板块在公司各项主营业务中占主导地位。近年来公司收入规模保持快速增长,2014-2016年度,公司分别实现营业收入552.88亿元、642.13亿元和980.77亿元。从收入结构看,跟踪期内供应链管理仍是公司收入最主要来源,2016年公司供应链管理、房地产经营和金融服务三大业务板块分别实现营业收入873.88亿元、44.28亿元和62.60亿元,毛利分别为24.06亿元、23.24亿元和5.44亿元,毛利率分别为2.75%、52.50%和8.69%。

¹ 据该公司2017年3月公告,因到达退休年龄,公司原董事长何福龙先生辞去公司职务,选举许晓曦先生为公司董事长。

² 福建三钢闽光股份有限公司为该公司参股公司,公司与福建三钢闽光股份有限公司有长期业务往来,主要是销售铁矿石、煤炭并采购钢材等。

1. 供应链管理

近年来受世界经济和国际贸易环境低迷、人民币汇率波动等因素影响，我国外贸压力逐渐增大。2016年，世界经济复苏步伐依旧缓慢，外部需求低迷导致全球贸易延续放缓态势，加之受“逆全球化”思潮和保护主义倾向抬头、人民币汇率波动加剧等因素影响，我国对外贸易维持弱势运行。全年货物进出口总额 24.34 万亿元，同比下降 0.9%。其中，出口 13.85 万亿元，同比下降 1.9%；进口 10.49 万亿元，同比略增 0.6%。国内贸易则总体向好，虽然我国经济进入缓增长阶段，但缓中趋稳，稳中向好，带动了国内贸易的较高增长。全年社会消费品零售总额 33.23 万亿元，同比增长 10.4%。得益于需求拉动与供给侧改革成效初显，大宗商品价格触底回升，从而推动了内贸领域的改善向好。

该公司供应链管理业务主要涉及大宗贸易、物流服务、汽车经销及商业零售业务。其中，大宗贸易的经营以与国计民生相关、需求量大、交易门槛高的大宗商品为主。公司拥有铁矿和钢铁两大黑色金属业务品种，并拥有包括能源、纺织原料、纸业、有色金属及贵金属、轮胎在内的多个优势业务品种，涉及进出口贸易、转口贸易及国内贸易等多种经营形式。物流服务为公司供应链一体化增值产业链的延伸，业务涵盖国内外货代、报关、仓储、堆场、运输等业务类型，拥有及使用仓储用地近 40 万平方米。汽车经销业务主要包括 4S 店的中高端品牌汽车销售、汽车综合售后维修、精品美容、二手车置换等，并致力于开拓汽车互联网+、汽车金融、汽车租赁、新能源车、平行进口车等新兴业务。商业零售业务致力于零售商业投资、运营与管理，旨在整合公司业务资源，提升主业间的战略协同效应。

2014-2016 年，该公司供应链管理业务分别实现收入 490.19 亿元、566.29 亿元和 873.88 亿元，保持了较好的发展态势，但毛利率一直较低，分别为 2.63%、1.01%和 2.75%。公司大宗商品贸易主要利用其信息和渠道资源匹配供应商及客户供需，并通过境外全资子公司操作转口贸易业务，具有资金成本更低、周转速度更快的优势。

图表 2. 近三年公司主要贸易品种情况 (单位: 亿元、%)

	进出口贸易			国内贸易		
	品种	营业收入	毛利率	品种	营业收入	毛利率
2014 年	铁矿	63.60	2.77	钢材	80.48	0.70
	煤炭	17.70	2.17	铁矿	21.39	2.77
	纺织制品	9.67	4.76	化纤	18.64	0.39
	金属硅镁	5.89	4.22	纸及制品	17.98	2.98

	废纸	3.34	3.70	橡胶	12.77	-3.06
	合计	100.20	--	合计	151.26	--
2015年	进出口贸易			国内贸易		
	品种	营业收入	毛利率	品种	营业收入	毛利率
	铁矿	39.69	1.37	钢材	105.55	0.76
	木材	13.48	2.55	化纤	26.35	-1.28
	煤炭	10.29	2.83	白银	25.89	-0.90
	纺织品	9.66	3.66	铁矿	21.53	1.37
	纸浆	3.45	0.96	纸及制品	16.86	2.42
	合计	76.57	--	合计	196.18	--
2016年	进出口贸易			国内贸易		
	品种	营业收入	毛利率	品种	营业收入	毛利率
	铁矿	66.79	3.24	钢材	139.56	2.03
	煤炭	28.22	2.36	PTA	63.74	1.43
	木材	18.69	1.54	纸制品	33.55	2.03
	大豆	9.42	0.16	白银	44.99	1.51
	纸制品	8.50	2.03	橡胶	21.50	2.85
	合计	131.61	--	合计	303.34	--

注：根据厦门国贸财务数据绘制（不包括转口贸易）

除大宗商品贸易业务外，汽车销售业务也是该公司供应链管理核心业务之一，国贸汽车股份有限公司（简称“国贸汽车”）是公司全资汽车投资管理型企业和汽车业务主要经营主体。公司现经营的品牌包括奥迪、英菲尼迪、丰田、本田、现代、克莱斯勒、奔驰商务用车等国内外知名品牌。公司汽车经销产业链完整，目前已形成整车销售、汽车维修、二手车置换、汽车用品销售产业链，也将开展汽车租赁和试水汽车电商业务等。跟踪期内，公司汽车销售业务保持平稳发展。

图表 3. 公司汽车经销业务主要经营指标

科目	2014年	2015年	2016年
4S店数量(个)	19	20	21
汽车销售数量(辆)	20253	21839	27215
整车销售收入(亿元)	30.29	30.61	35.87
整车销售毛利率(%)	1.63	0.74	0.26
维修服务收入(亿元)	2.51	2.55	2.98
维修服务毛利率(%)	42.70	39.57	41.01

注：根据厦门国贸提供的数据整理

总体上看，跟踪期内该公司供应链管理业务仍保持平稳较快发展，市场地位得以保持，为公司其他业务的发展奠定了良好基础。

2. 房地产运营

2016年，我国房地产市场经历了深刻变化。上半年，宏观调控政策宽松趋稳，房贷首付比例下调，营业税、契税降低等多重政策利好促进各类需求释放，推动房地产市场的成交活跃。但随之而来的局部市场过热、土拍市场高温、区域分化加剧等问题，引发了政府新一轮的强调控。2016年国庆前后，一二线热点城市密集出台限购、限价、限贷的调控新政，并强化对资金、市场及预售的监管，收紧行业融资渠道。一系列措施的落地，热点城市房地产成交量有所回落，部分购买力回流至三四线城市。2016年全国实现商品房销售金额11.76万亿元，同比增长34.8%，实现商品房销售面积15.73亿平方米，同比增长22.5%，商品房待售面积6.95亿平方米，同比下降3.2%，其中住宅待售面积下降11%。与此同时，房地产投资力度仍较大，全年房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.1%，房地产开发投资达10.26万亿元，同比增长6.9%。

该公司房地产业务主要由全资子公司国贸地产经营，公司房地产项目主要采取独立开发模式，由国贸地产下属项目公司或区域公司开发。公司房地产业务定位于以重点城市为主的高品质住宅开发和商业地产开发，业务覆盖区域涉足厦门及福建省其它地区、上海、合肥、南昌、芜湖等地，主要产品线有国贸天悦、国贸天琴湾、国贸春天、国贸阳光等精品住宅及国贸商城、国贸金融中心等综合地产项目。

2016年，国贸地产再度被中国房地产业协会和中国房地产测评中心评为“2016年中国房地产公司百强”和“2016中国房地产开发企业运营效率10强”，国贸天悦上海佘山项目被评为“2016年中国房地产开发企业典型住宅项目”。跟踪期内，公司房地产运营板块保持平稳，年内上海、厦门、合肥、南昌、漳州、龙岩六地16个住宅项目共实现签约金额103.76亿元，同比增长64.6%，到款金额104.64亿元，同比增长61.4%，签约销售总面积66.71万平方米。2014-2016年公司房地产运营业务分别实现营业收入61.01亿元、51.87亿元和44.28亿元，一直是公司收入和利润的重要来源。

图表 4. 公司房地产业务主要经营指标 (单位: 万平方米、亿元)

项目	2014年	2015年	2016年
开工面积	26.51	89.88	20.09
竣工面积	42.17	49.10	36.21
合同销售面积	24.67	50.01	66.71
合同销售收入	42.27	63.05	103.76

注：根据厦门国贸提供的数据整理

该公司房地产项目主要以高品质住宅为主，目前在建及在售项目区域主要分布在福建省内的厦门、龙岩、漳州以及上海、南昌及合肥等城市。截至 2016 年末，公司主要在建及在售房地产项目累计完成投资 159.71 亿元，回笼资金 124.31 亿元，资金回笼程度尚好。

图表 5. 截至 2016 年末公司主要在建及在售房地产项目情况 (单位: 万平方米、亿元)

区域	项目名称	总建筑 面积	总投资 额	已投资 金额	可售 面积	预售时间	已售 面积	回笼资 金
厦门	厦门国贸天悦	32.92	47.80	37.10	13.14	2015 年 11 月	11.25	26.83
	厦门国贸商城集悦	5.62	3.39	3.71	5.40	2014 年 10 月	5.30	8.49
	厦门国贸商城同悦	16.74	9.30	8.53	16.04	2015 年 7 月	13.29	25.36
	厦门太平货柜(A2)-酒店	4.50	--	0.82	--	--	--	--
漳州	漳州国贸润园	50.11	19.73	14.94	47.00	2014 年 10 月	25.35	15.12
龙岩	龙岩国贸天琴湾(A地块)	10.70	9.24	7.79	9.98	2016 年 3 月	3.75	3.68
	龙岩国贸天琴湾(B地块)	15.81	13.91	12.82	14.81	2015 年 3 月	8.13	6.95
南昌	南昌国贸春天	20.21	13.85	12.27	16.13	2015 年 5 月	12.86	13.63
	南昌国贸蓝湾	16.36	11.20	8.28	14.96	2016 年 9 月	0.68	0.77
	南昌国贸天悦	7.52	5.77	4.29	6.65	2016 年 10 月	0.48	0.59
合肥	合肥天悦 A 地块	8.52	5.68	3.89	8.80	2016 年 7 月	3.86	5.59
	合肥天悦 B 地块	8.96	6.75	4.66	8.06	2016 年 11 月	1.23	1.66
上海	上海佘山天悦(37A)	10.46	15.27	12.25	9.30	2016 年 3 月	4.71	13.38
	上海佘山天悦(54A)	14.23	20.99	14.67	11.77	2016 年 9 月	0.95	2.26
合计		222.66	182.88	146.02	182.04	--	91.84	124.31

注：根据厦门国贸提供的数据整理

总体上看，跟踪期内该公司房地产运营业务发展较平稳，但公司目前房地产业务可售和在售面积较大，在未来我国房地产市场仍可能发生波动的背景下，未来房地产业务的收入和现金回笼情况将对公司经营业绩和现金流有较大影响。

3. 金融服务

除供应链管理和房地产经营业务外，该公司还发展期货经纪、担保、典当、金融类合作业务、资产管理、风险管理等金融服务业务。在公司最新发展战略中，基于内外部客户的深度需求，公司把金融服务上升为公司三大核心业务之一。目前公司拥有国贸期货有限公司（简称“国贸期货”）、福建金海峡融资担保有限公司（简称“金海峡担保”）、厦门金海峡投资有限公司（简称“金海峡投资”）、福建金海峡典当有限公司（简称“金海峡典当”）等全资子公司，拥有的金融业务牌照能较好的服务于

公司中小微客户需求。跟踪期内，公司金融服务业务得到较快发展，2014-2016年分别实现营业收入1.68亿元、23.97亿元和62.60亿元，其中2015年以来收入增长主要是国贸期货下属风险管理子公司从事期现结合业务³，由于期现结合业务规模增长，因此金融服务业务2016年收入也随之增长所致。随着自贸区政策的逐渐落实，公司金融服务业务仍有较广阔的发展空间，未来发展前景较好，预计可成为公司利润新的增长点。

（三）财务质量

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2016年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行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。因公司于2016年1月同一控制下合并厦门国贸金融中心开发有限公司，因此公司对2015年度财务数据进行了追溯调整。

截至2016年末，该公司经审计的合并口径资产总额为547.73亿元，负债总额为368.57亿元，所有者权益为179.16亿元（其中归属于母公司所有者权益为153.73亿元）。2016年公司实现营业收入980.77亿元，净利润为13.82亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为10.43亿元）。

从负债结构看，近年来，随着主业规模扩张及业务模式影响，该公司负债规模呈增长趋势，资产负债程度连续处于较高水平，但与同行相比处于正常水平。2014-2016年末公司负债总额分别为260.27亿元、306.59亿元和368.57亿元，资产负债率分别为75.57%、76.52%和67.29%。2016年因发行多期合计74亿元的永续债（计入其他权益工具科目和少数股东权益科目），公司年末净资产增至179.16亿元，较上年末增长90.46%，导致当年末资产负债率有所降低⁴。

该公司负债以流动负债为主，符合贸易行业的经营特点，同时因公司外部融资能力较强，采用短期负债可以降低其融资成本。2016年末公司流动负债为326.67亿元，占负债总额的比重为88.63%。公司外部融资方式较为多样化，负债主要包括银行借款、债券融资、应付票据、应付账款和预收款项等，其中刚性债务规模较大，公司面临一定即期偿债压力。2016年末，公司长短期银行借款（包括一年内到期的长期借款）合计为43.81亿元，从借款期限看，公司借款以短期借款为主，2016年末短期借款为28.89亿元，占银行借款总额的比重为65.94%，规模较上

³ 该部分业务由国贸期货子公司启润资本负责经营，该经营模式遵循“严格无风险敞口”标准，即在采购一批大宗商品的同时，已经利用期货或其他套保工具锁定未来卖价及汇率，在业务启动时就确定最终盈利水平。

⁴ 若剔除永续债影响，该公司资产负债率约为77%，与以往年度基本持平。

年末下降较多，主要是公司发行了多期超短期融资券，融资渠道有所变化所致。公司短期借款主要是贸易融资质押借款，借款利率基本为基准利率。同期末，公司应付票据金额为 57.05 亿元，仍保持在较大规模，主要由银行承兑汇票和国际信用证构成，系供应链业务开展需要所致；预收款项为 139.94 亿元，主要是预收房地产销售款。2016 年末，公司刚性债务合计达到 167.49 亿元，主要由银行借款、应付票据和应付债券融资构成，公司即期偿债压力仍较大。

截至 2016 年末，该公司为合并范围外的公司提供对外担保余额为 69.50 亿元，为公司合并范围内子公司为商品房承购人向银行提供的抵押贷款担保。另外，截至 2016 年末，公司向各金融机构开具的安慰函金额为美元 1.8 亿元，且公司有 5 起未决诉讼，涉及可能的利益流入 1.44 亿元，涉及可能的利益流出 0.59 亿元，总体上看，未决诉讼对公司财务影响较小。

该公司综合毛利率水平不高，且受竞争加剧和公司业务结构变化而有所波动，2014-2016 年公司综合毛利率分别为 5.91%、5.80%和 5.38%。从毛利构成看，目前公司毛利主要来自供应链管理板块和房地产业务板块，由于供应链管理板块业务规模较大，因此拉低了公司整体毛利率水平。

该公司利润主要由经营性业务利润和投资收益构成。2014-2016 年，公司利润总额分别为 11.21 亿元、13.17 亿元和 18.29 亿元，其中投资收益分别为 3.51 亿元、9.31 亿元和 1.23 亿元。公司的投资收益主要由大宗商品套期保值期货合约处置收益、可供出售金融资产处置收益（持有的上市公司股票）、长期股权投资收益等构成，具有较大的波动性，2016 年减少主要是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减少所致。2014-2016 年，公司净利润分别为 8.69 亿元、9.46 亿元和 13.82 亿元，随着公司业务规模的扩大而扩大。从资产经营效率看，2016 年公司应收账款、存货、固定资产和总资产周转速度分别为 34.37 次、4.42 次、78.21 次和 2.09 次，均较上年有所提升，且处于较高水平。2016 年公司的净资产收益率和总资产报酬率分别为 10.27%和 5.33%，公司经营效益尚好，能够为其偿债提供一定支撑。

现金流方面，因该公司以赊销方式结算的情况占比较少，营业周期较短，现金回笼速度快。2014-2016 年，公司营业收入现金率分别为 105.86%、113.67%和 115.43%。近年来，公司经营环节现金净流量存在明显波动。2014-2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -37.26 亿元、27.55 亿元和 22.88 亿元，波动主要是受到购买土地款项

支出、供应链业务规模扩大使得资金占用增加等因素影响，2015年以来公司保持了较强的经营创现能力，但未来公司经营性现金流仍有可能出现波动。

2014-2016年，该公司投资活动产生的现金流净额分别为-6.56亿元、3.64亿元和-74.10亿元，受公司轻资产经营模式影响，公司资本支出较少；2016年以来，公司使用临时沉淀的自有资金购买短期理财产品及大宗商品期货合约保证金支出增加，导致当年投资性现金流呈现大额净流出。

该公司融资渠道畅通，除直接取得银行借款外，公司在债券市场及A股市场均也具有较强的融资能力。2014-2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为47.40亿元、-24.10亿元和55.12亿元，主要用于满足公司经营性活动产生的资金需求。2016年公司发行了较大金额的永续债和可转换公司债券，导致当年筹资性现金流大额流入。

受益于经营积累、股权融资和发行永续债等因素影响，该公司净资产规模逐年扩大。2014-2016年末，公司所有者权益分别为84.15亿元、94.07亿元和179.16亿元，其中2016年公司发行了74亿元永续债，当年末公司资本实力显著增强。

2014-2016年末，该公司资产总额分别为344.42亿元、400.65亿元和547.73亿元，随着公司业务规模的扩大而扩大。从资产构成看，公司资产主要是流动资产，2016年末流动资产余额为483.55亿元，占比达到88.28%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、应收货币保证金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。近年来公司货币资金余额呈增加趋势，2016年末货币资金余额为41.94亿元，其中受限货币资金余额为5.42亿元，公司货币资金存量充裕，年末现金比率为18.25%，能够为其偿债提供基本支持；应收账款年末净额为33.84亿元，基本都在一年以内，随着业务规模的扩大较上年末增加45.63%，公司年末应收账款已计提坏账准备3.18亿元；预付账款年末净额为42.79亿元，主要为贸易业务商品采购款。同期末，公司应收货币保证金余额为20.06亿元，系子公司国贸期货存放于期货交易所的客户期货保证金增加所致；其他应收款余额为17.89亿元，主要是期货业务保证金、供应链业务出口退税、房地产业务形成的往来款和关联往来款等；存货账面价值为235.68亿元，主要是公司库存商品、房地产业务开发成本等，年末分别为45.88亿元和187.54亿元，规模随着供应链业务和房地产业务的发展而扩大，公司年末存货已计提跌价准备0.49亿元。其他流动资产年末余

额为 61.69 亿元，主要是银行短期理财产品、待抵扣税费和预缴税金、委托银行贷款、国债逆回购等，其中银行短期理财产品增加较多。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产等构成。2016 年末，公司长期股权投资账面价值为 13.18 亿元，主要是对厦门市及福建省部分国有企业的股权投资；固定资产账面价值为 13.51 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备等。公司非流动资产规模较小，符合其贸易为主业的经营特点。

截至 2016 年末，该公司已获得银行授信总额度为 611.45 亿元，已使用 307.13 亿元，尚余 304.32 亿元额度，银行融资渠道畅通。公司债务履约记录良好，根据 2017 年 4 月 21 日企业信用报告，公司无债务违约记录。

综上所述，跟踪期内该公司资产规模、收入规模持续快速扩大，负债经营程度有所降低，货币资金存量较充裕，且保持了较强的经营创现能力，外部融资渠道仍畅通，仍有较强的偿债能力。但公司毛利率仍较低，刚性债务规模仍较大，仍有一定的即期偿债压力。

三、跟踪评级分析

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化，主要业务保持平稳较快发展，市场地位得以保持，收入规模快速增长。但我国经济目前仍面临下行压力，房地产市场未来发展仍具有不确定性，受此影响，公司业务经营压力可能增大。跟踪期内，公司刚性债务规模仍较大，仍有一定的即期偿债压力。但公司负债经营程度有所下降，融资渠道畅通，货币资金存量较充裕，且保持了较强的经营创现能力，因此公司仍有较强的偿债能力。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济、房地产行业景气度变化对该公司经营及业绩的影响；（2）公司金融服务业务风险控制情况；（3）公司刚性债务偿债压力变化情况及偿债资金来源安排；（4）公司现金流波动情况；（5）公司外部融资环境变化情况等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014年	2015年	2016年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	344.42	400.65	547.73
货币资金	26.49	36.26	41.94
刚性债务	137.09	178.04	167.49
所有者权益	84.15	94.07	179.16
营业收入	552.88	642.13	980.77
净利润	8.69	9.46	13.82
EBITDA	18.39	19.88	26.17
经营性现金净流入量	-37.26	27.55	22.88
投资性现金净流入量	-6.56	3.64	-74.10
资产负债率[%]	75.57	76.52	67.29
权益资本与刚性债务比率[%]	41.01	41.81	29.03
长期资本固定化比率[%]	61.39	52.83	106.97
流动比率[%]	122.94	122.40	148.03
速动比率[%]	39.20	43.46	62.78
现金比率[%]	11.97	14.75	18.25
利息保障倍数[倍]	2.76	2.83	3.64
有形净值债务率[%]	321.04	335.87	209.50
营运资金与非流动负债比率[%]	462.70	374.80	374.38
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	31.82	30.82	34.37
存货周转速度[次]	3.33	3.30	4.32
固定资产周转速度[次]	58.80	54.92	78.18
总资产周转速度[次]	1.75	1.72	2.07
毛利率[%]	5.91	5.80	5.38
营业利润率[%]	2.02	2.01	1.83
总资产报酬率[%]	5.45	5.03	5.27
净资产收益率[%]	11.63	10.62	10.12
净资产收益率*[%]	13.12	8.31	8.91
营业收入现金率[%]	105.86	113.67	115.43
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-16.13	10.26	7.43
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.49	9.72	6.78
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-18.98	11.61	-16.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.22	11.01	-15.17
EBITDA/利息支出[倍]	2.95	3.00	3.81
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.15

注：表中数据依据厦门国贸经审计的 2014-2016 年度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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