



信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0975 号

厦门国贸控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一八年七月二十七日



厦门国贸控股集团有限公司 2018 年度跟踪评级报告

受评对象 厦门国贸控股集团有限公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

概况数据

国贸控股	2015	2016	2017	2018.3
总资产(亿元)	648.23	845.15	995.17	1,228.62
所有者权益合计(亿元)	141.95	278.85	356.44	369.81
总负债(亿元)	506.27	566.30	638.73	858.81
总债务(亿元)	298.34	262.42	318.30	496.24
营业总收入(亿元)	1,026.16	1,456.86	2,223.69	469.89
净利润(亿元)	11.57	15.05	23.49	6.61
EBIT(亿元)	28.94	32.82	48.77	--
EBITDA(亿元)	32.03	36.72	53.75	--
经营活动净现金流(亿元)	39.64	41.72	-82.11	-116.58
营业毛利率(%)	5.73	5.27	3.97	4.08
总资产收益率(%)	4.89	4.40	5.30	--
资产负债率(%)	78.10	67.01	64.18	69.90
总资本化比率(%)	67.76	48.48	47.17	57.30
总债务/EBITDA(X)	9.31	7.15	5.92	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.43	2.66	2.98	--

注：公司各期财务报表均依照新会计准则编制，均为合并口径数据；2018 年一季度财务报表未经审计；由于欠缺相关数据，2018 年一季度部分指标无法计算；为了完整的反映公司的有息债务规模，中诚信国际将公司各期末（超）短期融资券、非公开定向债务融资工具金额由其他流动负债调整至短期债务，将公司各期末衍生金融负债调整至短期债务。

分析师

项目负责人：李廷蔚 twli@ccxi.com.cn
 项目组成员：葛李舟 xzhge@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100

2018 年 7 月 27 日

基本观点

中诚信国际维持厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

2017 年以来，公司依托于地处厦门的区位优势，供应链管理业务收入大幅增长，金融业务保持良好的发展势头，电子信息业务实现快速发展，2017 年盈利规模大幅提升，且公司拥有畅通的融资渠道。同时中诚信国际也关注对外贸易环境变化、房地产市场政策调控、短期债务快速增长、调整永续债后公司财务杠杆较高、经营活动现金流净流出以及资产管理计划重大事项等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **区域优势。**厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是国家计划单列市，位于中国（福建）自由贸易试验区内，良好的区位条件为公司各板块业务的发展提供了有利的外部环境。
- **供应链管理板块收入大幅增长。**公司供应链管理板块通过与上下游建立稳固合作关系，2017 年，受益于贸易规模增长及大宗商品价格回升，公司供应链管理收入规模达 1,925.80 亿元，同比增长 49.40%，规模优势突出。
- **金融业务保持良好的发展势头。**受益于国贸启润资本管理有限公司收入大幅增加，公司金融服务业务营业收入同比大幅增长至 133.91 亿元，呈现良好的发展态势。
- **电子信息业务实现快速增长。**受益于募投资项目投产等因素，2017 年公司 LED 封装及应用产品产能分别同比大幅增长至 113,256KK/年和 2,568,000 盏/年，产能持续提升；2017 年，公司电子信息业务实现营业收入 17.66 亿元，同比增长 29.06%。
- **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司合并口径取得各银行授信总额为 1,170.91 亿元，未使用的授信额度为 524.98 亿元；同时，公司下属厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”，代码：600755.SH）和厦门信达股份有限公司（以下简称“厦门信达”，代码：000701.SZ）两家上市公司具备资本市场融资能力，直接融资渠道畅通。

关注

- **外部环境影响。**公司供应链管理及房地产经营业务易受宏观经济周期波动影响。大宗商品价格波动等因素加大了公司业务发展的不确定性。2017 年，国内超过 60 余个城市发布楼市调控政策，本轮调控范围广泛、

内容不断细化、因城施策已成为主流。受政策调控影响，房地产企业销售回款同比增速整体呈下降态势，市场分化格局不断加剧。

- **短期债务快速增长，财务杠杆水平较高。**2017 年以来，随着公司贸易规模扩大、获取土地储备资金支出增加等因素的影响，公司债务规模不断攀升，截至 2018 年 3 月末，公司短期债务规模增长至 447.16 亿元，短期债务压力较大。此外，2017 年以来公司发行了多期永续债，若将永续债调整至有息债务，2018 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 85.72% 和 79.74%，财务杠杆水平较高。
- **经营活动净现金呈持续净流出态势。**2017 年及 2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为-82.11 亿元和-116.58 亿元。2017 年以来，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，使得经营活动净现金呈大规模净流出态势。
- **资产管理计划重大事项。**2017 年，公司下属孙公司厦门国贸资产管理有限公司（以下简称“国贸资管”）五只投向港股的资管产品净值出现较大幅度下跌。在普通级投资者提供差额补足承诺基础上，子公司厦门国贸投资有限公司（下称“国贸投资”）及公司为上述资管计划的部分优先级投资者提供了份额回购或差额补足承诺。公司已为上述资管产品期末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承担了财务支持损失净额为 5.43 亿元。截至 2018 年 4 月 26 日，普通级投资者已累计追加资金 4,018.52 万元，同时普通级投资者提供采矿权抵押及相关矿业公司的连带责任担保，和其他资源性公司的股权担保，并在持续还款中。中诚信国际对该事项保持关注。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果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，中诚信国际将按照《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，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对公司存续期债券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

基本分析

2017 年以来，大宗商品价格有所复苏，但各国贸易保护主义升级、国际贸易摩擦加剧，对外贸易环境变化较大

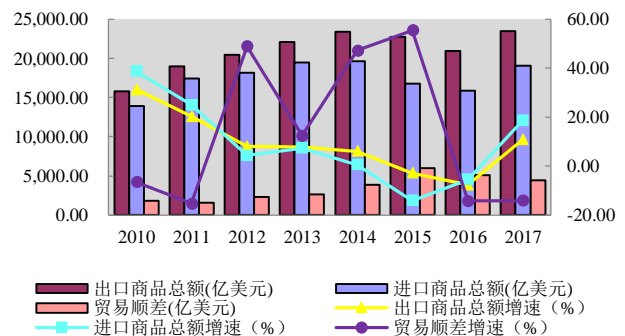
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2014 年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，其中出口总额 2.34 万亿美元，同比增长 6.1%，进口总额 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%。2015 年以来，全球经济依旧处于深度调整中，总体复苏乏力，需求不振；国内经济面临下行压力，进出口总值下降，对外贸易发展进入新常态，2015 年我国进出口总额 3.96 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 年全球经济仍处于国际金融危机后的深度调整期，我国对外贸易发展面临的不稳定、不确定的因素明显增多，下行压力加大，总体形势复杂严峻。2016 年我国进出口总额 3.68 万亿美元，同比下降 6.9%。其中，出口 2.10 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.59 万亿美元，同比下降 5.5%。2017 年，在大宗商品价格复苏的带动下，我国进出口总额¹为 4.25 万亿美元，较上年同期增长 14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口 2.35 万亿美元，较上年同期增长 10.8%；进口 1.91 万亿美元，较上年同期增长 18.7%。

对外贸易结构上，近年来由于国际经济复苏乏

¹ 2017 年，我国进出口总额为 277,923 亿元人民币，其中出口金额 153,321 亿元人民币，进口金额 124,602 亿元人民币；当期我国实现贸易顺差 28,718 亿元人民币。为统一单位，中诚信国际使用中国人民银行发布的 2017 年 12 月 29 日银行间外汇市场人民币汇率中间价进行换算，汇率为 1 美元对人民币 6.5342 元。

力，我国进口和出口规模逐年下降，贸易顺差呈现波动趋势。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 年以来我国进出口总额有所下降，但贸易质量有所提升，贸易结构更趋合理，贸易顺差持续扩大。2016 年，我国实现贸易顺差 0.51 万亿美元，受国际市场需求疲弱、汇兑变化等因素影响，贸易顺差开始收窄。2017 年，我国实现贸易顺差 0.44 万亿美元，与上年同期相比贸易顺差进一步收窄。

图 1：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

值得关注的是，2018 年 3 月，美国总统特朗普宣布将对 500 亿美元中国商品加征关税，并将限制中国对美国科技产业投资，拉开与中国贸易战的序幕。2018 年 3 月以来，中国与美方进行了多次高级别经贸磋商，但效果一般。2018 年 7 月 6 日，美国对从中国进口的价值 340 亿美元商品加征 25% 关税政策落地，主要涉及制造业的相对高端领域，如航空航天、信息通信技术、机器人和机械等行业。我国政府果断采取反制措施，对从美国进口的价值 340 亿美元商品加征 25% 关税，主要涉及大豆等农产品、汽车、化工品以及飞机等进口商品，贸易战正式打响。2018 年 7 月 10 日，美国政府宣布将推进向从中国进口的 2,000 亿美元商品加征 10% 关税，

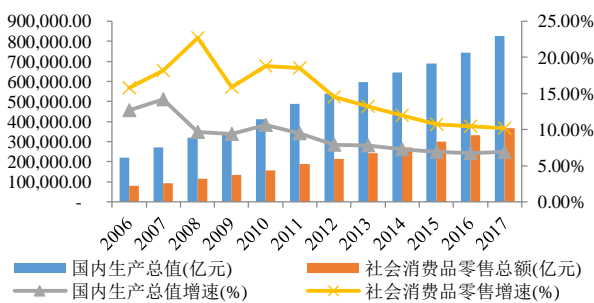
并公布了相关的 6,000 余种商品的清单，主要涉及农业、化学产品以及原材料等。未来，随着美中贸易摩擦的升级，我国对外贸易业务规模和商品种类或将受到影响。

近年来，国内经济结构调整持续推进，国内经济稳中向好；政府也通过系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国外贸未来增长和质量优化形成了正面的支撑力量。但从当前全球贸易环境来看，尽管大宗商品价格有所复苏，但整体市场处于较为低迷的状态，同时各国贸易保护主义倾向日益加深，国际贸易摩擦加剧、国际市场环境趋于复杂。同时近年来，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影响。

我国内贸规模不断扩大，但要素价格高企对市场形成一定制约，未来以调结构为重点的转型升级路线为内贸发展提供了良好的政策空间

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。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，同比增长12.0%。2015年国内生产总值676,708亿元，同比增长6.9%；社会消费品零售总额300,931亿元，同比名义增长10.7%。2016年，国内生产总值744,127亿元，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827,122亿元，较上年同期增长6.9%；社会消费品零售总额366,262亿元，较上年同期增长10.2%。

图 2：近年来国内生产总值和社会消费品零售额增速对比



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

内贸政策方面，2016年11月，商务部等10部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》提出了“十三五”时期内贸流通发展目标：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。同时，将着力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。此内贸规划有望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。

总体上，2017年以来，我国劳动力、资金和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，内贸增速有所放缓。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庞大内需的释放；同时“十三五”规划明确了内贸流通转型升级的目标、主要任务和保障措施，有利于全面打通消费、流通和生产各环节，也为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。

2017年，国内超过60个城市出台不同程度的楼市调控政策，本轮调控范围广泛、内容不断细化、因城施策已成为主流，受政策调控影响、房地产企业销售回款同比增速呈下降态势，市场分化格局不断加剧

在2016年9月末的首轮调控后，部分热点二线城市市场热度依然不减，为引导房价理性回归，2017年3月以来房地产市场调控进一步加码升级，2017年末，全国已有超过60个城市出台不同程度的调控政策，调控政策集中分布在京津冀、长三角和珠三角等多个城市群，调控内容不断细化，因城施策和分类调控已成为主流，通过居民购买端、新房销售端、土地购买端和企业融资端等多方面显著加强对房地产市场的调控，从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长

效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分：十九大报告正式确立租售并举的住房制度，强调租售同权，即租房者可同等享受基本公共服务和鼓励租赁住房消费，给予税收优惠和金融支持。2017年7月，住建部等九部委下发了《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》，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都等12个城市作为首批试点。随后，国土部、住建部联合发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定北京、上海、南京、杭州等13个城市进行集体建设用地建设租赁住房试点。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，2017年房屋租赁市场进入规模发展的新阶段，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

受严厉调控政策的影响，2017年房企销售回款增速不断回落，同时房企补货需求仍旺盛，财务杠杆上升明显，偿债指标有所弱化，融资渠道的收紧和公开债务面临到期高峰将对企业再融资能力形成考验；在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度加速提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

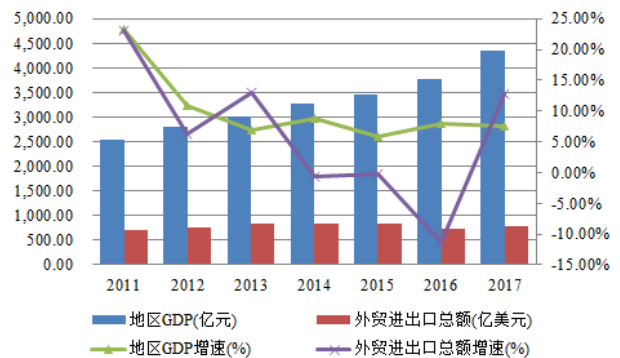
尽管 2016 年以来国内外经济形势对区域经济造成一定影响，但总体上福建省及厦门市区域经济保持平稳运行，且福建自贸区的设立为福建及厦门的发展带来更多机遇

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。2017年，福建省实现地区生产总值 32,298.28 亿元，同比增长 8.1%；全年社会消费品零售总额 13,013.00 亿元，同比增长 11.5%。其中，城镇消费品零售额 11,681.91 亿元，同比增长 11.2%；乡村消费品零售额 1,331.09 亿元，同比增长 14.2%。按消费形态统计，商品零售额

11,683.58 亿元，同比增长 11.8%；餐饮收入额 1,329.42 亿元，同比增长 8.9%。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。外需方面，2017年福建省外贸进出口 11,590.78 亿元，同比增长 12.0%；其中，出口 7,114.08 亿元，同比增长 4.1%；进口 4,476.70 亿元，同比增长 27.50%。

厦门市的经济和外贸发展形势与福建省类似。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同比增长 12.7% 至 1,446.74 亿元。外需方面，2017年，厦门市外贸进出口 5,816.04 亿元，同比增长 14.3%；其中出口总额 3,253.65 亿元，同比增长 5.2%。

图 3：2011 年以来厦门市 GDP 及外贸情况



资料来源：厦门统计信息网，中诚信国际整理

此外，2014年12月，国务院决定设立中国（福建）自由贸易试验区；厦门自贸区于2015年3月1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。中诚信国际认为，自由贸易园区的建设，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。然而中诚信国际也关注到，目前贸易环境、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。

2017年，公司供应链板块保持了很强的规模优势和品牌优势，加之大宗商品价格增长，2017年公司供应链管理业务同比大幅增长

供应链管理板块是公司的第一大主业，公司的供应链管理板块业务包括大宗商品贸易流通、汽车贸易及服务、物流业务和商品零售业务四大板块。其中大宗商品贸易流通是公司的传统核心业务，在供应链管理板块占据主导地位，汽车贸易及服务、物流业务和商品零售业务是贸易板块的有力补充。

2017年，受益于大宗商品价格回升及贸易规模增长，公司供应链管理业务实现营业收入1,925.80亿元，同比增长49.40%。目前公司供应链管理业务主要由旗下厦门国贸和厦门信达两家上市公司负责运营，近年来两家公司供应链管理业务收入合计占公司供应链管理总收入的比重一直维持在90%以上。

表1：近年公司主要控股子公司供应链管理业务收入情况

单位：亿元	2015	2016	2017	2018.1-3
厦门国贸	566.29	873.88	1,416.70	309.06
厦门信达	281.65	386.50	478.86	103.74
合计	847.94	1,260.38	1,895.56	412.80

注：各子公司收入未经过合并抵消处理

资料来源：公司提供

在贸易品种方面，近年来公司不断贯彻集中资源做大做强优势品种的发展战略，2017年公司大宗贸易前五大贸易品种的营业收入合计1,223.58亿元，占当期公司大宗商品贸易收入的67.58%。

表2：2017年公司前五大贸易品种

品种	营业收入(亿元)	收入占比
钢材	377.31	20.84%
铁矿砂	320.16	17.68%
铜	251.19	13.87%
化纤	163.43	9.03%
煤炭	111.49	6.16%
合计	1,223.58	67.58%

注：2017年公司大宗商品贸易收入为1,810.61亿元。

资料来源：公司提供

公司铁矿石贸易以进口业务为主，进口额占铁矿石贸易总额的60%以上。目前公司铁矿石贸易主要进口国包括印度、澳洲、巴西、乌克兰和俄罗斯等国家。公司可以直接从国外矿山及大型贸易商进

行采购，在铁矿砂经营方面具备一定成本优势，进口铁矿砂规模位居福建省第一，全国名列前茅。经过多年贸易积累，公司铁矿砂供应及销售渠道比较成熟，并且能够通过锁定上下家、按市场行情定价、款到交货等措施降低市场风险、促进资金回笼。2017年公司铁矿销售7,990.82万吨，同比增长21.48%；受益于铁矿价格回升，当期铁矿砂贸易收入为320.16亿元，同比增长35.90%。

阴极铜国内贸易业务是子公司厦门信达的传统贸易优势领域。厦门信达与上游矿产商形成稳定的贸易合作关系，拥有上海迈科金属资源有限公司、上海电投管道工程有限公司、江铜国际贸易有限公司、深圳迈科金属有限公司等大型铜矿厂商等长期战略伙伴。下游客户方面，厦门信达对于客户的筛选则以长期合作为主，建立大客户制，在贸易规模增长的同时相应控制风险。2017年公司销售铜65.90万吨，同比增长7.93%；受益于此，当期铜贸易实现收入251.19亿元，同比增加27.50%。

公司钢材业务经营的钢材品种主要包括螺纹钢、线材、热轧、冷轧、镀锌、钢坯、中厚板等，主要供应商分布于福建、华北、东北等地区，销售市场集中在福建、广州、上海、天津等地区。公司为各大钢厂的主要贸易商及长协客户，采购渠道、采购价格相对稳定。2017年公司销售钢材1,332.52万吨，同比增长60.56%；受益于钢材价格上涨及公司销量的增长，当期公司钢材贸易实现营业收入163.24亿元，同比增加131.14%。中诚信国际注意到钢贸行业存在一定潜在的信贷风险，较多钢贸企业面临反复质押、一库多贷等情况所引发的融资风险。中诚信国际将对公司的钢材贸易业务经营情况及相关融资风险保持密切关注。

在贸易风险控制方面，公司通过多年积累的上下游资源，积极进行产业链延伸，加大终端客户对接力度，有效控制供应链条上的信用风险，并持续推进套期保值交易以防范价格波动风险。在铁矿石业务方面，公司积极向上游延伸，与国外大型矿山签订长期采购协议，保障了铁矿石业务的稳定供应。在钢贸业务方面，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价格风险；并通过与供应商建立战略合作关系，加大终端客户对接力度，并适度降低代理业务占比，通过多种方式控制钢贸业务信用风险。

公司汽车贸易业务以厦门国贸和厦门信达为运营主体，主要经营进口汽车贸易、国产汽车专卖、二手车交易、汽车用品销售等。公司目前已通过控股、参股等方式取得了一汽奥迪、福特、一汽丰田、东风本田、英菲尼迪、克莱斯勒、东风雪铁龙、东南汽车、广汽丰田、澳德巴克斯、宝马等多个国内外知名汽车品牌及汽车用品销售经营权，逐步建立了较完善的售后服务网络；公司代理的汽车品牌涵盖了中高档进口车及国产车，资产规模、资金实力在福建省内同行业中名列前茅。截至 2017 年末，公司共有汽车 4S 店 36 家；随着销售量的增长，2017 年汽车贸易实现营业收入 77.76 亿元，同比增长 2.40%。未来公司将加大高端汽车品牌的引进，同时不断扩大汽车维修保养、二手车等后服务规模，提升汽车板块的运营效益。中诚信国际也关注到宏观经济增速放缓、新车销售行业竞争加剧等因素对公司汽车经销业务产生的负面影响。

表 3：近年来公司汽车销售状况

	2015	2016	2017	2018.1~3
销售量（辆）	39,424	45,914	44,436	9,172
营业收入（亿元）	68.83	75.94	77.76	18.41
其中：售后服务收入（亿元）	4.11	6.44	6.57	1.65
销售均价（万元/辆）	16.42	15.14	15.36	17.43
4S 店数量（家）	35	35	36	36

注：销售均价=（营业收入-售后服务收入）/销售量

资料来源：公司提供

此外，公司供应链板块亦涵盖物流服务和商品零售。物流服务为公司供应链管理提供增值服务，业务涵盖国内外货代、保税、报关、仓储、场装、运输等，截至 2017 年末，拥有仓储用地近 40 万平方米。商品零售方面，2017 年公司商业资产管理取得较大突破，位于厦门的国贸金融中心美岁城、国贸商城美岁天地及轻资产管理项目泉州南益美岁天地先后开业，美岁超市进行业态升级，成为区域市场“超市+餐饮”新型业态的标杆。总体来看，2017

年以来，公司物流服务和商品零售业务稳定发展，形成了贸易板块的有力补充。

总体看，经过多年的贸易实践，公司积累了丰富的行业经验，建立了良好的贸易平台和发达的网络体系，具备一定的品牌和品种优势；供应链管理板块有力地支撑了公司整体运营，增强了公司的对外竞争力。同时，中诚信国际注意到，2017 年以来国内外贸易环境复杂多变，大宗商品价格波动等因素或将给公司贸易业务发展带来一定挑战。

2017 年以来，公司房地产项目销售规模受政策调控影响较大，同比有所下降，但结转规模保持增长；中诚信国际将对公司房地产项目的去化速度及拿地节奏保持关注

公司房地产板块运营主体包括厦门国贸、厦门信达、厦门国贸控股建设开发有限公司及厦门国贸金融中心开发有限公司等。2017 年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，受此影响，当期公司签约销售面积和签约销售金额分别为 46.60 万平方米和 75.81 亿元，分别同比减少 43.81% 和 43.81%。受项目建设周期较长及竣工确认时点影响，2017 年公司竣工面积同比增加 130.56% 至 112.79 万平方米，当期房地产板块实现营业收入 108.00 亿元，同比增长 99.48%。此外，截至 2017 年末，公司预收款项合计 151.60 亿元，其中预收房款 104.64 亿元，同比减少 10.62%，仍保持较大规模，对未来房地产板块的业绩形成保障。

表 4：近年来公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元	2015	2016	2017	2018.1~3
新开工面积	299.62	20.09	33.70	17.49
竣工面积	65.59	48.92	112.79	23.28
签约销售面积	56.89	82.93	46.60	6.69
签约销售收入	72.98	134.92	75.81	11.24

资料来源：公司提供

土地拓展方面，2017 年以来，房地产市场的区域化特征愈发明显，公司土地拓展集中在漳州、厦门、杭州等城市。截至 2018 年 3 月末，公司土地储备合计 98.22 万平方米的地块，地价款总计 121.99 亿元，尚有 5.34 亿元土地款未支付。公司房地产开

发业务已经形成以厦门为中心，辐射合肥、芜湖、南昌、上海以及杭州等地的区域布局。

表 5：截至 2018 年 3 月末公司土地储备情况

单位：万平方米、亿元	占地面积	业态	地价
淮南潘集信达城市花园项目	8.12	商住	0.95
漳州东南花都项目	67.71	住宅	6.71
合肥天悦 C 地块	1.07	商住	1.18
合肥天成 B 地块	5.81	住宅	19.34
厦门太平货柜酒店	0.74	酒店	0.61
厦门翔安区 2017XP02 地块	1.76	住宅	10.56
厦门翔安区 2017XP03 地块	2.65	住宅	15.90
厦门翔安区 2017XP04 地块	3.48	住宅	29.00
杭州钱塘天誉二期	2.79	住宅	24.39
漳州 2017P10 地块	4.09	住宅	13.35
合计	98.22	--	121.99

资料来源：公司提供

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，公司在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 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 9.41 亿元，全部为自持自营物业。目前，国贸商城已完成主体工程竣工验收并正常运营。厦门国贸金融中心项目是一座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，由公司、厦门国贸集团股份有限公司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。商场部分的承租方为公司下属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。目前，国贸金融中心已开业运营。2017 年，国贸金融中心营业收入和净利润分别为 14.06 亿元和 3.84 亿元；2018 年 1~3 月，国贸金融中心营业收入为 0，净利润为-0.21 亿

元，由于当期公司尚未确认高端购物中心的租金收入，导致净利润为负。

总体来看，公司房地产业务保持稳健的开发进度，受限购政策等因素影响，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。同时，三、四线房地产市场去库存压力较大，市场不确定性带来的项目开发风险仍然存在，中诚信国际将对此保持关注。

2017 年以来，公司电子信息业务资源整合加速，产能及产量持续增加，经营规模快速增长

电子信息业务主要由光电业务和物联网业务构成，其中光电业务包括 LED 封装和 LED 应用产品两部分，均处于 LED 产业链的下游；物联网业务包括电子标签和安防业务，安防业务为公司 2015 年以来新涉足业务板块；公司电子信息业务均由子公司厦门信达负责运营。2017 年及 2018 年 1~3 月，电子信息业务收入分别为 17.66 亿元和 4.28 亿元，同比分别增长 29.06% 和 34.59%。

光电业务主要由厦门信达子公司厦门市信达光电科技有限公司（以下简称“信达光电”）负责运营。2017 年，信达光电旗下子公司福建省信达光电科技有限公司新增生产线陆续投产，公司下属安溪生产基地增加一个 LED 封装车间并投入使用，2017 年公司 LED 封装产品的生产线大幅增加了 929 条至 2,377 条，产能同比大幅增长 140.97%。同时，2017 年公司球泡灯等小型应用产品产能增加，使得 LED 应用产品产能同比大幅增长至 2,568,000 盏/年。2018 年 1~3 月，公司各项生产指标持续向好，2018 年 3 月末，公司 LED 封装产品和应用产品的生产线分别增至 2,477 条和 9 条，产能分别为 36,124KK/年和 3,687,000 盏/年。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司光电业务分别实现收入 15.57 亿元和 3.94 亿元，分别同比增长 35.63% 和 21.60%。

表 6：近年来信达光电产能扩张情况（单位：条、KK/年、盏/年）

	2015		2016		2017		2018.3	
	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能	生产线	产能
LED 封装产品	443	25,343	1,448	47,000	2,377	113,256	2,477	36,124
其中：直插式	60	4,240	61	2,000	61	5,400	61	1,350

贴片式	383	21,103	1,387	45,000	2,162	95,556	2,234	29,874
白光式	--	--	--	--	154	12,300	182	4,900
LED 应用产品	9	600,000	6	560,000	6	2,568,000	9	3,687,000

注：2015 年 LED 应用生产线是分段产线，2016 年把部分分段生产线合并成完整的生产线；上表中 2018 年 1~3 月光电业务产能未进行年化。

资料来源：公司提供

受益于产能的快速释放，2017 年，公司光电产品产量大幅提升，当期公司 LED 直插式、贴片式和白光式产量分别为 2,271.86KK、63,446.97KK 和 4,275.04KK，同比均有所增长。由于产能释放较快，2017 年公司光电产品产能利用率同比有所下降。此外，中诚信国际注意到，2017 年，由于显示屏封装产品因市场竞争激烈，RGB 产品大幅跌价，导致公司存货减值计提增加至 1.25 亿元，对公司的盈利水平造成一定影响。

表 7：近年来信达光电分产品产能利用率情况

	2015	2016	2017	2018.1~3
直插式 LED 封装产品	80.78%	87.89%	42.07%	25.60%
贴片式 LED 器件	84.33%	94.09%	64.65%	55.93%
LED 应用产品	89.60%	87.63%	10.47%	30.46%

注：贴片式 LED 器件包括贴片式和白光式 LED 封装产品。

资料来源：公司提供

从销量来看，2017 年 LED 直插式、贴片式和白光式产量分别为 2,933.74KK、63,112.13KK 和 2,929.36KK，同比均有所增长。为争取市场份额，同时保证产品毛利，公司通过产能最大化来降低产品单位成本，2017 年 LED 封装产品的产量和销量方面分别同比增长 58.73% 和 77.27%。此外，生产线的扩充带动光电产品整体产销量出现大幅上升，2017 年光电业务实现收入 15.57 亿元，同比增长 35.63%。2017 年以来，公司产销率保持在较高水平，当期公司直插式 LED 封装产品、贴片式 LED 器件以及 LED 应用产品的产销率分别为 129.13%、97.52% 和 121.69%。

表 8：2017 及 2018 年 1~3 月信达光电分产品产销情况

单位：KK、盏	2017		2018.1~3	
	产量	销量	产量	销量
LED 封装产品	69,993.87	68,975.23	18,659.50	19,976.57
其中：直插式	2,271.86	2,933.74	345.66	547.59
贴片式	63,446.97	63,112.13	16,922.80	17,918.26
白光式	4,275.04	2,929.36	1,391.04	1,510.72
LED 应用产品	268,882	327,210	1,123,132	1,208,761

资料来源：公司提供

市场销售方面，公司在加强区域销售的同时，与国内显示屏前十强企业建立业务联系，LED 封装产品直接面向下游 LED 应用企业进行销售，目前已拥有洲明、利亚德、艾比森、联建、三思等几十家客户群，2017 年及 2018 年一季度公司封装产品对外销售规模分别是 68,975.23KK 和 19,976.57KK；市场集中在珠三角、长三角和华北地区。为进一步开发市场，公司已经在深圳、北京和上海设立办事处，进行周边地区的市场开拓。另外，公司还有一部分 LED 封装产品在内部用于生产 LED 应用产品。2017 年及 2018 年一季度，公司 LED 封装产品分别实现销售收入 14.73 亿元和 3.78 亿元。

从客户结构来看，2017 年公司 LED 产品前五大客户的销售收入合计占公司 LED 产品总销售额的 44.30%，客户结构相对集中。

表 9：2017 年公司 LED 产品前五名大客户情况 (单位：亿元、%)

序号	前五名客户名称	销售额	占比
1	亿光电子(中国)有限公司	2.64	15.46%
2	深圳市博盈光电有限公司	1.81	10.59%
3	中山市宏晟祥光电照明科技有限公司	1.60	9.38%
4	福建海佳彩亮光电科技有限公司	0.76	4.47%
5	TOYOLITE OPTOELECTRONICS CORP.	0.75	4.40%
合计	--	7.56	44.30%

注：上述金额为不含税收入。

资料来源：公司提供

安防产品方面，2015 年 1 月，信达物联以 0.92 亿元获得深圳市安尼数字技术有限公司（以下简称“安尼数字”）51% 股权。安尼数字是专注于高端视频监控产品和平台软件研发、生产、销售一体化的统一视讯解决方案供应商，为金融、能源、交通、政府等行业和机构提供定制化解决方案。2017 年安尼数字营业收入和净利润分别为 0.99 亿元和 -0.78 亿元，主要是受并购前资产计提减值及行业竞争加剧等因素影响，安尼数字经营压力较大，营业规模不足以弥补经营过程的各项投入，出现亏损。未来公司将进一步推动海外渠道的拓展及技术服务能力的

提高，整合资源，扭转安尼数字的经营劣势。中诚信国际将对安尼数字的经营及盈利情况保持关注。

综上，作为厦门信达重点发展的业务板块，电子信息业务处于快速发展阶段。随着厦门信达在电子信息业务方面通过并购扩产、加大研发投入和市场开拓力度等方式实现经营规模的快速增长，其对公司的收入及利润贡献或将进一步提升。

金融服务业务涵盖期货经纪、担保、典当、投资、村镇银行及小额贷款等多领域，2017 年快速增长；同时，2017 年公司对触及强平清盘线的资管计划计提了相关损失，中诚信国际将持续关注公司金融期货资管业务的合规经营情况

金融服务业务为公司的新兴主业之一，主要由厦门国贸运营，厦门国贸持有国贸期货有限公司（以下简称“国贸期货”）、厦门金海峡投资有限公司（以下简称“金海峡投资”）、福建金海峡融资担保有限公司和福建金海峡典当有限公司等 100% 股权；还持有与中国农业银行合作发起设立的厦门同安农村商业银行有限责任公司 9% 股权以及厦门海沧恒鑫小额贷款有限公司 9% 股权。公司金融投资布局至期货经纪、担保、典当、投资、村镇银行及小额贷款等多领域。2017 年，国贸期货在上海自贸区从事期现结合业务及风险管理业务的子公司国贸启润资本管理有限公司收入同比大幅增长至 127.35 亿元，受益于此，公司金融服务业务实现营业收入 133.91 亿元，同比大幅增长。

投资业务方面，公司持有变现能力较好的三钢闽光和禹洲地产等上市公司股票。2017 年以来，公司追加投资成都银行，入股德邦证券等，为公司获取了优质的投资项目储备。该部分流动性较好的可供出售金融资产已在前期为公司带来了较好的投资收益，未来公司将依据市场形势择机继续进行股权投资，为公司的盈利性和流动性提供较好补充。

值得注意的是，2017 年 7 月，厦门国贸发布公告称，受近期香港股票市场的局部系统性风险影响，厦门国贸下属孙公司国贸资管管理的部分投资于港股的资产管理计划（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）净值出现较大幅度的下跌，目前已触及强平清盘线。上述

五只资产管理计划的总募集规模为 13.09 亿元，其中初始优先级投资者总募集规模为 7.69 亿元，涉及可能触发份额回购/差额补足义务的优先级规模为 7.26 亿元。截至 2017 年 7 月 7 日，五只资产管理计划总净值为 2.16 亿元。根据厦门国贸 2017 年半年报，厦门国贸对上述五只港股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全额计提了预计负债 5.18 亿元，同时计提了公司自有资金投资部分的浮动亏损。2017 年 8 月 25 日，厦门国贸收到厦门证监局下发的《关于对厦门国贸集团股份有限公司采取责令改正措施的决定》，厦门证监局要求厦门国贸进行改正。目前，厦门国贸已针对厦门证监局提出的问题进行整改，通过多种方式处置其管理的存量资管产品，截至 2017 年末，上述资管产品中，除咏溪二号外的四只产品已完成清算，产品净值损失情况已明确²。公司已为上述资管产品期末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承担了财务支持损失净额为 5.43 亿元。截至 2018 年 4 月 26 日，普通股投资者已累计追加资金 4,018.52 万元，同时普通股投资者提供采矿权抵押及相关矿业公司的连带责任担保，和其他资源性公司的股权担保，并在持续还款中。上述事项对公司利润产生了一定影响，中诚信国际将持续关注公司金融期货资管业务的合规经营情况。

总的来看，金融投资、期货及小微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。中诚信国际将对公司金融业务经营风险和内部控制方面保持关注。

财务分析

以下分析基于立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年审计报告、基于致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年审计报告³

² 咏溪二号因尚有一支市值约 162 万的停牌股票需待其复牌方能处置，尚未清算完毕，2017 年末净值为 166 万元，因咏溪二号份额为公司持有，后续不会发生财务支持损失。

³ 2016 年公司重新招标，确认致同会计师事务所（特殊普通合伙）为其

以及公司提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。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；为了完整的反映公司的有息债务规模，中诚信国际将公司各期末（超）短期融资券、非公开定向债务融资工具金额由其他流动负债调整至短期债务，将公司各期末衍生金融负债调整至短期债务。

盈利能力

2017 年以来，公司核心产品贸易规模和实力不断提升，加之受益于大宗商品景气度回升，公司 2017 年实现营业总收入 2,223.69 亿元，同比增长 52.64%；同期，毛利率为 3.97%，同比下降 1.30 个百分点。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 469.89 亿元，营业毛利率为 4.08%。

分板块来看，2017 年大宗商品价格持续增长，同时，公司通过供应链管理整合，PTA、钢材、铁矿、贵金属、化工、煤炭等品种业务规模增长较多，

2016 年审计报告的会计师事务所。

实现了贸易业务规模的大幅增长，2017 年供应链管理板块实现营业收入 1,925.80 亿元，同比增长 49.40%；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 1.64 个百分点至 1.47%。2017 年随着房地产经营业务结转收入增加，公司房地产经营业务营业收入同比大幅增长 99.48%；由于房地产项目的所在区域受政策影响较大，受开发成本及结转单价波动等因素的影响，2017 年公司房地产板块毛利率下降至 41.73%。包含电子信息板块在内的制造业板块⁴实现营业收入 55.98 亿元，同比增长 12.64%，毛利率同比下降 0.77 个百分点至 8.46%。此外，受益于国贸启润资本管理有限公司收入大幅增加，2017 年公司金融服务板块实现营业收入 133.91 亿元，同比大幅增长；当期该板块毛利率下滑至 7.59%，主要因为公司期现业务规模较大且相比原有金融服务业务的毛利率较低所致。

⁴ 除电子信息业务外，公司制造业还包括医疗手套、环保能源以及食品加工等业务，由厦门国贸中顺集团有限公司和中红普林集团有限公司经营。

表 10：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司收入及毛利率构成情况

单位：亿元	2015		2016		2017		2018.1~3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
供应链管理	886.69	1.65%	1,289.05	3.11%	1,925.80	1.47%	415.95	1.95
房地产及配套服务	72.11	45.17%	54.14	49.48%	108.00	41.73%	20.71	40.29
制造业	42.75	7.89%	49.70	9.23%	55.98	8.46%	13.25	8.40
金融服务	24.61	33.63%	63.97	8.11%	133.91	7.59%	19.95	8.04
合计	1,026.16	5.73%	1,456.86	5.27%	2,223.69	3.97%	469.89	4.08%

注：受四舍五入影响，上表中各分项收入之和与合计数存在差异。

资料来源：公司提供

2017 年以来，在人工成本及营运费用的推动下，公司期间费用规模同比均有所增长。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，随着公司经营规模的扩大，2017 年增长 25.33%。财务费用方面，2017 年受公司总债务规模扩大以及资金成本上升等因素的影响，当期费用化利息支出同比增长 40.52%至 17.55 亿元；同期，受人民币汇率波动等因素的影响，2017 年公司汇兑损益由净损失 1.84 亿元转为净收益 1.22 亿元，受益于此，尽管公司费用化利息支出同比增幅较大，当期公司财务费用基本持平。随着营业收入增长，2017 年公司

三费收入比同比减少 0.76 个百分点至 2.13%。2018 年一季度，公司三费收入合计 10.95 亿元，较上年同期增长 15.22%；当期三费收入比为 2.33%，较上年同期进一步下降 0.20 个百分点。

表 11：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司三费情况

单位：亿元、%	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	15.90	18.41	23.08	5.64
管理费用	7.16	8.47	8.97	2.07
财务费用	16.74	15.23	15.26	3.25
三费合计	39.80	42.11	47.31	10.95
营业总收入	1,026.16	1,456.86	2,223.69	469.89
三费收入比	3.88	2.89	2.13	2.33

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2017 年公司利润总额和净利润分别为 31.23 亿元和 23.49 亿元，分别同比增长 53.55% 和 56.02%，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益等构成。受益于公司收入规模扩大，2017 年公司经营性业务利润为 25.40 亿元，同比增长 2.28%。投资收益亦是公司利润的重要补充，2017 年为 18.55 亿元；其中，由于期货合约和外汇合约处置收益增加，2017 年公司投资收益同比大幅增长 369.43%；2017 年，由于当期末公司持有期货合约和外汇合约的公允价值浮动盈利增加，使得公司公允价值变动损益扭亏为盈，当期公司公允价值变动收益为 3.20 亿元。同时，2017 年公司资产减值损失 11.55 亿元，同比进一步扩大，其中坏账损失和存货跌价损失分别为 7.10 亿元和 3.30 亿元，规模相对较大，侵蚀部分经营利润。此外，2017 年，由于公司为国贸资管旗下资管产品期末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承担了财务支持损失 5.43 亿元，导致公司营业外支出同比大幅增长至 6.31 亿元，加之由于会计政策调整，公司部分政府补助收入纳入其他收益科目核算，上述因素共同导致 2017 年公司营业外损失为 4.53 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 8.91 亿元，其中经营性业务利润为 6.80 亿元，公允价值变动收益 2.72 亿元，投资收益为 1.29 亿元，当期实现净利润 6.61 亿元。

总体来看，供应链管理业务对公司收入及利润贡献较大，金融服务业务的重要性日益凸显。2017 年受益于大宗商品贸易规模增长和期现业务发展，公司利润规模有所上升。但中诚信国际也关注到公司资产减值损失、公允价值变动损益、营业外支出及投资收益的波动等因素对公司盈利能力的影响。

偿债能力

随着公司贸易规模扩大、获取土地储备资金支出增加，2017 年末，公司总债务规模同比增长 21.29% 至 318.30 亿元，其中，短期债务为 269.81 亿元，同比增长 34.03%。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 64.18% 和 47.17%。2018 年 3 月末，公司供应链管理业务规模不断扩大，融资规模相应增加，2018 年一季度发行了 95 亿元的超短期融资券，且 2018 年 3 月末公司短期借款较期初同比增长 67.28% 亿元至 214.80 亿元。受此影响，2018 年 3 月末公司总债务增长 55.90% 至 496.24 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 69.90% 和 57.30%。此外，中诚信国际关注到 2017 年以来公司继续发行永续债，截至 2018 年 3 月末，公司计入其他权益工具的永续债规模为 194.39 亿元；若将永续债调整至有息债务，2018 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 85.72% 和 79.74%，财务杠杆较高。

表 12：截至 2018 年 3 月末公司及下属子公司存续的永续债券及可续期委托贷款情况（单位：亿元）

债券名称	发行主体	发行时间	发行金额	初始基准年利率	到期日或续期情况
兴业国际信托永续债 1	国贸控股	2016.11.30	10	4.60%	3+N 年
建设银行永续债	国贸控股	2016.12.15	12.39	4.60%	2+N 年
兴业国际信托永续债 2	国贸控股	2016.12.23	15	4.75%	2+N 年
17 厦贸 Y1	国贸控股	2017.7.19	5.00	5.30%	3+N 年
16 厦国贸集 MTN001	厦门国贸	2016.12.26	20	5.00%	2+N 年
兴业国际信托永续债 1	厦门国贸	2016.11.16	10	4.60%	2+N 年
兴业国际信托永续债 2	厦门国贸	2016.12.15	5	4.60%	2+N 年
华宝信托永续债	厦门国贸	2016.12.12	10	4.85%	2+N 年
中信证券永续债 1	厦门国贸	2016.12.8	3	4.58%	2+N 年
中信证券永续债 2	厦门国贸	2016.12.14	5	5.00%	2+N 年
西藏信托永续债 1	厦门国贸	2016.11.29	10	4.43%	2+N 年
西藏信托永续债 2	厦门国贸	2016.12.8	1	4.58%	2+N 年
安徽国元信托永续债 1	厦门国贸	2017.11.16	10	5.50%	1+N 年
安徽国元信托永续债 2	厦门国贸	2017.11.24	5	5.50%	1+N 年

华宝信托永续债 2	厦门国贸	2017.12.19	10	5.88%	3+N 年
厦门国际信托永续债	厦门国贸	2017.12.12	20	5.89%	2+N 年
17 厦国贸 PPN001	厦门国贸	2017.12.22	5	6.15%	3+N 年
17 厦国贸集 MTN001	厦门国贸	2017.11.17	10	5.61%	2+N 年
华宝信托永续债 3	厦门国贸	2018.1.26	10	6.15%	3+N 年
15 信达 MTN002	厦门信达	2015.9.23	8	5.4%	3+N 年
兴业银行可续期委托贷款	厦门信达	2015.12.28	10	5.95%	3+N 年
合计	--	--	194.39	--	--

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 随利润水平的提升而有所增长，其对债务和利息支出的保障能力亦有所增强。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 2017 年公司经营活动现金呈大规模净流出态势，无法对债务和利息支出实现有效覆盖；2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 116.58 元，尽管净流出规模较上年同期有所减少，但仍然无法对债务形成有效保障。

表 13：近年来公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.3
总债务（亿元）	298.34	262.42	318.30	496.24
短期债务（亿元）	257.42	201.31	269.81	447.16
资产负债率(%)	78.10	67.01	64.18	69.90
总资本化比率(%)	67.76	48.48	47.17	57.30
EBITDA（亿元）	32.03	36.72	53.75	--
总债务/EBITDA(X)	9.31	7.15	5.92	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.43	2.66	2.98	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.18	0.20	--
经营活动净现金流（亿元）	39.64	41.72	-82.11	-116.58
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.32	3.01	-4.55	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.19	0.15	-0.30	-1.04*
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.16	0.13	-0.26	-0.94*

表 14：截至 2018 年 3 月末公司主要诉讼情况

涉案主体	诉讼对方	对公司的影响	案件进展
天津启润投资有限公司	大连金广建设集团有限公司	位于峰汇广场的 9 处房产净值 4,154.03 万元被查封, 3,401.89 万元的银行存款被冻结	案件处于二审中
厦门信达股份的下属子公司淮南信达房地产开发有限公司等	江苏九鼎环球建设科技集团有限公司	建设工程施工合同纠纷, 涉案金额包括工程款 4,957.36 万元、利息 599.84 万元、后期看护费 45.42 万元	一审已开庭, 待判决
厦门信达股份	上海北宝实业有限公司、何建春、黄建春、何琦	对方未交货, 涉案金额 3,332.41 万元	已申请保全, 2017 年 12 月厦门信达股份再次上诉
下属企业中国厦门国际经济技术合作公司及厦门非金属矿进出口有限公司	厦门市忆辉贸易有限公司	厦门交行诉厦门忆辉借款质押合同纠纷案件, 查封了厦门忆辉仓库内属于公司的 19,356.73 吨球墨生铁	已开庭审理, 待判决
下属企业中国厦门国际经	岳阳市永盛油脂化工有限公司	贸易合同纠纷, 已取得岳阳永盛 100% 股权质押、湖南双维	案件处于二审中

注：加“*”数据已经年化处理；由于欠缺相关数据，2018 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

在资金风险控制方面，作为上市公司的厦门国贸和厦门信达分别建立了资金池，对各自资金使用进行调配和管理；在非上市公司板块，国贸控股通过建立统一的资金池，协调非上市子公司间的资金使用。资金池的建立，提高了公司现金流的安全性和资金使用效率，同时也在一定程度上降低了公司整体债务偿还压力。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司下属房地产公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保额为 83.45 亿元，下属子公司厦门国贸金融控股有限公司对参股企业厦门资产管理有限公司提供担保 5.33 亿元，除上述事项外，公司无对外担保。另外，公司尚有多起未决诉讼，且相关案件进展及最终结果存在一定的不确定性，公司已对部分案件计提了坏账准备。截至 2018 年 3 月末，公司及其下属子公司所有权受到限制的资产余额合计 152.02 亿元，占同期末总资产比例为 12.37%，主要为用于抵押借款、担保和涉及诉讼纠纷的资产，以存货为主。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司合并口径取得各银行授信总额为 1,170.91 亿元，未使用的授信额度为 524.98 亿元，且公司下属两家上市公司融资渠道畅通。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力保障。

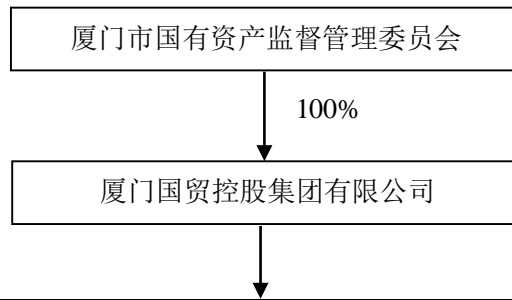
过往债务履约情况

根据公司提供资料，截至 2018 年 3 月末，公司本部及下属子公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司本部及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

结论

综上，中诚信国际维持厦门国贸控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

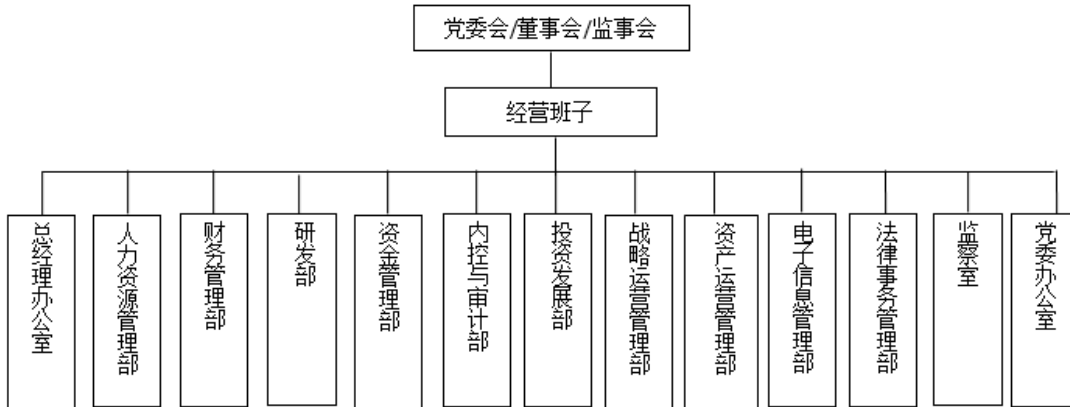
附一：厦门国贸控股集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例(%)	
			直接	间接
1	厦门国贸集团股份有限公司	181,627.25	32.39	0.39
2	厦门信息信达总公司	2,111.00	100.00	--
3	厦门信达股份有限公司	40,661.31	13.38	16.66
4	厦门国贸中顺集团有限公司	10,000.00	100.00	--
5	厦门宝达投资管理有限公司	3,000.00	100.00	--
6	厦门国控投资有限公司	20,000.00	100.00	--
7	厦门市软件信息产业创业投资有限公司	25,000.00	24.00	16.00
8	中红普林集团有限公司	22,518.00	50.50	--
9	唐山陆雄塑胶制品有限公司	699.93	40.22	10.28
10	厦门国贸金融控股有限公司	165,000.00	100.00	--
11	厦门国贸教育集团有限公司	20,000.00	100.00	--

资料来源：公司提供

附二：厦门国贸控股集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：厦门国贸控股集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	942,440.96	1,181,049.34	915,611.30	1,012,203.29
交易性金融资产	64,314.47	184,244.59	234,496.87	295,102.18
应收账款净额	489,916.52	652,074.46	552,519.90	958,748.85
其他应收款	377,588.80	327,960.48	623,444.33	833,795.78
存货净额	2,487,741.19	2,949,691.12	3,528,808.30	4,256,524.44
长期投资	373,237.59	471,821.61	765,098.23	783,611.28
固定资产	312,371.18	422,056.03	467,031.62	464,316.18
在建工程	52,300.83	11,308.42	42,187.85	42,738.38
无形资产	76,339.57	71,388.98	70,783.87	62,608.59
总资产	6,482,290.97	8,451,472.59	9,951,734.96	12,286,229.14
其他应付款	291,662.56	200,882.89	530,226.44	739,163.91
短期债务	2,574,182.84	2,013,078.39	2,698,062.69	4,471,573.37
长期债务	409,245.43	611,169.00	484,983.38	490,808.93
总债务	2,983,428.27	2,624,247.39	3,183,046.07	4,962,382.30
净债务	2,040,987.31	1,443,198.05	2,267,434.78	3,950,179.01
总负债	5,062,747.24	5,663,018.44	6,387,348.43	8,588,114.71
财务性利息支出	118,546.40	124,864.18	175,460.16	--
资本化利息支出	13,208.90	13,191.73	5,056.18	--
所有者权益合计	1,419,543.72	2,788,454.15	3,564,386.53	3,698,114.43
营业总收入	10,261,615.30	14,568,577.98	22,236,906.54	4,698,910.45
三费前利润	486,198.80	669,481.41	711,850.42	173,428.46
投资收益	128,621.99	39,518.01	185,510.21	12,887.85
净利润	115,667.16	150,542.67	234,878.60	66,123.92
EBIT	289,390.62	328,248.70	487,748.33	--
EBITDA	320,297.97	367,242.48	537,537.25	--
经营活动产生现金净流量	396,359.44	417,156.65	-821,112.30	-1,165,777.44
投资活动产生现金净流量	-106,978.20	-873,766.49	-214,951.32	-507,742.82
筹资活动产生现金净流量	-35,240.54	718,059.60	804,089.05	1,805,734.94
现金及现金等价物净增加额	256,755.56	272,420.79	-240,384.40	126,217.20
资本支出	95,562.08	173,242.46	103,976.69	20,344.79
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	5.73	5.27	3.97	4.08
三费收入比(%)	3.88	2.89	2.13	2.33
EBITDA/营业总收入(%)	3.12	2.52	2.42	--
总资产收益率(%)	4.89	4.40	5.30	--
流动比率(X)	1.18	1.42	1.36	1.28
速动比率(X)	0.63	0.83	0.75	0.75
存货周转率(X)	4.08	5.08	6.59	4.63*
应收账款周转率(X)	23.34	25.51	36.92	24.87*
资产负债率(%)	78.10	67.01	64.18	69.90
总资本化比率(%)	67.76	48.48	47.17	57.30
短期债务/总债务(%)	86.28	76.71	84.76	90.11
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.16	-0.26	-0.94*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.21	-0.30	-1.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.01	3.02	-4.55	--
总债务/EBITDA(X)	9.31	7.15	5.92	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.18	0.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.43	2.66	2.98	--

注：公司各期财务报表均依照新会计准则编制，均为合并口径数据；2017 年一季度财务报表未经审计；带“*”数据经年化处理；由于欠缺相关数据，2017 年一季度部分指标无法计算；已将公司各期末（超）短期融资券和非公开定向债务融资工具金额由其他流动负债调整至交易性金融负债科目。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

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 / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。