

信用等级通知书

信评委函字[2018]1355M号

厦门国贸控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际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

二零一八年八月三十日

2018 年度厦门国贸控股集团有限公司信用评级报告

受评对象 厦门国贸控股集团有限公司

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：葛孝舟 xzhge@ccxi.com.cn

电话：(010) 66428877

传真：(010) 66426100

2018 年 8 月 30 日

基本观点

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

中诚信国际肯定了公司地处厦门的区位优势，近年来公司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，盈利规模持续升；此外，公司旗下控股两家上市公司，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、短期债务快速增长且调整永续债后公司财务杠杆较高、经营活动净现金流波动较大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稳步增长。**公司供应链管理板块通过与上下游建立稳固合作关系，2015~2017 年，公司供应链管理收入规模分别为 886.69 亿元、1,289.05 亿元和 1,925.80 亿元，持续快速增长，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快速提升，2015~2017 年分别为 24.61 亿元、63.97 亿元和 133.91 亿元，复合增长率达 133.27%，呈现良好的发展态势。
- **电子信息业务规模稳步提升。**受益于募投项目陆续投产等因素，公司 LED 封装及应用产品产能持续提升，营业收入稳步上升。
- **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

- **供应链管理及房地产经营业务易受外部环境影响。**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、国际贸易摩擦等因素加大了公司业务发展的不确定性。2017 年，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。**近年来，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。
- **经营活动净现金波动幅度较大。**2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 39.64 亿元、41.72 亿元、-82.11 亿元和 -116.58 亿元，呈大幅波动态势。其中，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，导致经营活动现金呈大规模净流出态势。
- **资产管理计划重大事项。**2017 年，厦门国贸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，厦门国贸子公司厦门国贸投资有限公司（下称“国贸投资”）及厦门国贸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。厦门国贸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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。

公司概况

厦门国贸控股集团有限公司原名厦门市商贸国有资产投资有限公司，系经厦门市人民政府[1995]综 067 号文批准，于 1995 年 8 月由厦门市国有资产管理机构独资设立的有限公司。2006 年 5 月根据厦门市人民政府国有资产监督管理委员会厦国资产[2006]90 号文，公司更名为厦门国贸控股有限公司。2013 年，厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）将厦门顺承资产管理有限公司（以下简称“顺承公司”）¹全部资产成建制注入国贸控股。2016 年 12 月，为公司经营发展需要，经厦门市市场监督管理局核准，公司更名为厦门国贸控股集团有限公司。公司实际控制人为厦门市国资委，持股比例为 100%。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 16.60 亿元。

厦门国贸控股经营业务范围包括供应链管理、房地产及配套服务、制造业和金融投资等板块。目前公司拥有厦门国贸集团股份有限公司和厦门信达股份有限公司两家上市公司，以及厦门国贸中顺集团有限公司（以下简称“中顺集团”）、中红普林集团有限公司（以下简称“中红集团”）、厦门国贸金融控股有限公司（以下简称“国贸金控”）、厦门国贸教育集团有限公司（以下简称“教育集团”）等多家全资、控股公司。

截至 2017 年末，公司总资产 995.17 亿元，所有者权益为 356.44 亿元，资产负债率为 64.18%；2017 年，公司实现营业总收入 2,223.69 亿元，净利润 23.49 亿元，经营活动净现金流为-82.11 亿元。

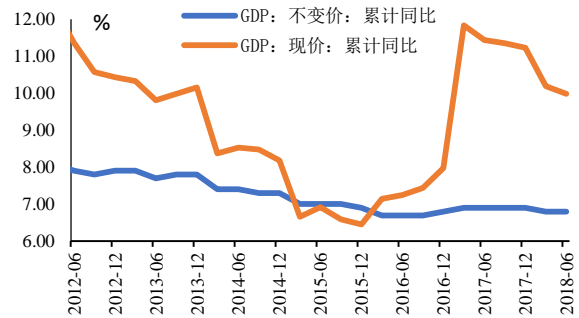
截至 2018 年 3 月末，公司总资产 1,228.62 亿元，所有者权益为 369.81 亿元，资产负债率为 69.90 %；2018 年一季度，公司实现营业总收入 469.89 亿元，净利润 6.61 亿元，经营活动净现金流为-116.58 亿元。

宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内

部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6-6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定

¹ 顺承公司主要职能包括市属国有企业改制剥离资产的经营管理及改制企业离退休职工管理、物业管理等，并承担 88 家国有改制企业的或有责任和或有权益等后续事项的处理，主营业务包括贸易、纸业制

造、热电联产、物业租赁和物业管理等板块，拥有大量各类房产、旧厂房及土地资源。2016 年，国贸控股将顺承公司整合至厦门国贸中顺集团有限公司。

性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

行业及区域环境

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。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²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%。

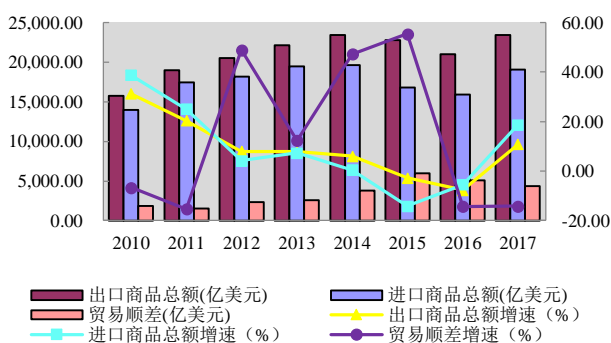
对外贸易结构上，近年来由于国际经济复苏乏力，我国进口和出口规模逐年下降，贸易顺差呈现波动趋势。2014 年我国实现贸易顺差 0.38 万亿美元，同比增长 47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面 2014 年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，

² 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。

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2：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；2018年4月，美国贸易代表办公室公布本次加征关税所涉及的行业清单，主要为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。此后，为捍卫我国自身合法权益，依据《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，我国商务部公告称，对于美国违反国际义务对中国造成的紧急情况，我国将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，即对原产于美国的14类106项商品加征25%的关税，涉及约500亿美元金额。未来，随着中美贸易摩擦的升级，我国对外贸易业务规模和商品种类或将受到影响。

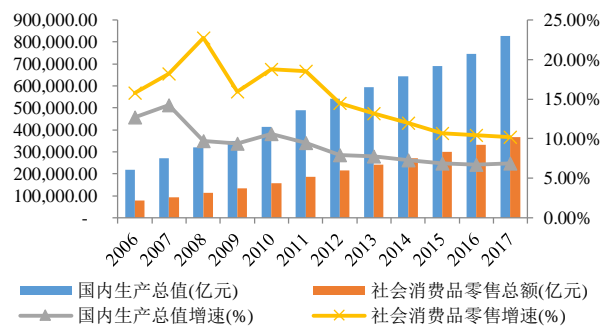
近年来，国内经济结构调整持续推进，国内经济稳中向好；政府也通过系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国外贸未来增长和质量优化形成了正面的支撑力量。但从当前全球贸易环境来看，尽管大宗商品

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。

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态势，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3：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。

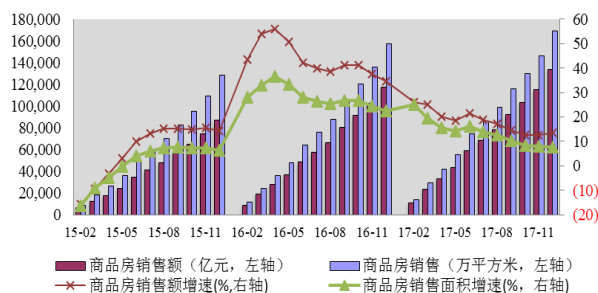
房地产开发行业

房地产销售

2015年以来，随着一系列扶持购房需求政策的陆续推出以及央行的连续降息，市场需求开始逐步释放，房地产市场需求转暖，全国商品房销售金额和销售面积同比增速分别在2015年5月和6月由负转正。2015年，全国商品房销售金额和销售面积分别为8.73万亿元和12.85亿平方米，同比增长14.4%和6.5%。2016年1~9月，在政府“去库存”的大基调下，整体政策环境保持宽松，房地产市场明显复苏，销售势头强劲，当期全国商品房销售金额和销售面积同比分别大幅增长41.3%和26.9%至8.02万亿元和10.52亿平方米，尤其是一线城市、部分热点二线城市（南京、苏州、杭州、厦门等）以及发达城市群卫星城市（惠州、东莞、昆山、廊坊等）地区市场销售表现尤其突出。但为抑制房价快速上涨，9月底以来，国内多个城市推出楼市调控政策，商品房销售增幅有所放缓，全年销售金额和销售面积同比涨幅分别收窄至34.8%和22.5%，规模分别达11.76万亿元和15.73亿平方米。2017年，受楼市调控政策的影响，商品房销售增速持续放缓，当期全国商品房销售金额和销售面积分别为13.37万亿元和16.94亿平方米，同比涨幅分别收窄至13.7%和7.7%。

图4：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、百万平米、%

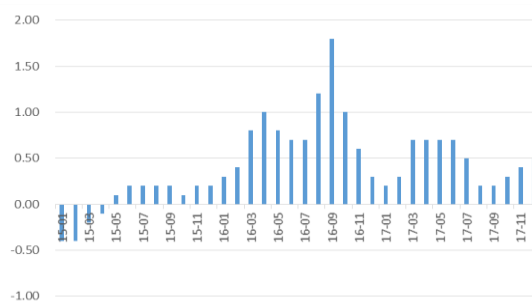


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

商品房销售价格方面，自2015年4月至2016年9月，伴随着市场需求的回暖带动房地产销售价格企稳回升，70城市价格指数实现连续的环比增长，且环比增幅在2016年3月份以来明显加大，2016年3~9月价格指数环比涨幅的平均值已达1.06%，达到近年来的高点，部分新房库存较少的城市面临房价上涨过快的压力。但随着2016年9月底以来楼市调控政策密集出台，并于2017年3月起加码升级，价格指数环比涨幅开始呈现明显缩窄，从2016年9月份环比涨幅1.80%的高点降至2017年9月份的0.2%，2017年9~12月价格指数环比涨幅有所回升，但幅度仍然较小。

图5：近年来全国70个大中城市新建商品住宅价格指数环比

单位：%



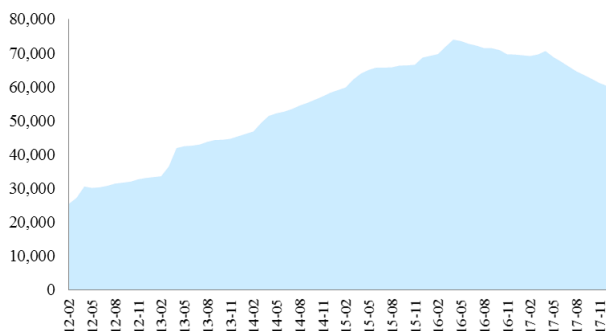
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2015年以来，虽然全国商品房销售情况持续好转，但由于新开工和竣工面积依旧维持在较高水平，因此全国商品房待售面积依旧攀升，2015年末为7.19亿平方米，较2014年末继续增加0.97亿平方米，其中住宅待售面积4.52亿平方米，同比增加0.45亿平方米。在整体来看依然面临较大的去化压力。2016年，虽然当期房地产市场销售表现良好，但由于竣工未售量的累计以及旧库存去化速度

慢，当期末待售面积仅小幅降至 6.95 亿平方米；2017 年以来，随着三、四线城市持续的销售去化，2017 年末全国商品房待售面积继续降至 5.89 亿平方米，仍面临一定的库存压力，此外值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的城市，库存压力仍然较大，情况并未好转。

图 6: 近年来全国商品房待售情况

单位: 万平方米

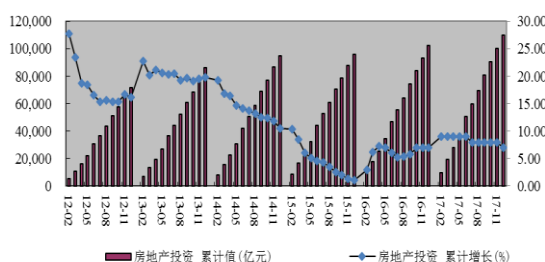


资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

房地产投资和施工

2015 年以来，虽然房地产市场需求出现回暖，但区域分化问题依然明显，房地产开发商对于三四线城市依然保持较为谨慎的态度，由于三四线城市房地产开发投资占比较高，因此对房地产开发投资增速产生明显拖累。2016 年，房地产市场回暖，在新开工量、竣工量及土地购置支出的带动下，房地产开发投资增速触底反弹，当期房地产开发投资额同比增长 6.9%。2017 年，国内商品房销售金额仍保持增长，房地产开发商补货意愿仍然较强，房地产开发投资同比增长 7.0% 至 10.98 万亿元，其中，住宅投资同比增长 9.4% 至 7.51 万亿元。

图 7: 2012 年以来全国房地产开发投资情况

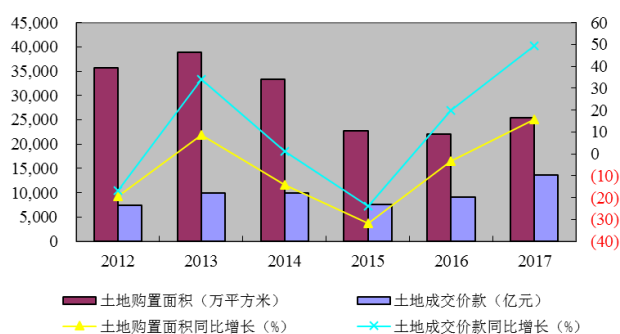


资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

土地成交方面，2015 年以来，土地市场延续了 2014 年的格局，全年全国土地购置面积和土地成

交价款同比下滑幅度达 31.7% 和 23.9%。同时，中诚信国际关注到，2015 年一线城市和部分二线城市商品房出现量价齐升的局面，进而带动其土地成交价款和成交均价出现较大幅度的上涨，土地市场分化格局更为明显。2016 年以来，土地市场延续着分化的格局，上海、南京、苏州、杭州等热点一、二线城市土地市场竞争激烈，呈现出“高地价、高溢价”特征，地块楼面单价屡次创下历史新高，在此带动下，2016 年全国土地成交价款为 9,129 亿元，同比增加 19.8%；但土地购置面积受一二线城市土地供给量明显减少的影响，同比下降 3.4% 至 2.20 亿平方米。2017 年，国内一、二线城市加大土地供给力度，加之单位土地成本的上升，当期土地购置面积和土地成交价款分别为 2.55 亿平方米和 13,643 亿元，分别同比增长 15.8% 和 49.4%。此外，中诚信国际也关注到部分开发商采用高杠杆方式在热点城市购入高溢价率的土地，部分项目的获取单位成本已超出周边楼盘的在售价格，倘若未来区域市场的销售情况未达预期，将对上述项目的利润率产生侵蚀，甚至发生存货减值的风险。

图 8: 2012 年以来房地产开发企业购置面积及金额

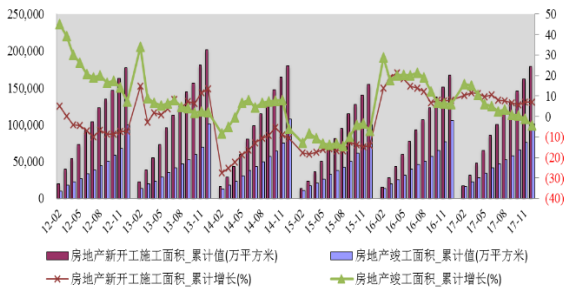


资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

2015 年以来，虽然购房政策扶持力度较大，且市场需求好转，但需求传导至供给需要一定的时间，更为重要的是全国房地产市场整体库存压力依旧较大，这也压制了房地产开发商开工意愿，因此当期新开工面积同比增速依旧处于下滑态势。在市场持续热销的带动下，2016 年以来房地产新开工面积增速发生反弹，结束了自 2014 年以来连续 24 个月的同比下降，2016 年，房地产新开工面积同比增长 8.1% 至 16.69 亿平方米。2017 年，全国土地

成交面积恢复增长，加之三、四线城市销售势头良好，企业推货力度加大，当期房地产新开工面积同比增长 7.0% 至 17.87 亿平方米。

图 9：2012 年以来全国房屋新开工和竣工面积



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

房地产融资

结构上看，自筹资金、订金及预售款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。从房地产企业资金来源看，2015 年，受房地产销售形势的好转，其他资金即定金及预收款、个人按揭贷款对房地产企业的到位资金的贡献占比上升 3.72 个百分点至 44.45%，其他渠道的资金来源贡献均出现不同程度下降。2016 年，房地产市场复苏明显，房地产开发投资到位资金同比增长 15.2%，其中定金及预收款、个人按揭贷款到位资金的同比增长为房地产开发投资到位资金同比增长的主要原因；此外，2016 年 3 月定金及预收款和个人按揭贷款同比增速分别为 34.4% 和 58.5%，分别达到年内峰值。2017 年，定金及预收款等其他资金以及国内贷款仍然是房地产开发企业到位的主要来源，但随着调控政策不断落实，调控效果开始显现，个人按揭贷款同比增速于 2017 年以来呈现快速下降的态势，并于 2017 年末降至 -2.0%，但为应对地方主管部门对楼盘预售价格的限制，开发商开始采取提高首付比例的方式来加快资金周转速度，当期其他资金来源中的定金及预收款规模同比增长 16.1%，为当期其他资金来源增长的主要贡献。

表 1：近年来房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2014	2015	2016	2017
资金来源合计	121,991	125,203	144,214	156,053
同比增长率	-0.1	2.6	15.2	8.2
其中：自筹资金	50,420	49,038	49,133	50,872
占比	41.33	39.17	34.07	32.60
同比增长	6.3	-2.7	0.2	3.5
国内贷款	21,243	20,214	21,512	25,241
占比	17.41	16.14	14.92	16.18
同比增长率	8.0	-4.8	6.4	17.3
利用外资	639	297	140	168
占比	0.52	0.24	0.10	0.11
同比增长率	19.7	-53.6	-52.9	19.8
其他来源	49,690	55,655	73,428	79,770
占比	40.73	44.45	50.92	51.12
同比增长率	-12.4	12.0	31.9	8.6

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

行业关注

2017 年，国内超过 60 余个城市出台不同程度楼市调控政策，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有所放缓，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整体有所回落，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。

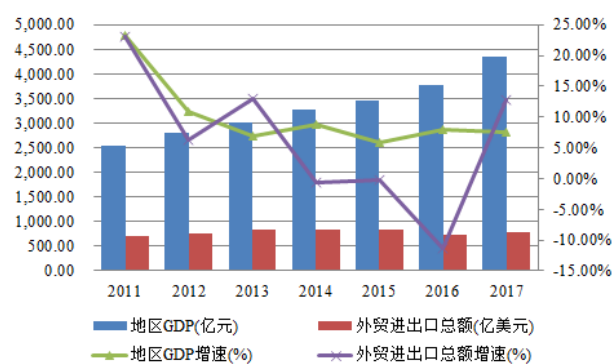
区域经济环境

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。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 10：2011 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。但中诚信国际也将持续关注目前贸易环境、大宗商品价格波动等因素对公司产生的不利影响。

竞争及抗风险能力

国贸控股在供应链管理、房地产、港口物流和制造业等领域深耕多年，积累了丰富的运营经验。目前，公司已在香港、上海、广州、天津等主要城市设立了业务平台，国外客户遍布五大洲，丰富的

客户资源、健全的渠道网络以及较强的市场品牌影响力构建了公司的核心竞争优势。公司自成立以来，已连续多年进入中国进出口额最大的 500 家企业行列，2018 年公司位列《财富》世界“500 强”第 360 位，较 2017 年提升 134 位。

经营业态方面，公司控股两家上市公司和多家全资、控股公司，具备完善的产业投资控股集团管理组织架构和多产业经营运作能力。近年来，公司在厦门市国有资产整合过程中，通过对监管、托管等企业进行清理整顿，积累了丰富的债务重组和企业资源整合经验。同时，公司具有较强的业务模式、创新能力和新产业投资能力，通过参股上、下游产业，建立战略合作联盟，稳定贸易业务原材料采购渠道和产品销售渠道。目前公司贸易、物流、房地产三大产业协同效应显著，贸易板块为房地产板块提供了足够的现金流，房地产板块为零售板块的发展提供基础和支持，物流板块为贸易板块提供便捷的流通媒介，进一步加快了公司向第三方物流企业的转变步伐。

公司地处厦门，随着两岸经贸交流不断加强，公司亦将依托地域和政策优势，在对台业务方面取得更多进展。十八届三中全会进一步提出加快自贸区建设，目前上海、广东、天津和福建自贸区已设立，辽宁、浙江、河南、湖北、重庆、四川和陕西为新设立的 7 个自贸试验区。公司在上海、广州、天津、成都均设有区域公司，可积极把握机遇发展自贸区内的相关业务，进一步提升公司竞争力。

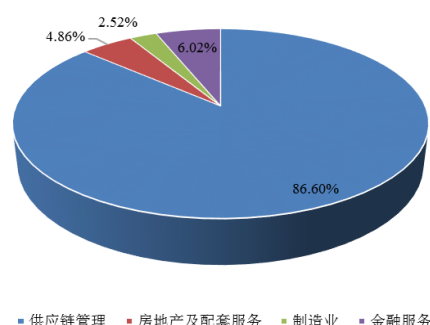
整体来看，厦门经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的企业发展环境，而公司主业在区域内及行业内均拥有极强的竞争实力及抗风险能力。

业务运营

目前，公司主营业务为供应链管理、房地产及配套服务、制造业和金融服务板块。2017 年，公司实现营业总收入 2,223.69 亿元，其中供应链管理板块是公司收入的主要来源，该板块营业收入达 1,925.80 亿元，占公司营业总收入的比重为 86.60%；

房地产及配套服务板块实现营业收入 108.00 亿元，占公司营业总收入的比重为 4.86%；制造业板块实现营业收入 55.98 亿元，占公司营业总收入的比重为 2.52%；金融服务板块实现营业收入 133.91 亿元，占公司营业总收入的 6.02%。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 469.89 亿元，受益于供应链管理业务和房地产经营业务收入增加，较上年同期增长 24.88%。

图 11：2017 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供

供应链管理

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。

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；同时，中顺集团、国贸金控和中红集团等也经营部分贸易业务。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司供应链管理业务收入分别为 886.69 亿元、1,289.05 亿元、1,925.80 亿元和 415.95 亿元；其中，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收入同比大幅增长 49.40%。

表 2：近年来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

资料来源：公司提供

经过多年发展，公司供应链管理业务已形成了自营为主、代理为辅，大宗贸易占主导、零售业务为补充的经营结构，其中自营业务的占比一直保持在 85% 以上。从公司贸易类型来看，2016 年以来，受益于大宗商品价格回暖等因素，公司进口、出口以及内贸业务规模均保持上升态势。

表 3：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司贸易模式构成

	2015	2016	2017	2018.1~3
进口（亿美元）	29.62	43.76	66.99	18.37
出口（亿美元）	7.35	11.40	11.74	2.49
内贸（亿元）	519.06	797.95	1,344.43	279.57

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 4：2017 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

公司铁矿砂贸易以进口业务为主，进口额占铁矿砂贸易总额的 60% 以上。目前公司铁矿砂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 377.31 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，公司面临反复质押、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。

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。同时，公司与华能、大唐、华电、国电以及中电投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。煤炭作为公司的重点经营品种，近年来业务规模持续增长，加之煤炭市场价格复苏，经济效益明显增加，2017 年公司煤炭进出口贸易实现营业收入 111.49 亿元，同比大幅增长 60.97%。

化纤业务是公司传统的贸易业务，经营历史悠久，近年来发展较快。业务形态主要为内贸，品种包括 PTA、涤纶短纤等，2015~2017 年分别实现销售收入 26.52 亿元、81.09 亿元和 163.43 亿元，保持大幅增长。公司化纤业务范围覆盖华东、华中、西南、东南、华南地区，销售总额在福建省内排名前列，销售客户主要是批发商、中间商及工厂；为避免价格波动，公司采取套期保值来控制市场风险。

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。

公司汽车经销业务以厦门国贸和厦门信达为运营主体，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。截至 2017 年末，公司共有汽车 4S 店 36 家；随着销售均价的提升，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 5: 近年来公司汽车销售状况 (单位: 辆、亿元、万元/辆、家)

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

物流服务方面，公司物流综合服务业务主要以厦门国贸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的能力。公司仓储配送业务是物流服务链的枢纽业务，截至 2018 年 3 月末，拥有室内仓库面积 12.35 万平方米，其中自有仓库仓储面积 9.96 万平方米，租赁仓库面积为 2.39 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。2017 年公司集装箱陆路运输量分别为 35,835TEU³，运输里程为 239.43 万公里。此外，2013 年 12 月，子公司厦门国贸与厦门国际港务股份有限公司、厦门港务控股集团有限公司、厦门港务物流有限公司、新世界（厦门）港口投资有限公司、厦门象屿物流集团有限责任公司和宝达投资（香港）有限公司共同投资设立厦门集装箱码头集团有限公司，其中厦门国贸的持股比例为 10%。未来，公司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。

商品零售方面，主要由厦门国贸子公司厦门美岁商业投资管理有限公司负责经营。下属免税商场是厦门经济特区重要的经营进口免税商品的大型综合性商场，是定位高端品牌的精品百货，在厦门地区享有较高知名度，具有相对稳定的客户资源。受宏观经济增速放缓及行业竞争加剧等因素影响，免税商场收入呈波动态势，2015~2017 年公司商业零售业务营业收入分别为 2.78 亿元、2.52 亿元和 2.59 亿元。

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，增强了公司的竞争力。同时，中诚信国际注意到，近年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。

房地产及配套服务

公司房地产板块运营主体包括国贸地产集团

³ 标准集装箱。

有限公司、厦门信达房地产开发有限公司、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。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。

近年来公司房地产销售情况有所波动，其中，2016 年公司项目所在区域的房地产市场活跃度较高，当期签约销售面积和签约销售金额分别为 82.93 万平方米和 134.92 亿元，分别同比增长 45.77% 和 84.87%；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 6：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，近年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，地价款总计 121.99 亿元，尚有 5.34 亿元土地款未支付。

表 7：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

除发展销售型地产外，公司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，全部为自持物业。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。

制造业

近年公司依据“贸易实业化”经营发展战略，不断向产业链上游延伸，已形成原材料收购、加工、出口等为代表的工贸结合产业链经营模式。制造业板块主要包括食品加工、光电物联、医疗手套等制造板块，主要由中顺集团下属厦门国贸实业有限公司（以下简称“国贸实业”）、中红集团和厦门信达的控股子公司参与经营。

国贸实业为工贸结合型企业，除经营白糖、饲料原料等进口及国内贸易业务之外，目前在福建、浙江、河北、山西、湖南和广东等地投资或管理 7 家工厂，主要经营产品有果蔬罐头、烤鳗、冻鸡、冰鲜牛肉等冷冻食品加工；公司拥有国内最大的芦笋罐头生产基地，芦笋罐头和桔子罐头出口量位居全国前两位，是占美国市场份额较高的专业蘑菇罐头生产商之一。另外，塑胶手套也是公司近年来大力发展的业务之一，公司医用、家用塑胶手套加工产能已位居全国前五位，手套制造目前由中红集团子公司中红普林医疗用品股份有限公司负责，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司塑胶手套的

销售量分别为 576 万箱、742 万箱、803 万箱和 178 万箱。

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。

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 and 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。

表 8：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，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，中诚信国际将对光电产品价格及市场竞争等因素对公司的盈利水平产生的影响保持关注。

表 9：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、贴片式和白光式销量分别为 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%；2017年光电业务实现收入15.57亿元，同比增长35.63%。

表 10：2017 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，与国内显示屏前十名企业建立业务联系，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。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。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。

安防产品方面，2015年1月，厦门信达控股子公司厦门信达物联科技有限公司以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，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。同时，中诚信国际也关注目前国内光电物联行业竞争激烈、产品价格持续下跌、安尼数字持续亏损等因素对公司经营情况的影响。

金融服务

金融服务业务为公司新兴主业之一，主要由厦门国贸和厦门国贸金融控股有限公司（以下简称“国贸金控”）运营。其中，国贸金融主要业务涵盖金融零售业务、供应链金融、投行业务以及资产管理等四大业务单元，投资控股及参股企业包括厦门海沧恒鑫小额贷款有限公司、深圳国贸恒润商业保理有限公司、厦门海沧区华登小额贷款股份有限公司、厦门国贸恒信供应链服务有限公司以及参股地方股份制银行。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银村镇银行有限责任公司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。近年来，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（以下简称“启润资本”）收入持续增长，2015~2017年及2018年1~3月，公司金融服务业务板块分别实现营业收入24.61亿元、63.97亿元、133.91亿元和19.95亿元。

期货及衍生品方面，国贸期货于1996年成立，初始注册资本达1亿元人民币，主营业务涵盖期货

经纪、期货投资咨询、资产管理和风险管理业务。国贸期货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，国贸期货总部位于厦门，在上海、广州、天津等全国 11 个城市设有营业部，并先后在上海自贸区、厦门自贸区成立从事风险管理业务的国贸启润资本管理有限公司及从事资产管理业务的厦门国贸资产管理有限公司。另外，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。截至 2017 年末，国贸期货注册资本为 5.30 亿元，总资产为 37.75 亿元，净资产为 7.42 亿元，2017 年实现净利润 0.09 亿元。

为抓住同一产品在不同市场上的套利机会，启润资本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。2015~2017 年，启润资本分别实现营业收入 20.58 亿元、61.41 亿元和 127.35 亿元，呈高速增长发展态势，同时推动了公司金融服务业务板块收入的增长。

公司中小微企业金融服务平台的业务方面，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，下属机构包括金海峡担保、金海峡典当以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。2017 年 9 月，为支持金海峡投资的业务发展，厦门国贸对金海峡投资增资 7.20 亿元。截至 2017 年末，金海峡投资注册资本为 14.00 亿元，合并范围内总资产为 64.59 亿元，净资产 20.61 亿元，2017 年实现营业收入 4.28 亿元，净利润 1.80 亿元。委托贷款方面，2017 年金海峡投资委托银行贷款发生额为 20.42 亿元，未到期余额 15.11 亿元，逾期未收回金额 5,954.61 万元⁴，中诚信国际将对金海峡投资逾期款项回收情况保持关注。

投资业务方面，公司持有变现能力较好的三钢

⁴ 逾期未收回金额包括：（1）与福建童城科技竹业有限公司的委托贷款余额 954.61 万元，该笔业务逾期涉诉，法院判决我司胜诉，案件已进入执行阶段，公司对该项目账面计提 75% 坏账准备，即 715.95 万元；（2）与南靖县璟昇房地产开发有限公司的委托贷款余额 5,000 万元，该笔业

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。

表 11：截至 2018 年 3 月末厦门国贸持有上市公司股权情况

单位：万元、%

证券简称	最初投资成本	期末股比	期末账面值
三钢闽光	6,218.46	0.01	19,090.89
禹洲地产	HKD7,625.91	1.06	HKD20,540.15
海南橡胶	95.07	0.01	193.75
长航凤凰	0	0.03	100.32

注：长航凤凰最初投资成本为 0，主要由于该股权为客户抵债转让所致。
资料来源：公司提供

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）净值出现较大程度的下跌，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，同时计提了厦门国贸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⁵。厦门国贸已

务逾期涉诉，法院判决我司胜诉，公司对该项目账面计提 2% 坏账准备，即 100 万元，公司已于 2018 年 1 月 21 日全额收回该项目逾期的本金及利息合计 6,228.83 万元。

⁵ 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

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、期货及中小微金融服务等业务是公司流通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。

战略规划

公司的战略定位是致力于成为具有优秀产业运作能力的投资控股集团。未来，公司将进一步开展内部资源整合，推动业务模式创新，努力培育新产业，增强集团综合竞争力；同时充分利用资本市场，积极参与厦门地方国企改革，形成具有优秀产业运作能力的投资控股集团。

大宗贸易，继续秉承“产品归核化、模式复合化、经营专业化”的“三化”方针，确保在发挥营收规模中流砥柱作用的同时稳步提升效益贡献。要继续坚定推动铁矿、钢材、铜、煤炭等拳头产品，并积极培育新产品、布局新市场，推进同类产品的业务整合，退出不可持续发展的业务领域，并根据各产品的规模和发展潜力，适时组建产业集群，进一步深化归核发展。

汽车业务要进一步优化 4S 店业务的品牌结构和市场布局，不断提升精细化管理水平；要在密切关注市场政策动向的基础上，加快拓展后市场服务，做大做强，延伸产业链，全面提高行业地位和品牌影响力。

商业零售要加快引进战略投资者的步伐，借助外力早日实现业务止损甚至是扭亏为盈，并积极转变经营思路，逐步尝试轻资产运营。

房地产要在密切关注房地产市场调控政策导向的基础上，继续坚持向土地储备多元化、地产开发类别多元化、地产运营模式多元化等三个“多元化”的方向稳步发展。物业管理服务要全力做好“国贸大管家”项目，积极做好战略定位，通过优化服务模式、梳理内部结构、夯实管理水平，同时不断完善产业链，切实提升物业管理的整体实力和内涵。

制造业要优化管控模式，加大产品研发投入，借助混合所有制改革的大范围铺开和深入推进，加快资本化运作，提升生产经营效能。

金融企业一方面要保持高度的风险意识，将主动防控风险的思维贯穿至业务经营始终，继续夯实传统融资租赁、商业保理业务、典当、担保、期货等业务，重点推进消费金融、金融租赁等核心牌照的获取，加快推进对证券、信托、保险、消费金融等核心牌照及 ABS 资产证券化等标的企业的战略性投资，加快股权基金、产业基金以及股权投资与资本运作的发展。

教育板块要立足产业发展规划，重点开办学前教育，做大做强培训板块，积极谋划筹办国际化学术，积极对接市国资委、财政局、教育局，落实相关资产划转及各项政策扶持。

表 12：2018~2020 年公司投资计划（单位：亿元）

业务投向	总投资	2018	2019	2020	资金来源
供应链	53.70	14.3	17.40	22.00	自有资金、银行融资
房地产	194.00	50.00	62.00	82.00	自有资金
信息产业	15.10	4.30	5.80	5.00	自有资金
金融	73.50	21.50	22.00	30.00	自有资金、银行融资
股权投资	10.38	4.47	3.01	2.90	自有资金、银行融资
其他	45.31	15.31	15.00	15.00	自有资金
合计	391.99	109.88	125.21	156.90	--

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。

资料来源：公司提供

整体来看，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，提升公司综合竞争力。不过，由于宏观政策环境和市场变化等因素影响将使公司战略规划的有效实施面临一定的挑战；同时，公司也面临较大的资本支出压力。

管 理

产权状况

厦门国贸控股集团有限公司的实际控制人为厦门国资委，持股比例为100%。截至2018年3月末，公司注册资本为16.60亿元，公司旗下拥有6家全资二级子公司，5家控股二级子公司。

治理结构

目前，国贸控股母公司作为投资实体，对各下属子公司行使投资、股权管理等职能，具体业务运营主要由各子公司负责。国贸控股本部主要负责投资管理、战略管理和股权管理等。国贸控股严格按照《公司法》要求的运作规范对下属控股的上市公司、控股非上市子公司和参股公司进行管理，形成了较为完善的法人治理结构和决策程序。公司设有总经理办公室、人力资源部、财务管理部、研发部、资金管理部、内控与审计部、投资发展部、战略运营管理部、资产运营管理部、电子信息管理部、法律事务管理部、监察室和党委办公室等职能部门。

管理水平

在管理结构方面，国贸控股按照产业投资控股集团定位调整了公司本部组织结构，建立了完善的现代管理框架。董事会研究公司重大经营事项，组建董事会战略与投资、风险管理与审计、预算、薪酬与绩效考核等四个专门委员会，完善了重大事项决策机制；严格按照国资委要求，董事会和管理层分工协作；并通过产权代表在子公司经营决策中发挥作用。

在资金管理方面，公司本部设立统一的资金池，

对下属控股非上市子公司的资金进行统一管理，由国贸控股统一授信，并集中分配使用，规范了资金运作，提高了资金使用效率，确保了资金的支付安全。同时，厦门国贸和厦门信达根据上市公司监管要求，各自设立资金池管理自有资金，保障了现金流的安全性。

在内控及审计方面，公司制定了《内部审计制度》，并设立内控与审计部，在公司董事会领导下，独立行使内部审计监督职权，在系统内部推行交叉审计工作模式，对各公司经济活动进行审计监督，正确评价公司控制制度和经济管理活动，并提出改进建议和处理意见。

总体看，国贸控股建立了较科学、完善的法人治理结构体系，运行日益规范，正逐步实现其成为投资控股集团的战略定位。同时，中诚信国际也关注到，目前国贸控股下属企业众多且股权结构和业务结构较为复杂，一定程度上提高了公司对经营效率和风险控制的管理难度。

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⁶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。

资本结构

近年来随着公司业务规模的增长，公司资产规模整体保持增长态势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司总资产分别为 648.23 亿元、845.15 亿元、

其 2016 年审计报告的会计师事务所。

⁶ 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

995.17 亿元和 1,228.62 亿元。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动资产占总资产的比重分别为 83.40%、83.57%、79.46% 和 83.17%。公司流动资产主要由存货、货币资金、其他流动资产、预付账款、应收账款和其他应收款等构成。

存货在公司资产结构中占比较大，主要是贸易业务库存商品以及房地产开发成本及开发产品，近年来呈逐年增长态势。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司存货分别为 248.77 亿元、294.97 亿元、352.88 亿元和 425.65 亿元。

随着公司经营规模的扩大，应收账款与预付账款总额逐年增大，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，两项金额合计分别为 98.13 亿元、124.74 亿元、127.94 亿元和 210.98 亿元；同期末两项合计在流动资产中占比分别为 18.15%、17.66%、16.18% 和 20.65%；截至 2018 年 3 月末，公司预付款项和应收账款均较年初大幅增长，主要是受贸易行业季节性因素影响。

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，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 30.98 亿元、78.13 亿元、80.51 亿元和 114.96 亿元。其中 2016 年，受公司使用沉淀资金加大对理财产品的投入以及委托贷款等金融业务规模大幅扩大的影响，当期其他流动资产规模大幅增长；2017 年末，由于委托银行贷款余额增加，使得公司其他流动资产同比上升；截至 2018 年 3 月末，由于使用闲置资金购买理财产品规模增加，公司其他流动资产较年初有所增长。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司货币资金分别为 94.24 亿元、118.10 亿元、91.56 亿元和 101.22 亿元，在流动资产中占比相对稳定。截至 2017 年末，公司货币资金中受限资金余额为 9.28 亿元，主要为用于开具银行承兑汇票、信用证、保函等各类保证金。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他应收款分别为 37.76 亿元、32.80 亿元、62.34 亿元和 83.38 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。

公司非流动资产主要由以联营企业为主的长期股权投资、以房屋建筑物及运输设备为主的固定资产、投资性房地产、递延所得税资产和可供出售金融资产等构成。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司非流动资产分别为 107.58 亿元、138.82 亿元、204.42 亿元和 206.82 亿元，在对外投资以及投资性房地产等的带动下，呈上升态势。近年来，公司非流动资产占总资产比例维持在 16%~20% 左右，变动不大。

近年来随着公司业务规模的扩张，公司总负债呈上升趋势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 506.27 亿元、566.30 亿元、638.73 亿元和 858.81 亿元。结构上看，公司负债主要为流动负债，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，流动负债占总负债的比重分别为 90.85%、87.84%、91.00% 和 93.07%。公司流动负债主要由短期债务、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司短期债务规模分别为 257.42 亿元、201.31 亿元、269.81 亿元和 447.16 亿元。公司短期借款是短期债务的主要部分，近年来呈波动态势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 117.11 亿元、63.71 亿元、128.41 亿元和 214.80 亿元，其中，2016 年公司通过发行可转债和永续债置换短期借款，使得当期末公司短期借款大幅减少。2017 年以来，随着公司各经营板块规模扩大的影响，公司短期借款持续增长。

2015~2017 年末，公司应付票据分别为 70.00 亿元、72.73 亿元和 89.37 亿元。其中，2017 年末，受供应链业务规模扩大等因素的影响，公司已承兑未到期国际信用证同比有所增长，并带动应付票据同比增长。截至 2018 年 3 月末，公司应付票据小幅下降至 86.95 亿元。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司预收款项分别为 86.73 亿元、164.24 亿元、151.60 亿元和 171.49 亿元，其中，2016 年公司有上海、厦门、合肥、南昌、漳州、龙岩六地项目进行销售，导致当期公司预收款项规模大幅增长；2017 年以来，受益

于供应链管理业务规模的扩大，公司预收款项保持在较高水平。

2015~2017 年末，公司应付账款分别为 60.84 亿元、77.65 亿元和 61.87 亿元，主要为供应链管理业务相关的应付账款。截至 2018 年 3 月末，受贸易业务时点及应付账款账期等因素的影响，公司应付账款较年初下降 11.67% 至 54.65 亿元。

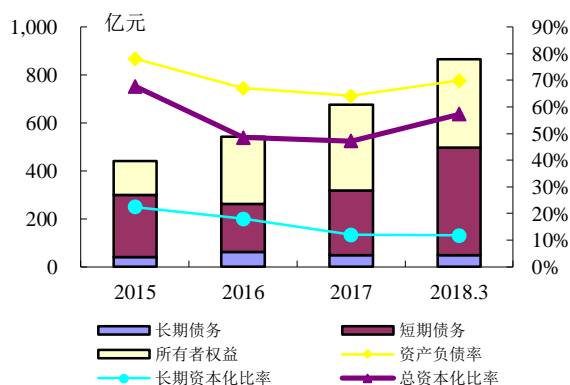
公司其他应付款包括联营、合营企业的往来款和国贸股份与其子公司少数股东往来款、应付担保保证金、代建工程款以及代收暂挂款等。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司其他应付款分别为 29.17 亿元、20.09 亿元、53.02 亿元和 73.92 亿元，受往来款变化的影响，呈波动态势。其中 2016 年末，由于应付子公司少数股东厦门市天地开发建设有限公司的往来款减少，使得其他应付款同比有所下降；2017 年末，受往来款增加等因素的影响，公司其他应付款同比大幅增长；截至 2018 年 3 月末，公司往来款持续增加，使得其他应付款较年初增长 39.41%。

近年来公司非流动负债总体呈增长态势，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司非流动负债分别为 46.31 亿元、68.84 亿元、57.50 亿元和 59.52 亿元。长期债务是公司非流动负债的主要构成部分，2016 年末，公司非流动负债大幅增长，主要受当期发行可转债、公司债等因素的影响；2017 年末，受可转换公司债券持有人行使转股权、相应可转换公司债券转出及部分中期票据到期等因素影响，公司非流动负债同比有所下降。

公司的所有者权益主要来自利润累积和发行

永续债，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 141.95 亿元、278.85 亿元、356.44 亿元和 369.81 亿元，其中 2016 年公司发行 116.00 亿元永续债使得权益大幅增长；2017 年，公司发行 65.00 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 27.83%。

图 12：2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 78.10%、67.01% 和 64.18%，同期末总资本化比率分别为 67.76%、48.48% 和 47.17%，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。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.90% 和 57.30%，受贸易行业季节性因素影响，均较年初有所增长。值得关注的是，截至 2018 年 3 月末，公司及下属子公司计入其他权益工具的永续债规模合计 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%，财务杠杆水平较高。

表 13：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	--	--

注：国贸控股永续债计入“其他综合收益”，子公司永续债计入公司的“少数股东权益”。

资料来源：公司提供

总的来看，公司资产结构体现了贸易和房地产行业的特征，短期债务和负债率水平偏高。尽管公司成功发行永续债降低了公司的负债率水平，但中诚信国际仍将对公司总债务规模、财务杠杆水平以及较大规模投资带来的资金压力保持关注。

盈利能力

近年来，随着业务规模的扩大，公司营业总收入快速增长，2015~2017 年公司营业总收入分别为 1,026.16 亿元、1,456.86 亿元和 2,223.69 亿元。分板块来看，供应链管理板块方面，2016 年受益于大宗商品景气度复苏、大宗商品价格上升，供应链管理板块营业收入大幅增长 45.38% 至 1,289.05 亿元；2017 年，公司供应链管理板块业务规模持续扩大，使得该板块业务营业收入同比增长 49.40%。房地产

经营业务方面，受项目确认收入时点的影响，公司 2016 年房地产板块实现营业收入 54.14 亿元，同比减少 24.92%；2017 年随着房地产经营项目结转收入增加，公司房地产经营业务营业收入同比大幅增长 99.48%。金融业务板块，受益于国贸启润资本管理有限公司大力发展期货现货结合的风险管理业务，2016 年以来公司金融服务板块营业收入持续快速增长。公司制造业板块包括电子信息板块、医疗手套、环保能源以及食品加工等业务，近年来，随着电子信息业务规模的扩大，公司制造业板块营业收入持续增长。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 469.89 亿元，其中供应链管理板块实现营业收入 415.95 亿元，房地产板块实现营业收入 20.71 亿元，金融服务板块实现营业收入 19.95 亿元，制造业板块实现营业收入 13.25 亿元。

表 14：2015~2017 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%
金融服务	24.61	33.63%	63.97	8.11%	133.91	7.59%	19.95	8.04%
制造业	42.75	7.89%	49.70	9.23%	55.98	8.46%	13.25	8.40%
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

2015~2017 年，公司毛利率分别为 5.73%、5.27% 和 3.97%，呈现逐年下滑态势，主要是受公司供应链管理业务营业收入占比提升的影响。分板块来看，

2016 年，受全球贸易有所回暖以及大宗商品价格复苏等因素的影响，公司供应链管理毛利率大幅提高；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 1.64 个百分点。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持续扩大，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持续下降。近年来，公司制造业板块毛利率整体较为平稳。2018 年 1~3 月，公司毛利率较上年同期提升 0.56 个百分点至 4.08%，主要是受毛利率水平较高的房地产经营板块收入占比提升的影响。

公司 2015~2017 年三费合计分别为 39.80 亿元、42.11 亿元和 47.31 亿元，随着业务规模的扩大而逐年提升；同期，三费收入比分别为 3.88%、2.89% 和 2.13%，受营业总收入持续上升的影响，逐年有所下降。结构上看，公司期间费用主要由销售费用和财务费用构成，其中销售费用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，近年来呈波动态势，其中 2016 年公司合理运用外汇合约等金融衍生工具对冲汇率波动风险，汇兑损失大幅减少，使得当期财务费用同比减少；2017 年受公司总债务规模扩大等因素的影响，财务费用同比有所增长。2018 年 1~3 月，公司三项费用合计为 10.95 亿元，三费收入比为 2.33%。

表 15：近年来公司期间费用变化情况

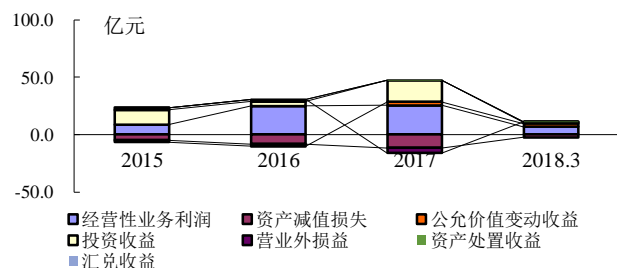
单位：亿元、%	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	15.90	18.41	23.08	5.64
管理费用	7.16	8.47	8.97	2.07
财务费用	16.74	15.23	15.26	3.25
三费合计	39.80	42.11	47.31	10.95
营业总收入	1,026.16	1,456.86	2,223.69	469.89
三费收入比	3.88	2.89	2.13	2.33

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2015~2017 年，公司利润总额分别为 17.08 亿元、20.34 亿元和 31.23 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。2015~2017 年，公司经营性业务利润分别为 8.82 亿元、24.84 亿元和 25.40 亿元，其中 2016 年，受益于大宗商品价格回升以及公司业务规模扩大等因素，公司整体经营性业务利润大幅增长；2017 年，受益于毛利率较高

的房地产经营板块收入大幅增加，加之公司供应链管理业务营业收入持续增长，经营性业务利润仍保持在较大规模。2015~2017 年，公司投资收益分别为 12.86 亿元、3.95 亿元和 18.55 亿元，其中 2016 年，公司处置期货套保合约等金融资产取得的投资收益同比大幅减少，导致公司投资收益有所下降；2017 年公司处置期货套保合约等金融资产取得的投资收益大幅增加，进而推动了公司投资收益的增长。此外，2015~2017 年，公司公允价值变动损失分别为 -1.70 亿元、-2.12 亿元和 3.20 亿元，其中 2016 年公司持有的期货合约的公允价值浮动亏损增加推动公允价值损失的扩大；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。2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 4.87 亿元、8.19 亿元和 11.55 亿元，其中 2016 年公司计提的坏账准备增加，使得资产减值损失同比大幅增长；2017 年，受当期末应收款项及供应链管理业务存货规模增加等因素影响，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有所增长。2015~2017 年公司营业外损益分别为 1.97 亿元、1.86 亿元和 -4.53 亿元，其中 2017 年，由于下属子公司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，公司承担了净额为 5.43 亿元的财务支持损失，计入营业外支出，导致当期公司出现较大规模的营业外损失。2015~2017 年公司净利润分别为 11.57 亿元、15.05 亿元和 23.49 亿元，逐年有所增长。2018 年 1~3 月，公司利润总额和净利润分别为 8.91 亿元和 6.61 亿元；其中经营性业务利润 6.80 亿元，投资收益为 1.29 亿元，公允价值收益为 2.72 亿元，营业外损益为 0.26 亿元，资产减值损失为 2.35 亿元。

图 13：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，供应链管理板块对公司营业总收入规模贡献较大，近年来随着经营规模的扩大带动了公司营业总收入的增长；而房地产业务则对公司综合毛利率和利润形成较强支撑，随着金融业务规模的扩大，其对公司利润能够构成一定的补充。此外，近年来公司资产减值损失呈上升态势，对公司利润造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

现金流

近年来公司经营活动净现金流呈现较为明显的下降态势。2015~2017年，公司经营活动净现金流分别为39.64亿元、41.72亿元和-82.11亿元。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，使得经营活动现金流呈大规模净流出态势。2018年1~3月，受公司增加大宗商品采购量等供应链管理业务季节性因素以及支付土地出让金的影响，当期经营活动现金流净流出116.58元。

投资活动方面，2015~2017年公司投资活动净现金流分别为-10.70亿元、-87.38亿元和-21.50亿元，呈持续净流出态势。其中，2016年，公司使用临时沉淀的自有资金购买短期理财产品以及大宗商品期货合约保证金支出大幅增加，导致投资活动现金流净流出规模同比大幅增加；2017年，受益于投资理财等收回资金规模的增加，公司投资活动现金流净流出规模同比减少。2018年1~3月，公司投资活动净现金流-50.77亿元，主要由于当期公司购买短期理财产品的现金支出较上年同期增加以及期货合约保证金支出增加等因素所致。

筹资活动方面，2015~2017年公司筹资活动净现金流分别为-3.52亿元、71.81亿元和80.41亿元。2016年以来，由于经营规模持续扩大，公司银行借款、发行可转债、公司债及永续债等融资规模增加，使得公司筹资活动净现金流保持在较大规模。2018年1~3月，公司筹资活动净现金流为180.58亿元，主要是受贸易行业季节性因素影响，公司为满足供应链管理板块资金需求扩大融资规模所致。

表 16：近年来公司现金流状况（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018.1-3
经营活动产生现金流入	1,187.38	1,730.90	2,545.65	557.69
经营活动产生现金流出	1,147.74	1,689.18	2,627.76	674.27
经营活动净现金流	39.64	41.72	-82.11	-116.58
投资活动产生现金流入	36.29	308.93	471.44	182.59
投资活动产生现金流出	46.99	396.31	492.94	233.36
投资活动净现金流	-10.70	-87.38	-21.50	-50.77
筹资活动产生现金流入	790.01	1,073.18	930.44	350.11
其中：吸收投资所收到的现金	20.02	125.76	68.80	11.84
借款所收到的现金	652.36	727.77	778.94	265.78
筹资活动产生现金流出	793.53	1,001.37	850.03	169.54
其中：偿还债务支付的现金	735.95	982.82	781.62	152.59
筹资活动净现金流	-3.52	71.81	80.41	180.57
现金及现金等价物净增加额	25.68	27.24	-24.04	12.62

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总的来看，受供应链管理扩大及房地产经营业务特性等因素的影响，近年来公司经营活动净现金流持续下降。未来几年随着供应链管理业务的规模不断扩大以及房地产业务购置土地资金支出的增加，公司资金占用规模预计将有所增加，外部融资仍将保持在较大规模。

偿债能力

近年来，公司业务不断发展过程中，总债务规模一直处于较高水平，且以短期债务为主。截至2015~2017年末，公司总债务规模分别为298.34亿元、262.42亿元和318.30亿元，其中各期末短期债务占比分别为86.28%、76.71%和84.76%。2018年3月末，公司总债务为496.24亿元，短期债务占比为90.11%。

由于公司经营活动净现金流波动较大，与之相关的偿债能力指标亦呈现大幅波动态势。其中，2017年以来，公司经营活动现金流呈大规模流出态势，无法覆盖总债务和利息支出，中诚信国际将对此保持关注。

在盈利规模逐年提高的带动下，公司EBITDA呈逐年上升趋势，2015~2017年分别为32.03亿元、36.72亿元和53.75亿元。受益于此，公司EBITDA对总债务及利息支出的覆盖能力逐年提升。

表 17：近年来公司偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金（亿元）	94.24	118.10	91.56	101.22

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
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
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.01	3.02	-4.55	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.16	-0.26	-0.94*
EBITDA 利息倍数(X)	2.43	2.66	2.98	--
总债务/EBITDA(X)	9.31	7.15	5.92	--

注：因缺少相关数据，2018年1~3月部分指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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。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。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。

表 18：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济技术合作公司	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、湖南双维生物工程有限公司100%股权质押以及其他价值4,799.00万元抵押物和多项个人担保（担保额度为4,316.00万元）。	案件处于二审中

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

融资渠道方面，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

根据提供资料，截至2018年3月末，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级展望

国贸控股多年来依靠厦门独特的地域优势发展贸易产业，在该领域已经积累了相当雄厚的经验和实力。公司供应链管理、金融服务以及电子信息等制造业务板块均保持良好的发展态势，公司营业

收入大幅增长，盈利能力逐年增强。同时，公司拥有较好的银企关系，且旗下拥有两家上市公司，直接间接融资渠道均较为畅通。中诚信国际同时关注对外贸易环境变化、房地产行业调控政策的陆续出台以及城市格局分化、持续上升的总债务规模且短期债务占比较高、波动较大的经营活动净现金流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。

综上，中诚信国际认为国贸控股未来12~18个月的信用水平将保持稳定。

结论

综上，中诚信国际评定厦门国贸控股集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于厦门国贸控股集团有限公司 的跟踪评级安排

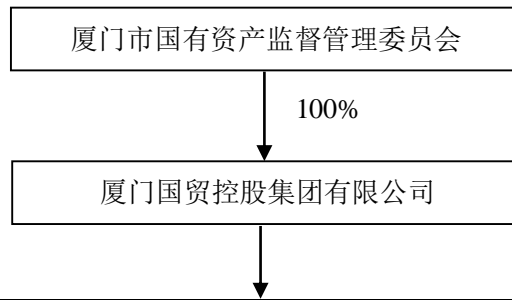
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对厦门国贸控股集团有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

中诚信国际将在受评对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。中诚信国际将密切关注受评对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如受评对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知中诚信国际，并提供相关资料，中诚信国际将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018年8月30日

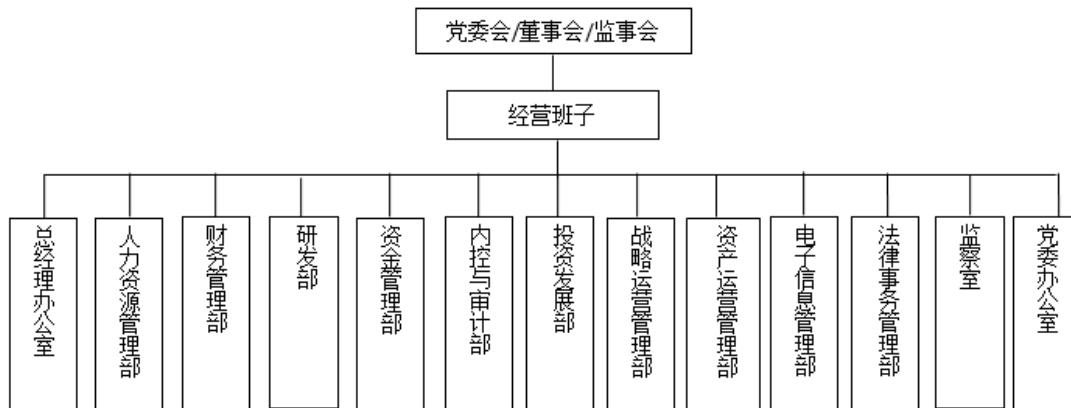
附一：厦门国贸控股集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



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
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	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
费用化利息支出	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；2018 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，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。

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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+费用化利息支出

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 / （费用化利息支出+资本化利息支出）

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

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。