

# 2021 年度厦门国贸集团股份有限公司

## 信用评级报告

---

项目负责人：向 岚 [lxiang@ccxi.com.cn](mailto:lxiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：孔令媛 [lykong@ccxi.com.cn](mailto:lykong@ccxi.com.cn)

田梓慧 [zhtian@ccxi.com.cn](mailto:zhtian@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 08 月 11 日

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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，亦不对评级对象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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为一年。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]2213M 号

## 厦门国贸集团股份有限公司：

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

二零二一年八月十一日

**评级观点：**中诚信国际评定厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司区域环境良好、业务布局多元化、供应链管理板块规模优势突出、收入水平进一步提升和融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到外部环境变化、财务杠杆水平较高、经营活动净现金流继续呈流出态势和公司退出房地产业务对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

厦门国贸（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	759.75	894.73	1,134.16	1,543.60
所有者权益合计（亿元）	259.77	274.92	348.63	345.16
总负债（亿元）	499.98	619.81	785.53	1,198.44
总债务（亿元）	269.73	342.80	410.85	613.17
营业总收入（亿元）	2,065.98	2,180.47	3,510.89	908.62
净利润（亿元）	24.67	24.57	29.07	6.96
EBIT（亿元）	46.61	45.35	47.82	--
EBITDA（亿元）	48.85	47.70	50.26	--
经营活动净现金流（亿元）	43.08	-35.78	-16.85	-150.17
营业毛利率(%)	3.43	3.05	1.92	2.14
总资产收益率(%)	6.18	5.48	4.76	--
资产负债率(%)	65.81	69.27	69.26	77.64
总资本化比率(%)	50.94	55.49	54.10	63.98
总债务/EBITDA(X)	5.52	7.19	8.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.53	3.69	3.75	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：批发贸易(C110100\_2019\_02)

厦门国贸集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(30%)	营业总收入(亿元)*	2,585.78	10
	总资产(亿元)	1,134.16	10
盈利能力与效率(27%)	EBITDA 利润率(%)*	1.99	6
	存货周转率(X)*	6.76	7
	应收账款周转率(X)*	73.71	10
财务政策与偿债能力(28%)	资产负债率(%)	69.26	8
	EBITDA/总债务(X)*	0.15	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.65	8
运营实力(15%)	市场竞争力	10	10
	资源控制	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和风险控制能力及其他等因素的考量，支持评级主要考虑了股东和政府的外部支持因素。受评企业的最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

## 正面

■ **区域环境良好。**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，为公司各板块业务的发展提供了有利的外部环境。

■ **业务布局多元化。**经过多年的经营与发展，公司现已形成供应链管理及金融服务两大核心主业，多元化的业务格局有助于平抑单一业务波动带来的风险。

■ **供应链管理板块规模优势突出，收入水平持续提升。**公司供应链管理业务规模优势突出，市场地位较高；近年来，公司收入持续上升，其中，2020 年受益于黑色矿产和有色矿产贸易规模增长，公司供应链管理收入规模达 3,304.03 亿元，同比增长 62.38%。

■ **融资渠道畅通。**公司与国内外多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2021 年 3 月末，公司从各银行获得综合授信总额为 1,406.17 亿元，尚未使用余额 553.44 亿元；同时，公司作为上市公司，拥有从资本市场直接融资的渠道。

## 关注

■ **外部环境变化。**近年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，加之新冠疫情在全球范围蔓延，我国对外贸易环境变化较大，中诚信国际将持续关注外部贸易环境变化对公司供应链业务的影响。

■ **财务杠杆水平较高。**2020 年以来，公司债务规模增速较快。若将永续债调整至有息债务，2021 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.85% 和 73.99%，财务杠杆水平偏高。

■ **经营活动净现金流继续呈流出态势。**受供应链管理板块业务扩张以及拿地支出与金融服务板块资金投入变化等因素影响，公司经营活动净现金流波动较大，2020 年继续呈净流出态势。2021 年一季度，由于受贸易业务年初采购高峰，加之部分大宗商品价格上涨等因素影响，公司经营活动净现金流为-150.17 亿元，呈大幅净流出态势。

■ **公司退出房地产业务。**根据公司十四五规划，公司计划退出房地产业务，实现地产板块独立发展。2021 年 7 月公司公告，已将所持有的地产板块两家子公司股权出售至控股股东厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”），截至公告日已完成工商变更登记。中诚信国际将对上述事项的相关影响保持关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，厦门国贸集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**大宗商品超预期波动等因素大幅侵蚀经营性业务利润，应收账款坏账规模大幅增加，资产质量明显恶化，债务规模快速增长，资产负债率明显上升等。

**评级历史关键信息 1**

厦门国贸集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/06/23	向岚、田梓慧	<a href="#">中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2015/05/29	蔡薇、王宝宁	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2014/06/04	蔡薇、苗萌	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	--	2011/06/14	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	--	2010/01/08	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
A+/稳定	--	2009/01/07	王中坤、崔英琦、曹红丽	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**评级历史关键信息 2**

厦门国贸集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/07/12	王维、汪智慧、王梦怡	--	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2018/02/05	王维、汪智慧	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：原中诚信证券评估有限公司口径

**同行业比较**

2020 年部分贸易企业主要指标对比表					
公司名称	主要贸易品种及其收入占比	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
厦门建发	冶金原材料 (55.27%)、农林产品 (26.07%)	4,369.68	72.65	4,423.72	108.01
厦门象屿	金属矿产 (66.38%)、能源化工 (21.71%)	1,700.25	72.02	3,748.35	30.73
国贸控股	黑色矿产 (41.67%)、有色矿产 (29.53%)	1,535.56	67.23	4,021.26	54.42
厦门国贸	黑色矿产 (44.62%)、有色矿产 (26.27%)	1,134.16	69.26	3,510.89	29.07

注：“厦门建发”为“厦门建发集团有限公司”简称；“厦门象屿”为“厦门象屿集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 评级对象概况

公司系经厦门市经济体制改革委员会厦体改（1993）006号文批准，由原厦门经济特区国际贸易信托公司独家发起，于1993年2月19日以定向募集方式设立的股份有限公司；1996年在上海证券交易所上市（股票简称：厦门国贸，股票代码：600755）。公司营业范围涉及进出口及国内贸易、房地产开发与经营、码头物流业、服务业及实业投资等，主要经营铁矿、钢材、船舶、煤炭、化工等大宗商品，与贸易相关的仓储设施、船舶航运、货柜堆场、业务网点等物流服务以及高端楼盘开发等。

产权结构：截至2021年3月末，公司注册资本19.46亿元。截至2021年3月末，控股股东国贸控股及其一致行动人共持有公司39.82%的股份<sup>1</sup>，公司最终控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）；同期末，公司纳入合并范围的子公司共205家。

表1：截至2021年3月末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
宝达投资（香港）有限公司	香港宝达	100.00%
国贸启润（上海）有限公司	上海启润	100.00%
国贸地产集团有限公司	国贸地产	100.00%
厦门金海峡投资有限公司	金海峡投资	100.00%
国贸期货有限公司	国贸期货	100.00%
厦门国贸资产管理有限公司	国贸资管	100.00%
国贸启润资本有限公司	启润资本	100.00%
厦门国贸金融控股有限公司	国贸金控	100.00%
厦门国贸投资有限公司	国贸投资	100.00%

资料来源：公司提供

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年上半年，经济延续修复态势，低基数下GDP同比实现12.7%的高增长，两年复合增速提升至5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下GDP同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特

征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现产需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年PPI出现快速上升，与CPI之差不断扩大，不过，随着全球产需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续PPI涨幅或将持续回落。

**宏观风险：**虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然PPI涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注PPI回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合

<sup>1</sup> 截至2021年3月末，公司控股股东国贸控股直接持有公司38.77%的股份，国贸控股全资子公司厦门国贸控股建设开发有限公司持有公司0.45%的股份；国贸控股出资设立的资产管理计划证券资管—厦门国贸

控股集团有限公司—兴证资管阿尔法科睿1号单一资产管理计划持有公司0.60%的股份。



考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

**宏观政策：**2021年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7月初全面降准落地释放长期资金1万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支紧平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

**宏观展望：**虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

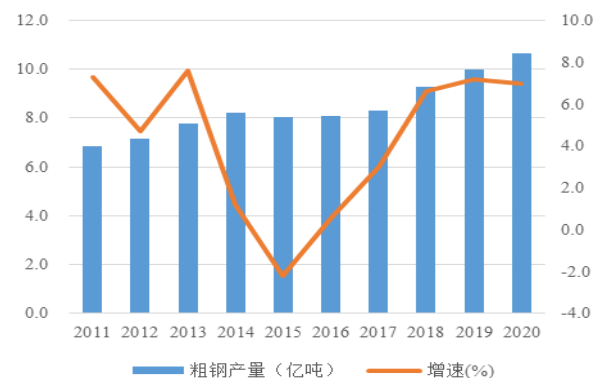
中诚信国际认为，2021年中国经济持续修复的基本态势不改，产需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 行业概况

2020年以来，新冠肺炎疫情致使上半年钢铁下游需求弱化，钢铁企业利润普遍下行；下半年以来，主要下游行业复工复产为钢材需求量带来强劲支撑，经营情况显著回暖，但全年盈利水平仍同比降低；在煤炭消费增速大幅放缓以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；受宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等因素影响，国内外铜价整体呈下行态势

2020年，全国经济经历新冠肺炎疫情冲击，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，上半年钢铁行业景气度显著下滑。但随着疫情得到有效控制，复工复产有序推进，下半年以来行业景气度迅速回升；得益于钢价上涨驱动，加之近年来企业通过设备技改及添加辅料等手段提升生产效率，粗钢产量较上年进一步提升，2020年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为8.88亿吨、10.65亿吨和13.25亿吨，同比分别增长4.3%、7.0%和10.0%，粗钢产量再创历史新高。根据2021年4月通知，国家发展改革委、工业和信息化部将于2021年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作，其中钢铁去产能“回头看”将重点检查2016年以来各有关地区相关工作落实情况；粗钢产量压减工作将在去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，确保2021年全国粗钢产量同比下降。中诚信国际认为该项举措将有助于化解行业内过剩产能，抑制粗钢产量增长。此外，工信部于2021年5月发布的新《钢铁行业产能置换实施办法》中提出要大幅提高钢铁置换比例、扩大大气污染防治重点区域、明确置换范围、严守不新增产能红线，停滞超一年半的产能置换工作将于2021年6月1日起重启。

图 1：2011~2020 年我国粗钢产量及增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

价格方面，由于疫情导致下游行业停工停产，2020年一季度钢价整体走弱，中国钢材价格指数延续下行趋势，于5月初降至96.62点，达到近年来

低位；但随着国内疫情得到有效控制，建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑，钢价呈现稳步上升趋势，并于12月末升至近年来高点。2021年以来，受补库存需求拉动，以及“碳中和”目标及3月唐山限产对市场预期造成影响，钢价经历1~2月小幅下滑后迅速上升，4月初钢材价格指数已升至140.67点。

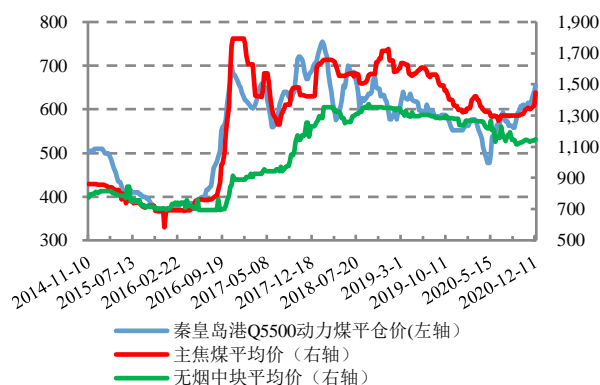
图2：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

煤炭方面，2019年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，我国煤炭进口量同比有所上升；受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至2019年底，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国均价及无烟煤中块均价较年初分别下降4.33%、19.99%和8.11%。自2020年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，1~6月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。截至2020年12月11日，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价及全国主焦煤均价分别为655元/吨和1,449元/吨，较年初分别上升17.49%和9.33%；全国无烟块煤均价为1,147元/吨，虽较前三季度有所回升，但较年初仍下降7.51%。

图3：2015年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

铜价格方面，2019年，全球宏观经济下行，制造业表现低迷，需求承压；智利、秘鲁等铜产量大国相继出现生产干扰因素，供给端不确定风险仍然存在。全年铜价总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势。2019年LME三个月期铜价格开于5,862美元/吨，于9月初达到全年最低水平5,562美元/吨。年末中美贸易谈判暂时达成部分协议，市场信心再次提振，LME三个月期铜价格收于6,183美元/吨，较年初开盘价上涨5.48%。整体来看，2019年LME三个月期铜均价为6,017美元/吨，同比下跌8.04%。2020年以来，受疫情蔓延影响，全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，截至3月末LME三个月期铜价格为4,797.5美元/吨，较年初下跌22.45%。

图4：近年来LME三个月期铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

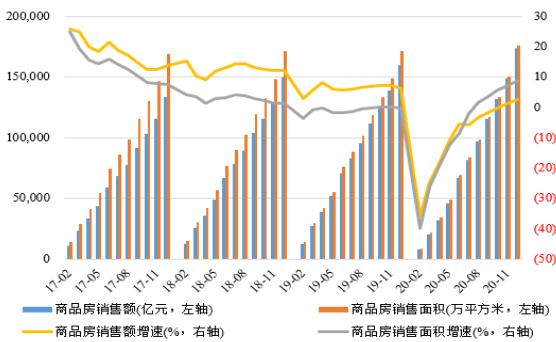
**2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地**



## 产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大,全国商品销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%,均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来,市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏,商品房销售逐月恢复,并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来,房企加速去化,带动全年销售面积和金额超越上年,全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%;房地产行业表现出较强韧性。

图 5: 近年来全国商品房销售情况(亿元、万平方米、%)



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

从商品房去化情况看,近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平,2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响,待售面积环比增幅明显提升,2020 年二、三季度疫情得到控制后,去化明显提速,商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但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弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为,2020 年上半年受新冠疫情冲击,房地产销售增速大幅受挫,但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化,全年销售已超过 2019 年全年水平,房地产行业展现出较强韧性。

## 业务运营

近年来,公司主营业务分为供应链管理、房地产业务和金融服务三大板块,其中供应链管理板块

是公司收入的主要来源,占公司营业总收入的比重保持在 85% 以上,且占比持续上升。2021 年 1~3 月,公司实现营业总收入 908.62 亿元,在钢材贸易规模扩大的带动下同比大幅增长 76.50%。

表 2: 公司主要板块收入结构及占比(亿元)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
供应链管理	1,872.51	2,034.73	3,304.03	892.89
房地产	89.01	76.39	137.42	6.32
金融服务	104.45	69.35	69.43	9.41
<b>营业总收入</b>	<b>2,065.97</b>	<b>2,180.47</b>	<b>3,510.89</b>	<b>908.62</b>
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
供应链管理	90.64%	93.32%	94.11%	98.27%
房地产	4.31%	3.50%	3.91%	0.70%
金融服务	5.06%	3.18%	1.98%	1.04%

资料来源: 公司提供

**公司拥有良好的渠道及规模优势,近年来在公司贸易量增长及价格整体处于较高水平的带动下供应链管理业务收入不断提升;中诚信国际将对供应链业务面临的相关风险及资金平衡情况等保持关注**

公司供应链管理板块业务包括大宗商品贸易、物流服务和商业零售业务等板块。目前公司在长三角、珠三角、环渤海、西南地区和香港等地成立五大区域公司,在我国东北、中部、华东、台湾和东盟地区的印尼等地设办事处,还合资成立美国公司,拥有丰富的客户及网络资源。此外,公司通过长协及股权投资等形式锁定钢铁及纸品等产业链上下游资源。近年来,公司供应链管理板块收入保持增长态势,2020 年,受益于国内基建需求扩大带动钢材贸易业务收入快速增长,公司供应链管理板块实现营业收入 3,304.03 亿元,同比增长 62.38%。2021 年 1~3 月,公司供应链管理业务延续快速增长态势,收入同比大幅增加 88.88% 至 892.89 亿元。

从经营模式来看,公司贸易业务以自营为主、代理为辅,大宗贸易占主导、零售业务为补充。在贸易品种方面,公司进出口商品以大宗商品为主,主要包括铁矿、煤炭、纸浆、棉纱和木材等,国内贸易主要包括钢材、铜、PTA、铝制品和纸业等。公司运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险,并对租赁仓库派

驻人员，规避货权流失风险。

表 3：2020 年以来公司主要贸易品类收入情况（亿元）

	2020	2021.1~3
黑色矿产及制品	1,426.24	361.26
有色矿产及制品	839.71	201.52
能源化工产品	601.21	182.82
林浆纸	188.04	63.92
农牧产品	141.39	50.93

资料来源：公司提供

公司黑色矿产及制品贸易以铁矿和钢材为主。公司铁矿业务主要从澳大利亚、巴西、印度、加拿大、俄罗斯、乌克兰等国家进口。公司采购铁矿中签订长期供货协议的占比约 30%，剩余均为现货采购；下游企业以国内钢铁企业为主，主要采用款到交货方式销售。公司钢材业务以内贸为主，经营品种主要有板材、建材、钢坯等，全国市场占有率位居前列。公司与各大钢厂建立了稳固的战略合作关系，采购渠道相对稳定，货款结算主要采用全额预付款，公司钢材销售客户主要系批发商、次终端、终端工厂、市政工程、工程建筑商及自身房地产项目的施工单位等，主要采用款到发货，赊销比例极低。钢贸仓储方面，公司钢材业务所涉仓库主要以租赁为主，但通过委派人员驻库的方式自行进行仓库管理，提高对钢材货权的控制力度；目前公司已在厦门、福州、广州、乐从、重庆、山东、天津、唐山、海南、南昌和邯郸等地均建立了自管库。近年来，公司黑色矿产及制品贸易业务保持增长态势，其中 2020 年，受益于国内基建需求扩大，钢铁贸易规模快速上升，带动当期黑色矿产及制品贸易业务收入亦快速增加。2021 年 1~3 月，该品类实现营业收入 361.26 亿元。

铜是有色矿产及其制品贸易的核心品种之一，主要以现货交易的方式开展。公司铜贸易上游主要为铜陵有色集团、济川集团等冶炼厂或业内规模较大、信誉优良的大型贸易商；下游主要销售给大型贸易商及国资企业，主要采用款到交货的方式进行结算。近年来，公司有色矿产及其制品贸易收入保持增长；2020 年以来，有色金属市场价格波动较大，有一定的价差盈利空间，公司扩大了有色金属的贸

易规模，加之 2020 年公司签订了一定数量的销售长单，2020 年有色矿产及制品销售收入同比快速上升。2021 年 1~3 月，该品类实现营业收入 201.52 亿元。

煤炭为能源化工产品贸易的主要品种。公司煤炭贸易主营进口动力煤，目前已与国际大型能源公司建立稳定的采购渠道，主要进口国包括印尼、菲律宾、澳大利亚和俄罗斯等；同时公司与五大发电集团建立了稳定的销售渠道，业务辐射华东、华南诸多电厂，市场占有率及进口额均排名前列。结算方面，公司在采购和销售结算上均主要采用即期信用证方式，与下游客户主要采用货到付款并预留部分尾款，尾款回款期限平均在 1 个月左右。此外，2020 年公司与美福（厦门）石化有限公司合资成立厦门国贸石油有限公司，开始涉足成品油供应链领域。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司能源化工贸易实现的营业收入分别为 601.21 亿元和 182.82 亿元，保持增长态势。

为规避价格剧烈波动对大宗商品贸易的影响，公司利用期货市场规避风险的功能，一定程度上抵消公司贸易业务因价格剧烈变动产生的风险。2020 年公司有色矿产及其制品的毛利率为负，但受益于公司进行了贸易业务的套期保值，公司能够锁定一定的利润空间。

公司物流综合服务业务包括仓储配送、报关代理、报关代理、堆场及仓储配送等，其中仓储配送业务是物流服务链的枢纽业务，主要以厦门国贸泰达物流有限公司（以下简称“国贸泰达”）为平台。截至 2021 年 3 月末，拥有室内仓库面积 115.49 万平方米，其中自有仓库仓储面积 8.43 万平方米，租赁仓库面积为 107.06 万平方米。国贸泰达配备的集装箱车队，拥有 30 辆拖头和 107 个拖架。2021 年一季度，国贸泰达完成了 5,770 UNIT 的集装箱陆路运输，运输里程为 56.32 万公里，运输区域仍集中在福建省。公司旗下的配送平台覆盖国内沿海及内陆主要区域，已布设 300 多个配送网点，运输线路深入全国二、三线城市，全国运输线路数量已达 120

条以上。未来，公司着重以轻资产的方式加快物流业务发展，以降低短期内的投资压力，提高经济效益。

公司商业零售业务收入主要来自美岁超市、免税商场（百货）<sup>2</sup>和美岁商业品牌代理（直营店）等业务；其中，美岁超市经营品牌 MerrySeason 每时每季·生活超市为高端超市区域连锁。2018~2020 年，公司商业零售业务营业收入分别为 2.78 亿元、1.71 亿元和 1.45 亿元；其中 2019 年，因公司改变营运模式，由自营改为整体出租，公司商业零售业务收入同比下降 38.49%；2020 年受新冠疫情影响，加之 2020 年 6 月免税商城关停，商业零售业务收入同比有所下降。2021 年 1~3 月，公司商业零售业务实现营业收入 0.20 亿元，同比下降 50.26%。

中诚信国际认为，公司贸易业务拥有良好的渠道及规模优势，且物流及套期保值板块对贸易运营构成良好支撑，2020 年，受益于国内基建需求扩大，公司深耕钢铁供应链业务，供应链板块收入快速增长。中诚信国际注意到，大宗商品价格波动频繁，且该业务的快速扩张将扩大公司在贸易业务的资金占用规模，并对资金使用效率提出更高要求，中诚信国际对公司供应链业务面临的价格风险、信用风险、汇率波动风险及资金平衡情况等要素保持关注。

### 公司房地产业务在厦门地区的竞争力较强，项目整体区域布局较好；2021 年 7 月，房地产板块资产不再纳入公司合并范围

公司房地产业务主要以全资子公司国贸地产为平台。目前国贸地产已经形成以厦门为中心，辐射漳州、合肥、上海、南昌、杭州等地的区域布局，综合开发实力一直居于厦门市场前十。房地产业务收入受房地产政策调控及项目结转进度的影响呈波动态势，2020 年公司房地产业务实现收入 137.42 亿元。

中诚信国际关注到，公司于 2020 年 11 月 27 日

发布关于 2021~2025 年五年发展战略规划纲要的公告，公告称公司计划退出房地产业务，实现地产板块独立发展。根据 2021 年 6 月 12 日公司发布的《厦门国贸集团股份有限公司关于出售资产暨关联交易的公告》，公司拟将所持有国贸地产及厦门国贸发展有限公司（以下简称“国贸发展”）两家子公司股权出售至控股股东国贸控股，相关资产估值为 103.49 亿元。上述股权出售完成后，国贸地产及国贸发展将不再纳入公司合并报表范围。截至 2020 年末，出售资产的资产总额和资产净额的占公司总资产的比重分别为 38.55% 和 36.12%；2020 年，国贸地产的收入和净利润贡献分别为 3.89% 和 36.19%。根据 2021 年 7 月 22 日公司发布的《厦门国贸集团股份有限公司关于出售资产暨关联交易的进展公告》，公司已分别于 2021 年 6 月 30 日和 2021 年 7 月 20 日收到了国贸控股分两期支付的资产转让价款，截至公告日，各方已完成办理上述标的股权过户至国贸控股名下的变更登记手续。受上述资产出售事项的影响，公司总资产规模和盈利能力或将受到一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

从国贸地产房地产业务的经营指标来看，近年来，受可开发土地储备余量影响，国贸地产新开工面积呈波动上升态势。受开发节奏影响，竣工面积呈波动态势。销售方面，2019 年以来，受加大推盘力度以及项目类型变化的影响，国贸地产签约销售面积和签约销售金额近年来呈上升态势。2021 年 1~3 月，由于上年同期受新冠疫情影响基数较低，国贸地产签约销售金额及面积继续保持上升态势。

表 4：近年来国贸地产主要业务经营指标

经营指标	2018	2019	2020	2021.1~3
新开工面积（万平方米）	103.34	96.51	183.84	55.52
竣工面积（万平方米）	68.90	40.83	81.06	0.00
签约销售面积（万平方米）	38.41	56.98	121.76	49.53
签约销售金额（亿元）	76.65	163.43	316.09	115.74
销售均价（万元/平方米）	2.00	2.68	2.60	2.34

注：表中数据为权益口径。

资料来源：公司提供

<sup>2</sup> 公司免税商场于 2020 年 6 月起停止营业。



截至 2021 年 3 月末，国贸地产在售房地产项目共有 37 个，累计可售建筑面积 439.71 万平方米，其中福建地区可售建筑面积 225.37 万平方米；同期末，国贸地产累积已售面积 223.72 万平方米，累积签约销售金额 601.56 亿元。值得关注的是，国贸地产项目开发周期较长，但随着运营效率的提升及合作方的引入，项目开发周期有所缩短。

**表 5：截至 2021 年 3 月末国贸地产主要地区在售房地产项目的销售情况（含尾盘项目）（万平方米、亿元）**

地区	全盘可售建筑面积	累计已售面积	累计签约销售金额
厦门	122.02	70.70	207.29
漳州	53.64	16.37	25.42
福州	49.71	6.88	13.74
南昌	41.87	22.16	30.54
合肥	56.59	47.49	85.08
上海	44.79	25.73	94.07
杭州	17.93	17.42	91.94

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，国贸地产主要在建项目 26 个，规划总建筑面积约 389.57 万平方米，累计签约销售总额为 331.48 亿元；其中，厦门、漳州和福州的项目建筑面积占比分别为 23.74%、15.72% 和 14.07%。国贸地产在建项目计划总投资 669.13 亿元，已投资 531.24 亿元，未来在建项目投资压力可控。

**表 6：截至 2021 年 3 月末国贸地产部分在建房地产项目情况（万平方米、亿元、%）**

项目名称	所在地	建筑面积	总投资	已投资	项目进度
合肥国贸景成	合肥	17.05	27.65	24.40	57.91
杭州钱塘天誉	杭州	28.49	89.75	85.37	79.48
厦门国贸天成二期	厦门	16.24	39.20	34.89	53.85
厦门中交国贸鹭原	厦门	18.88	46.66	36.70	27.41
厦门国贸学原一二期	厦门	20.48	49.70	40.25	31.25
厦门国贸学原三期	厦门	16.58	38.71	27.14	12.48
漳州珑溪大观	漳州	25.80	30.03	23.94	46.50

<sup>3</sup> 土地储备统计口径为公司负责操盘项目的权益数据，下同。

福州国贸凤凰原	福州	22.33	37.31	27.40	27.22
国贸佘山原墅	上海	18.88	39.54	30.98	44.12
南京云际	南京	9.43	29.54	23.65	30.95

注：项目进度采用剔除地价后投资额计算。

资料来源：公司提供

土地储备<sup>3</sup>方面，近年来国贸地产土地投资策略积极，项目储备区域布局良好，截至 2021 年 3 月末，国贸地产土地储备计容建筑面积共计 73.95 万平方米；同期末，国贸地产权益在建拟建未售面积和已竣工未售面积合计为 133.57 万平方米。以国贸地产 2020 年签约销售面积计算，上述土地储备和在建未售项目合计面积可满足未来近两年的签约销售需求。

除了发展销售型地产以外，公司还进行运营型地产的开发建设。目前，公司在运营型地产主要有国贸商城和国贸中心两个项目。国贸商城项目由公司全资控股开发，全部为自持物业，2020 年实现租金收入 0.33 亿元，受新冠疫情影响规模同比减少。国贸中心项目由公司自持并对外招商，于 2018 年 5 月正式对外开业，2020 年实现租金收入 0.86 亿元。

中诚信国际认为，国贸地产房地产项目区域布局整体较好，市场竞争力较强。目前，公司已完成国贸地产等主体的股权转让工商登记，房地产板块资产不再纳入公司合并范围。中诚信国际将持续关注该事项对公司后续经营战略和盈利能力的影响。

**金融服务板块对公司盈利构成重要补充，股权投资布局不断增强，但金融行业政策收紧对公司金融服务业务运营带来影响，同时资产管理计划重大事项进展以及金融板块风险管控情况有待关注**

金融服务业务方面，公司发展期货及衍生品、实体产业金融服务和投资等金融业务，以作为对公司业绩提升的重要补充。在金融行业政策收紧的背景下，公司继续实施“稳金融”政策，将防范金融

风险和提升经营能力作为主要目标，2020年，公司深化产融结合，推动金融服务业务发展提质增效，当期实现营业收入69.43亿元，同比基本持平。2021年1~3月，金融服务业务收入为9.41亿元，受期现结合业务规模下降影响规模同比减少。

期货及衍生品业务主要由国贸期货负责。2020年国贸期货及下属国贸资管、启润资本合计实现营业收入64.13亿元，同比减少4.32%。收入主要来自于现货销售收入和期货平仓盈利，期现结合综合毛利2,366.25万元，期现结合综合毛利率0.36%，毛利率较低。2021年1~3月，由于部分有色金属现货规模下降，国贸期货及下属国贸资管、启润资本合计实现营业收入8.76亿元，较上年同期下降37.52%。

公司实体产业金融服务由金海峡投资和国贸金控<sup>4</sup>负责运营，2020年实现营业收入3.77亿元。从金海峡投资及国贸金控的业务经营来看，2020年金海峡投资委托银行贷款发生额为15.57亿元，未到期余额为10.97亿元，逾期未收回金额1.25亿元；2020年末，典当贷款余额为0.74亿元，小额贷款余额6.05亿元，贷款损失准备合计0.59亿元；同期末保理余额为1.05亿元，账面计提保理损失准备为0.95亿元。担保业务方面，截至2021年3月末，金海峡投资下属企业福建金海峡融资担保有限公司（以下简称“金海峡担保”）对外担保金额28.98亿元，其中融资性担保5.44亿元、非融资性担保23.54亿元，涉及贸易、食品、电子、科技、建筑工程等行业，所担保项目未出现逾期或坏账。

投资业务方面，2018年以来，公司通过国贸金控间接持有厦门农村商业银行股份有限公司5.81%股权；同期，公司投资的成都银行股份有限公司顺利实现了A股上市。2019年3月，公司收购世纪证券有限责任公司（以下简称“世纪证券”）<sup>5</sup>，且

公司对世纪证券进行增资；公司以36.35亿元的投资额持有世纪证券约46.92%的股权。此外，公司对兴业国际信托有限公司（以下简称“兴业信托”）<sup>6</sup>的股权投资在2019年1月完成股权变更登记手续，投资额为11.71亿元，对兴业信托的持股比例约8.42%。上述交易完成后，世纪证券及兴业信托均成为公司联营企业，随着这两家企业的进一步发展，或将为公司带来较好的股权投资收益。2020年，公司通过持有上述两家企业股权权益法下确认的投资收益为2.08亿元。

值得注意的是，前期公司下属企业国贸资管有五只投向港股的资管产品净值出现较大幅度下跌，且触发公司及其子公司的份额回购/差额补足义务，公司有权向普通股投资者追索。公司已于2017年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5.43亿元。截至2021年3月末，上述资管产品中除咏溪二号外的四只产品已完成清算<sup>7</sup>，产品净值损失情况已明确；普通股投资者已累计追加资金4,742.82万元，并提供采矿权抵押及相关矿业公司的连带责任担保及其他资源性公司的股权担保，并在持续还款中。国贸期货、国贸投资已分别就其出资认购的资管产品份额，向普通股投资者、连带债务人以及担保人等提起民事诉讼，现均已获得法院生效判决，支持国贸期货和国贸投资的诉讼请求。其中，涉及磐石成长二号、磐石成长三号的案件已经进入了执行程序。

中诚信国际认为，金融投资、期货及实体产业金融服务等业务是公司供应链管理业务不可或缺的一环；2020年，公司深化产融结合，推动金融服务业务发展提质增效，金融服务业务收入同比变化不大。公司持有的股权投资或将对公司未来盈利构成较好补充。同时，中诚信国际将对公司金融业务

<sup>4</sup> 2018年12月，公司以17.99亿元的交易价格收购控股股东国贸金控持有的国贸金控100%股权，国贸金控业务主要涉及委托贷款、小额贷款及商业保理等业务。公司直接持股95%，通过福建启润贸易有限公司间接持股5%。

<sup>5</sup> 2020年，世纪证券营业收入为6.37亿元，净利润为1.45亿元。

<sup>6</sup> 2020年，兴业信托营业总收入为53.42亿元，净利润为17.63亿元。  
<sup>7</sup> 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，2020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。



风险控制情况保持关注。

## 战略规划及管理

### 未来发展将以供应链管理及金融两大板块为主，将大健康作为新兴产业发展

根据最新五年战略发展规划（2021~2025年），未来公司将积极转型、突破创新，以供应链管理与金融服务业务双轮驱动，积极布局新业务赛道，构建战略核心产业、战略发展产业和战略孵化产业三大产业梯队；推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，巩固并提升供应链行业第一梯队的优势地位，发展大健康等战略新兴业务，持续创造新价值。

公司未来投资主要围绕主业深化战略投资，加强供应链业务在全产业链深度渗透，确保新业务模式的落地；主业以外，将大健康作为新兴产业发展，择机把握其他行业机会，为产业梯队注入新业务。

### 法人治理结构完善，下属公司分工明确，专业化程度较高

股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督，经营层下设职能管理部、供应链各专业子公司、上海启润、物流中心、国贸金控、厦门国贸健康科技有限公司及创新发展中心等，法人治理结构较为完善。

厦门国贸与下属公司分工明确，公司本部主要负责拟订和推进集团的发展战略、制定和执行集团年度财务收支预算和决算，以及对下属公司行使投资、股权管理等职能，并按照出资比例对下属公司行使相应的资产管理权；同时开展大宗商品的贸易业务。下属公司实行专业化经营，自主经营，自负盈亏。公司对下属子公司实行统一的资金管理，且不断完善对预付款和应收款的管理，有利于规范资金运作、提升资金安全性。

## 财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年财务报告、经容诚会计师事务所<sup>8</sup>（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2020年财务报告以及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，均为合并口径数据。

中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据，并将其他流动负债中的（超）短期融资券调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务。

### 盈利能力

#### 受毛利率较低的供应链管理板块收入占比不断增加影响，公司营业毛利率逐年下滑；但公司经营性业务利润处于良好水平，利润总额稳步提升

受毛利率较低的供应链管理板块收入占比上升的影响，近年来公司营业毛利率呈下降态势。分业务来看，近年来公司供应链管理板块毛利率下降幅度较大，受市场竞争加剧影响，公司2019年供应链管理业务毛利率有所下降；2020年，毛利率较低的有色矿产及制品贸易占比上升，叠加公司执行新收入准则，将商品控制权转移给客户之前的运输等物流费用从销售费用调整至营业成本核算影响，公司供应链管理业务毛利率有所下降。受开发成本和结转项目价格波动等因素的影响，2018~2019年公司房地产板块毛利率维持在较高水平，2020年房地产业务毛利率大幅降低，主要系结转项目类型变化和土地成本偏高所致。公司金融服务板块毛利率呈小幅波动态势，主要由于期现结合业务经营品种结构变化所致。2021年一季度，公司营业毛利率同比上升，主要系大宗商品价格上涨以及上年同期受新冠疫情影响基数较低所致。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

<sup>8</sup> 因审计团队离开致同会计师事务所（特殊普通合伙）加入容诚会计师事务所（特殊普通合伙），为保持审计工作的连续性，公司聘任容诚

会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2019年度财务报表审计机构和内部控制审计机构。

毛利率	2018	2019	2020	2021.3
供应链管理	1.31	1.24	0.83	1.88
房地产	43.06	45.88	24.90	19.62
金融服务	7.49	8.96	8.29	14.77
<b>营业毛利率</b>	<b>3.43</b>	<b>3.05</b>	<b>1.92</b>	<b>2.14</b>

资料来源：公司提供

近年来，公司期间费用呈下降态势。2019年，由于公司剥离汽车业务及综合融资成本下降，当期期间费用有所下降；2020年，由于公司实行新收入确认准则，销售费用的减少带动期间费用小幅下降。受益于营业收入快速增长，近年来公司期间费用率呈持续下降态势。2021年1~3月，由于供应链管理业务规模增长，公司销售费用同比大幅增加，期间费用合计有所上升，期间费用率小幅上涨但仍处在较低水平。

利润方面，经营性业务利润是公司利润总额的重要来源，同时投资收益及公允价值变动收益对利润构成一定补充。细分来看，经营性业务利润呈波动态势；2019年，公司经营性业务利润小幅下降；2020年，由于公司供应链管理业务规模大幅扩张，公司经营性业务利润同比增长17.14%。公司资产减值损失主要为坏账损失和存货减值损失，近年来呈波动态势。受执行新金融工具准则影响，2019年公司金融资产处置当期公允价值变动收益不再转入投资收益，加之当期股权处置收益减少等因素，公司公允价值变动损益大幅增长但投资收益大幅下降；2020年公司期货合约和外汇合约浮动盈利减少导致公允价值变动收益同比减少；同期，按权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益增加导致投资收益大幅增加。2021年一季度，公司供应链管理业务规模较上年同期有所扩大，带动公司利润总额上升至8.48亿元。

受计入费用的利息支出规模下降以及利润总额规模上升的影响，近年来公司EBITDA呈波动上升态势；同时，由于公司营业总收入规模快速增长，使得EBITDA利润率呈下降态势。

根据公司2021年7月16日公布的《厦门国贸集团股份有限公司2021年半年度业绩预增公告》，由于公司主营贸易品种价格上涨、销量增加，供应链管理业务盈利能力有所提升，加之公司转让持有的国贸地产100%股权产生较大的投资收益，以及公司的期货合约和外汇合约公允价值变动亏损，预计2021年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为22.65~24.77亿元<sup>9</sup>，较上年同期增加8.50~10.62亿元，同比增长60~75%。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	35.77	32.94	31.62	8.93
期间费用率	1.73	1.51	0.90	0.98
经营性业务利润	26.98	25.73	30.14	10.20
资产减值损失	5.08	3.76	4.48	2.80
公允价值变动收益	-5.02	6.31	4.99	-0.70
投资收益	16.87	3.48	6.66	1.26
利润总额	33.38	33.73	37.24	8.48
EBITDA	48.85	47.70	50.26	--
EBITDA 利润率	2.36	2.19	1.43	--

注：因缺乏相关数据，部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 公司主营业务扩张带动总资产和总负债规模扩大；若将永续债计入债务，公司财务杠杆处于较高水平

公司业务规模的扩大带动总资产规模不断增加，且随着供应链管理板块的持续扩张，流动资产占总资产比重呈波动上升态势。截至2021年3月末，流动资产在资产总额中的占比为87.06%。从主要流动资产科目来看，存货<sup>10</sup>主要为贸易业务库存商品以及房地产开发成本及开发产品，预付款项为供应链业务的预付货款等，受公司供应链管理业务及房地产业务扩张的影响，近年来存货及预付款项均呈增长态势；在债务融资的带动下，货币资金整体呈上升态势。公司非流动资产规模亦逐年增长，主要系公司长期股权投资金额增加影响；长期股权投资主要由公司对合联营企业的股权投资构成，2019年公司完成对世纪证券、兴业信托的股权受让

374.30亿元和开发产品23.78亿元。

<sup>9</sup> 该业绩预告数据未经注册会计师审计。

<sup>10</sup> 截至2020年末，公司存货中包含库存商品104.93亿元，开发成本

手续以及对世纪证券进行增资，当期长期股权投资大幅增长；2020年主要受公司持有的世纪证券和兴业信托等公司股权按权益法确认的投资收益增加以及对部分合联营企业追加投资的影响，当期长期股权投资有所增加。截至2021年3月末，主要受公司库存商品增加以及预付货款规模上升的影响，公司总资产较年初大幅上升至1,543.60亿元。

近年来公司负债总额呈上升态势，2020年末公司流动负债占负债总额比重为81.25%，主要由预收款项及有息债务构成。受预收售房款及预收贸易货款规模增加的影响，近年来预收款项呈增长态势。由于公司主营业务规模扩张、资金需求上升，带动公司总债务规模持续攀升。公司债务以短期债务为主，2020年短期债务在总债务中占比为66.02%，债务结构有待改善。2021年3月末，受公司业务规模扩张和季节性因素的影响，公司总债务较年初增加49.24%至613.17亿元。

公司所有者权益主要包括其他权益工具和未分配利润，其中其他权益工具为永续债。2020年受子公司发行ABN及房地产合作开发项目实现盈利等因素影响，公司少数股东权益规模显著提升，加之近年来公司利润累积，带动所有者权益稳步提升。2021年3月末，受公司偿还永续债等因素影响，公司所有者权益规模较年初有所下降。财务杠杆方面，近年来，由于公司债务规模快速上升，公司资产负债率和总资本化比率整体呈上升态势。若将永续债调整至有息债务，截至2021年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为83.85%和73.99%，财务杠杆水平较高。

**表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
存货	306.74	397.06	499.59	716.63
预付款项	65.57	78.73	125.07	228.57
货币资金	54.28	67.02	124.38	121.62
长期股权投资	35.88	88.14	96.86	98.21
<b>总资产</b>	<b>759.75</b>	<b>894.73</b>	<b>1,134.16</b>	<b>1,543.60</b>
预收款项	108.62	140.33	188.71	344.49
<b>总债务</b>	<b>269.73</b>	<b>342.80</b>	<b>410.85</b>	<b>613.17</b>
短期债务/长期债务	4.47	3.71	1.94	3.82
<b>总负债</b>	<b>499.98</b>	<b>619.81</b>	<b>785.53</b>	<b>1,198.44</b>

其他权益工具	112.93	113.53	105.59	95.89
未分配利润	70.37	80.20	94.85	99.89
少数股东权益	24.70	27.18	86.72	87.77
<b>所有者权益</b>	<b>259.77</b>	<b>274.92</b>	<b>348.63</b>	<b>345.16</b>
资产负债率	65.81	69.27	69.26	77.64
总资本化比率	50.94	55.49	54.10	63.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从资产周转率指标来看，近年来公司流动资产周转速度呈波动态势。2019年，受公司贸易规模进一步扩大以及土储面积增加的影响，当期应收账款和存货周转速度同比下降；2020年公司应收账款和存货周转率均较年初有所上升。2021年一季度，受贸易业务季节性因素等原因的影响，公司应收账款和存货周转率有所下降。

**表 10：近年来公司流动资产周转率情况(X)**

	2018	2019	2020	2021.3
存货周转率	6.58	6.01	7.68	5.85*
应收账款周转率	59.75	58.50	83.68	64.42*
流动资产周转率	3.36	3.26	4.27	3.22*

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司 EBITDA 对总债务的覆盖能力有所下降，但对利息支出的覆盖能力有所上升；经营活动净现金流尚无法对债务本息形成有效覆盖

2019年以来，受房地产板块拿地规模上升等因素的影响，公司经营活动现金呈净流出态势；但2020年，由于房地产业务预收售房款规模上升，经营活动净现金流流出规模收窄。受公司支付项目收购款和股权收购款的影响，2018~2019年公司投资活动净现金流为净流出，但2020年公司投资活动净现金流回正。由于公司业务规模扩大、资金需求上升以及吸收少数股东投资收到的现金增加，2019年以来筹资活动现金呈净流入态势且呈增长态势。2021年1~3月，受供应链业务预付款项及库存商品快速增长以及房地产项目支出增加上升的影响，公司经营活动净现金流大幅净流出。

偿债指标方面，公司 EBITDA 波动上升，由于债务规模增长较快，近年来 EBITDA 对总债务的覆



盖能力有所下降，但对利息支出的覆盖能力有所上升。2019年以来，公司经营活动净现金流无法对债务本息形成有效覆盖。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	43.08	-35.78	-16.85	-150.17
投资活动净现金流	-25.48	-10.72	6.75	-59.66
筹资活动净现金流	-12.84	35.97	77.62	184.64
经营活动净现金流/总债务	0.16	-0.10	-0.04	-0.98*
经营活动净现金流/利息支出	3.11	-2.77	-1.26	--
总债务/EBITDA	5.52	7.19	8.18	--
EBITDA 利息保障倍数	3.53	3.69	3.75	--

注：带\*指标已经年化处理；因缺乏相关数据，部分指标无法计算。  
 资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**充足的外部授信和畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；公司受限资产规模较小，未决诉讼金额可控；中诚信国际将对公司对外担保引起的代偿风险保持关注**

或有负债方面，目前公司及其子公司仍有多起未决诉讼，主要集中在金融服务业务。截至 2020 年末，公司重大诉讼案件的涉案金额合计逾 4.47 亿元，公司计提了相关坏账准备 3.29 亿元，中诚信国际将对案件后续进展情况保持关注。

**表 12：截至 2020 年末公司及子公司涉及的重大诉讼案件**

涉案主体	诉讼对方	对公司财务数据的影响	案件进展
深圳金海峡商业保理有限公司（以下简称“金海峡保理”）【原告】	深圳市爱尔贝特科技有限公司、深圳市保千里电子有限公司及江苏保千里视像科技集团股份有限公司	按预计损失的可能性计提保理损失准备 5,000.00 万元	截至 2020 年 12 月 31 日，涉案款项未能收回，金海峡保理以预期信用损失为基础确认损失准备 5,000.00 万元
厦门金海峡投资有限公司【原告】	东方金钰股份有限公司	按预计损失的可能性计提坏账损失准备 9,500.00 万元	2019 年 3 月 29 日，一审判决东方金钰等债务人想金海峡投资偿还借款本金 1 亿元及利息等
深圳金海峡融资租赁有限公司（以下简称	四川宽大建设工程有限公司	根据预计损失的可能性，计提坏账准备	一审判决金海峡租赁胜诉，目前案件在强

<sup>11</sup>被担保人提供反担保。

<sup>12</sup>远洋控股集团（中国）有限公司作为控股股东对债务人厦门东悦地产有限公司（系公司联营企业厦门国运同丰置业有限公司的孙公司）全额借款 4.50 亿元提供流动

“金海峡租赁”）【原告】

1,714.15 万元

制执行中；  
 2020 年 12 月 25 日，成都市中级人民法院已受理成都天翔破产重整申请，金海峡租赁公司已提交破产债权申报材料，目前还在重整阶段

厦门国贸集团股份有限公司【原告】

中石化化工销售有限公司、中国金山联合贸易有限责任公司、上海国际商务有限公司

根据预计损失的可能性计提坏账准备 4,169.92 万元

因合同纠纷，公司与 2019 年 7 月向厦门市中级人民法院提起民事诉讼，要求上海化销偿还 10,424.80 万元并支付利息，要求中国金山、上海商务承担连带清偿责任，厦门市中级人民法院已受理该案件

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保规模为 146.85 亿元，包括国贸地产为商品房承购人房地产抵押贷款提供的阶段性连带责任担保合计 117.70 亿元、金海峡担保为客户提供的抵押担保<sup>11</sup>合计 28.98 亿元以及公司为远洋控股集团（中国）有限公司提供的反担保 0.17 亿元<sup>12</sup>，对外担保金额合计占公司总资产的比例为 9.51%，中诚信国际将对公司对外担保的代偿风险保持关注。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产以存货为主，受限资产账面价值为 285.26 亿元，占总资产的比例为 18.48%；其中，受限货币资金规模为 45.29 亿元，主要为保证金、商品房预售监管受限资金和协定存款等。

授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司从各银行获得综合授信总额为 1,406.17 亿元，尚未使用余额 553.44 亿元。另外，公司作为上市公司，拥有直

性支持，鉴于公司合计持有厦门东悦地产有限公司 50% 股权，公司按实际持股比例为远洋控股集团（中国）有限公司提供不超过 2.25 亿元的流动性支持作为反担保。

接股权融资渠道。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 4 月 23 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**厦门较好的区位优势对公司主营业务发展构成有力支撑；所持有的优质金融股权为公司流动性带来了极大的支持**

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。近年来，厦门市产业结构不断优化，加上固定资产投资增长较快，经济发展形势良好，且外贸竞争力位居全国前列；同时，厦门自贸片区是福建自贸试验区最大的片区，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。中诚信国际认为，厦门作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件；同时稀缺的土地资源以及良好的经济环境也为公司在厦门房地产业务的开展奠定了基础。

公司是厦门国资委下属企业，自成立以来，在供应链、房地产及金融服务板块发展得到较大的支持。股东支持方面，国贸控股向公司提供了 20 亿元的股东借款授信额度，以补充公司的短期业务资金需求。此外，公司持有较大规模的交易性金融资产和长期股权投资，截至 2020 年末公司持有的世纪证券和兴业信托的股权账面价值分别为 36.82 亿元和 16.08 亿元。优质金融股权或将为公司带来较好的投资收益，同时也可为公司补充一定的流动性。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定厦门国贸集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。



## 中诚信国际关于厦门国贸集团股份有限公司 的跟踪评级安排

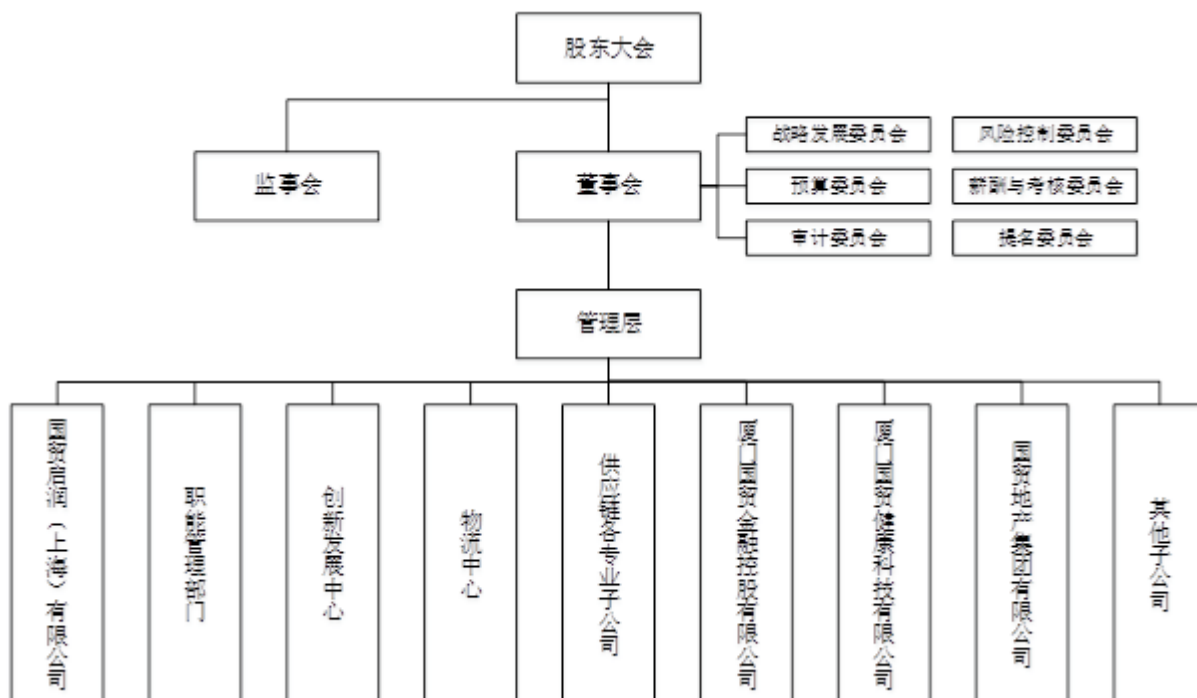
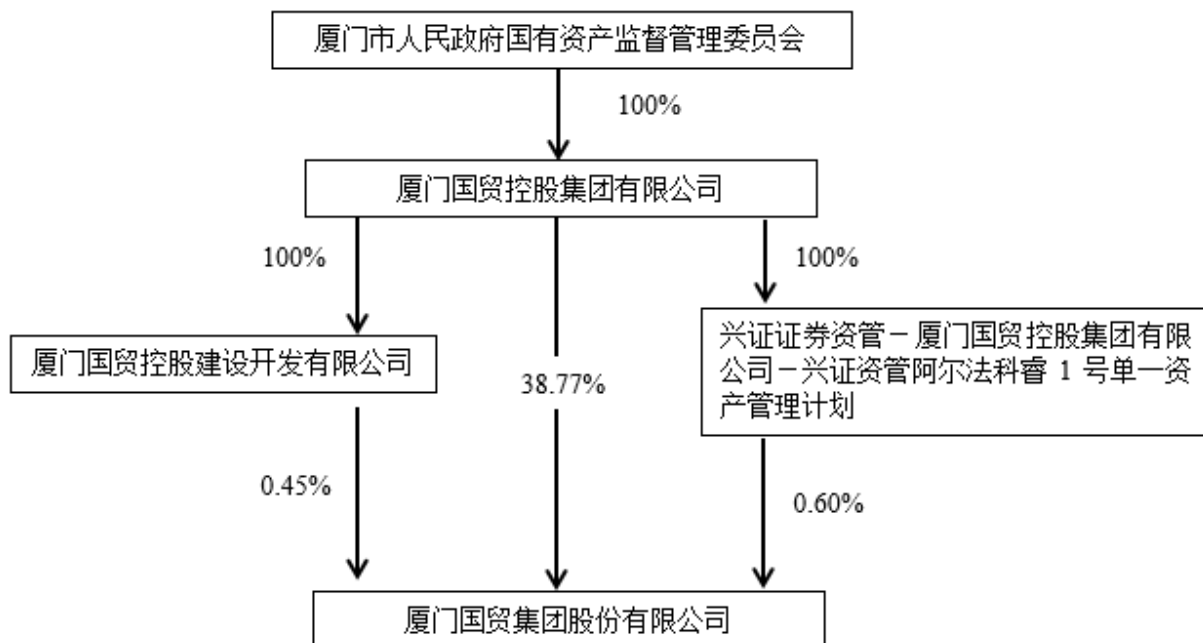
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在厦门国贸集团股份有限公司的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021年08月11日

## 附一：厦门国贸集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：2021 年 7 月，公司已将所持有的 100% 国贸地产股权出售至控股股东国贸控股，国贸地产不再纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供

## 附二：厦门国贸集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	542,796.95	670,176.06	1,243,833.94	1,216,221.63
应收账款净额	373,900.83	371,542.57	467,579.45	660,731.61
其他应收款	498,122.29	415,365.66	333,086.09	424,843.41
存货净额	3,067,387.56	3,970,553.89	4,995,854.77	7,166,319.41
长期投资	457,404.91	961,917.14	1,148,122.84	1,202,455.67
固定资产	204,878.38	221,430.58	260,200.31	278,483.36
在建工程	2,444.57	1,792.57	1,168.24	1,589.12
无形资产	13,621.96	12,688.71	14,055.42	13,834.35
总资产	7,597,472.15	8,947,280.19	11,341,587.41	15,435,984.15
其他应付款	442,002.45	314,508.73	451,439.59	593,510.45
短期债务	2,204,511.79	2,700,097.75	2,712,573.90	4,858,857.17
长期债务	492,809.11	727,911.69	1,395,946.92	1,272,803.08
总债务	2,697,320.90	3,428,009.45	4,108,520.83	6,131,660.26
净债务	2,154,523.95	2,757,833.39	2,864,686.89	4,915,438.62
总负债	4,999,821.20	6,198,092.77	7,855,325.71	11,984,358.89
费用化利息支出	132,304.13	116,272.20	105,850.74	--
资本化利息支出	6,247.52	13,147.26	28,319.33	--
所有者权益合计	2,597,650.96	2,749,187.42	3,486,261.71	3,451,625.26
营业总收入	20,659,787.95	21,804,693.63	35,108,894.59	9,086,177.40
经营性业务利润	269,829.09	257,330.58	301,389.43	102,039.30
投资收益	168,708.55	34,822.58	66,623.27	12,649.17
净利润	246,697.93	245,707.24	290,691.41	69,553.86
EBIT	466,101.36	453,529.18	478,212.85	--
EBITDA	488,458.93	477,042.65	502,566.37	--
经营活动产生现金净流量	430,843.11	-357,845.14	-168,467.63	-1,501,689.20
投资活动产生现金净流量	-254,846.54	-107,241.30	67,500.56	-596,617.59
筹资活动产生现金净流量	-128,435.30	359,709.03	776,245.97	1,846,391.04
资本支出	69,926.37	31,352.45	69,166.22	1,791.49
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	3.43	3.05	1.92	2.14
期间费用率(%)	1.73	1.51	0.90	0.98
EBITDA 利润率(%)	2.36	2.19	1.43	--
总资产收益率(%)	6.18	5.48	4.76	--
净资产收益率(%)	9.08	9.19	9.32	8.02*
流动比率(X)	1.38	1.33	1.48	1.27
速动比率(X)	0.69	0.60	0.70	0.59
存货周转率(X)	6.58	6.01	7.68	5.85*
应收账款周转率(X)	59.75	58.50	83.68	64.42*
资产负债率(%)	65.81	69.27	69.26	77.64
总资本化比率(%)	50.94	55.49	54.10	63.98
短期债务/总债务(%)	81.73	78.77	66.02	79.24
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	-0.10	-0.04	-0.98*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.20	-0.13	-0.06	-1.24*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.11	-2.77	-1.26	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.46	-18.55	-10.04	--
总债务/EBITDA(X)	5.52	7.19	8.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.18	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.53	3.69	3.75	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.36	3.50	3.56	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理；4、因缺乏相关数据，2021年1~3月部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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/交易性金融负债+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+租赁负债+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
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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-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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。