



# 厦门国贸集团股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第二期） 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：CCXI-20260274D-01

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2026 年 1 月 28 日

发行人	厦门国贸集团股份有限公司	
债项及评级结果	厦门国贸集团股份有限公司 2026 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第二期）	AAA
发行要素	<p>本期债券发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元），基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期。在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类型债务。募集资金拟全部用于偿还公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金。</p>	
评级观点	<p>中诚信国际肯定了厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”或“公司”）股东支持力度大、供应链业务规模优势突出且市场竞争力强和畅通融资渠道等对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到市场需求下降以及大宗商品价格低位运行使得公司盈利能力进一步下降和减值损失规模较大对利润侵蚀严重等因素对公司经营和整体信用状况的影响。</p>	
正 面		
<div><div></div><div>作为控股股东供应链服务板块最重要的经营实体，可获得很强的外部支持</div></div> <div><div></div><div>公司供应链管理业务规模优势突出，贸易品种丰富，具备很强的市场竞争力</div></div> <div><div></div><div>公司直接及间接融资渠道畅通，且持有较大规模的金融股权资产和投资性房地产，流动性充足</div></div>		
关 注		
<div><div></div><div>市场需求下降以及大宗商品价格低位运行等因素使得盈利能力进一步下降</div></div> <div><div></div><div>部分客户账期拉长甚至出现经营问题，叠加西牯岭矿山关停，减值损失规模较大对利润侵蚀严重</div></div>		

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn  
项目组成员：郝晓敏 xmhao@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 主体财务概况

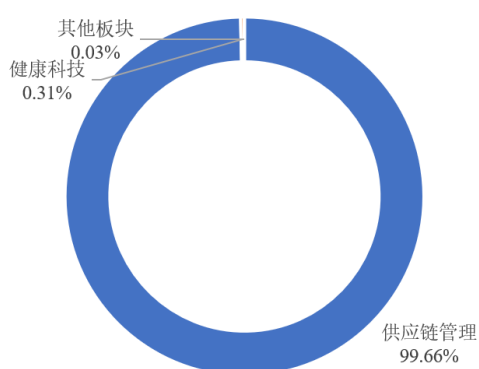
厦门国贸（合并口径）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
总资产（亿元）	1,129.82	1,131.27	996.96	1,263.92
所有者权益合计（亿元）	380.79	386.24	382.37	362.73
总负债（亿元）	749.03	745.03	614.59	901.20
总债务（亿元）	481.56	561.68	535.76	741.03
营业总收入（亿元）	5,219.45	4,682.47	3,544.40	2,403.52
净利润（亿元）	45.24	20.51	2.07	4.50
EBIT（亿元）	67.02	32.40	17.13	--
EBITDA（亿元）	70.97	37.82	24.22	--
经营活动净现金流（亿元）	3.66	32.06	-9.31	17.74
营业毛利率(%)	1.82	1.37	1.50	1.47
总资产收益率(%)	6.36	2.87	1.61	--
EBIT 利润率(%)	1.28	0.69	0.48	--
资产负债率(%)	66.30	65.86	61.65	71.30
总资本化比率(%)	63.21	67.43	67.79	75.94
总债务/EBITDA(X)	6.79	14.85	22.12	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.29	2.18	1.38	--
FFO/总债务(X)	0.10	0.05	0.002	--

注：1、中诚信国际根据厦门国贸提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年前三季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的超短期融资券、其他权益工具和衍生金融工具。

## 发行人概况

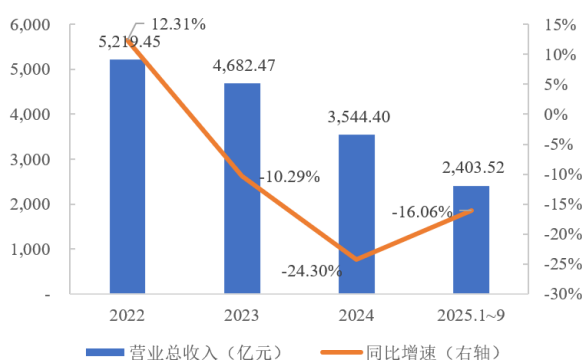
公司系经厦门市经济体制改革委员会厦体改（1993）006 号文批准，由原厦门经济特区国际贸易信托公司独家发起，于 1993 年 2 月 19 日以定向募集方式设立的股份有限公司；1996 年在上海证券交易所上市（股票简称：厦门国贸，股票代码：600755）。公司主要经营铁矿、钢材、煤炭、化工等大宗商品，以及与贸易相关的仓储设施、船舶航运、货柜堆场、业务网点等物流服务等。公司是股东厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”）供应链服务板块最重要的经营实体，对其收入利润贡献很高<sup>1</sup>，在业务发展过程中得到其在资源及资金等多方面的有力支持，2024 年公司实现营业收入 3,544.40 亿元。

图 1：2024 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2025 年 9 月末，公司股本为 21.38 亿元，国贸控股合计持有公司 39.29%股份<sup>2</sup>，为公司控股股东，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”）。

表 1：公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2024 年末		2024 年	
			总资产	净资产	主营收入	净利润
宝达投资（香港）有限公司	香港宝达	100.00%	81.38	20.27	458.57	0.72
国贸启润（上海）有限公司	上海启润	100.00%	21.20	7.62	97.59	0.16

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本期债券发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元），基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期。在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。募集资金拟全部用于偿还公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金。

含权发行条款：续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权。

<sup>1</sup> 2024 年，公司所实现营业收入在国贸控股营业收入中的占比为 74.38%，公司所实现净利润高于国贸控股净利润。

<sup>2</sup> 国贸控股直接持有公司 38.34%股份，通过全资子公司厦门国贸建设开发有限公司、兴证证券资管—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间接持有 0.95%股份。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

本期债券将计入公司权益，发行后或在一定程度上降低公司资产负债率。同时，公司畅通的融资渠道将为本期债券的偿付提供保障。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年中国经济在内外压力增大背景下顺利完成 5% 增长目标，经济总量迈上 140 万亿台阶，充分体现出经济增长的韧性以及宏观调控的前瞻性与有效性。展望 2026 年，中国经济仍面临新旧动能转换、内需疲弱等挑战，但也存在重大项目落地、科技创新突破、新兴国家工业化加速等机遇，支撑 2026 年经济延续回升向好。

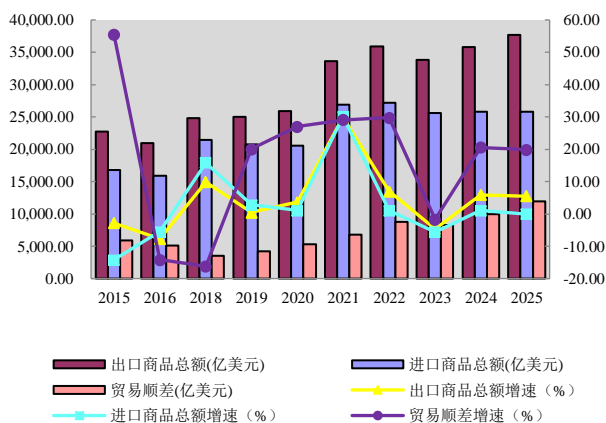
详见《于变局中开新局，寻求新均衡的 2026》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12348?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，2025 年我国进出口总额实现同比增长，贸易顺差持续创新高，净出口对全年经济增长以及国内制造业投资形成支撑。内贸方面，大宗商品价格波动对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

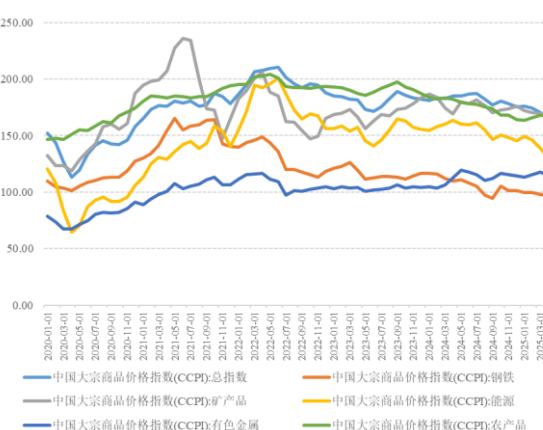
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2025 年，我国进出口总额实现 6.35 万亿美元，同比增长 3.2%；其中，货物对外出口总值 3.77 万亿美元，同比增长 5.5%；货物进口总值 2.58 万亿美元，同比持平；贸易顺差 1.19 万亿美元，同比增加 19.8%；净出口对全年经济增长以及国内制造业投资形成支撑。

图 3：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

图 4：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：iFinD，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。2023 年第四季度，受发行万亿国债、财政力度加大，以及基建等领域的资本投入对冲了地产需求的滑坡，下游黑色金属需求一定程度保持稳定等因素影响，黑色系价格涨幅明显。2024 年以来，钢铁、矿产品及能源化工等大宗商品价格波动下行。大宗商品价格大幅波动的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带



来了一定的挑战。

## 运营实力

中诚信国际认为，厦门国贸供应链业务具备很强的市场竞争力，规模和品种优势显著，供应链网络体系稳定，集成服务能力强，但 2024 年以来受市场需求减弱、大宗商品价格低位运行等因素影响面临一定经营压力，需关注相关风险。

*2024 年以来，公司供应链业务继续保持着很强的竞争优势，但受市场需求进一步弱化、部分经营商品品类价格下跌及公司主动调整业务结构等因素影响，供应链业务收入持续下降，面对复杂的外部发展环境，公司风险控制能力以及一体化项目延伸情况有待关注。*

公司是国内领先的供应链管理企业，主营贸易品种为金属及金属矿产、能源化工及农林牧渔等，2024 年以来，公司铁矿石、钢材、煤炭进口、乙二醇、PTA、纸浆/纸张等传统优势产品经营货量继续稳居行业第一梯队，贸易品种丰富且多个贸易品类具备突出的市场竞争优势，同时已与 170 多个国家和地区的 9 万余家产业链上下游企业建立稳定的合作关系，具备完善的供应链集成服务能力，具有很强的竞争优势。2024 年，金属制品、非金属矿产、油品、化纤等产品经营货量实现较好增长；但受市场需求进一步弱化、部分经营商品品类价格下跌及公司主动调整业务结构<sup>3</sup>等综合影响，公司金属及金属矿产、能源化工及农林牧渔品类营业收入及经营货量均出现不同幅度下滑，但主要品类期现毛利率有所改善。整体来看，2024 年公司供应链业务实现收入 3,532.19 亿元，同比下降 24.09%；实现海外营业收入 658.57 亿元，进出口总额 144.18 亿美元；“一带一路”沿线贸易规模约 900 亿元；与 RCEP 国家贸易规模约 800 亿元，同比均有所下降。2025 年 1~9 月，大宗贸易产品所处市场持续低迷，公司供应链业务实现收入 2,394.82 亿元，同比下滑 16.10%，规模进一步收缩。

表 2：2024 年公司主要贸易品类经营情况（亿元、万吨、%）

品类	营业收入		经营货量		期现毛利率	
	金额	同比增幅	货量	同比增幅	毛利率	同比增速
金属及金属矿产	1,706.76	-27.12	8,305.35	-21.88	1.74	提升 0.38 个百分点
能源化工	950.92	-27.65	4,173.60	-34.29	1.57	提升 0.22 个百分点
农林牧渔	822.84	-12.58	2,270.54	-5.97	1.96	提升 0.78 个百分点

注：金属及金属矿产贸易核心品种为钢材、铁矿石和铜，能源化工贸易核心品种为进口动力煤，化纤业务品种包括 PTA、MEG、涤纶短纤等，农林牧渔核心经营品种为纸产品、纺织原料和农产品；期现毛利率为结合期货套期保值损益后的综合毛利率。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

上下游渠道和集中度方面，凭借多年深耕行业所累积的经验，公司为产业链上下游 9 万余家合作伙伴聚合纵横与多维的资源，在上下游合作企业中具有良好行业知名度，已建立长期稳定的采购分销体系，渠道优势明显。2024 年以来，上游前五大供应商和下游前五大客户销售集中度仍偏低，单一客户最高交易金额占比均不超过 4%，不存在依赖单一供应商或单一客户的情况。

表 3：公司主要贸易品种上下游情况

品种	上游供应商	下游客户
钢材	河北钢铁集团燕山钢铁有限公司、福建三钢（集团）有限责任公司、河北新华联合冶金控股集团有限公司等大型钢厂	批发商、中间商、内地房地产公司及自身房地产项目的施工单位等

<sup>3</sup> 2024 年以来，厦门国贸主动减少低毛利率、效益不好的贸易品种，因此收入下降但毛利率有所提升。

铁矿石	主要从澳大利亚、巴西、印度、加拿大、乌克兰、俄罗斯等国家进口	与多家钢铁厂形成战略合作
铜	铜陵有色金属集团控股有限公司、金川集团股份有限公司、江西铜业股份有限公司、紫金铜业有限公司、云南铜业股份有限公司等	主要为大型贸易商及国资企业
煤炭	印尼、俄罗斯、澳大利亚、菲律宾和哥伦比亚等国矿山	各大电力集团、钢厂、焦化厂、水泥厂和纸厂等终端用户以及各大贸易商
纸品	山东晨鸣纸业集团股份有限公司、玖龙纸业（东莞）有限公司、东莞建晖纸业有限公司、山东华泰纸业股份有限公司、山东太阳纸业股份有限公司等	各大终端型客户和大型纸张分销商

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：2024 年及 2025 年 1~9 月公司供应链管理业务前五大及占比情况（亿元）

2024 年上游供应商	采购金额	占比	2024 年下游客户	销售金额	占比
第一名	115.78	3.37%	第一名	98.32	2.77%
第二名	76.68	2.23%	第二名	50.27	1.42%
第三名	59.67	1.74%	第三名	47.94	1.35%
第四名	52.67	1.53%	第四名	42.44	1.20%
第五名	39.67	1.16%	第五名	34.63	0.98%
合计	344.47	10.03%	合计	273.59	7.72%
2025 年 1~9 月上游供应商	采购金额	占比	2025 年 1~9 月下游客户	销售金额	占比
第一名	52.89	2.20%	第一名	72.57	3.02%
第二名	45.55	1.89%	第二名	29.39	1.22%
第三名	42.03	1.74%	第三名	23.32	0.97%
第四名	39.84	1.65%	第四名	22.01	0.92%
第五名	38.56	1.60%	第五名	21.95	0.91%
合计	218.88	9.08%	合计	169.25	7.04%

注：因四舍五入，部分合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游延伸方面，公司拥有“冶金、能化、纺织、有色、浆纸、农产、橡胶、新能源”八条成熟的产业链，为产业链上下游客户提供采购服务、分销服务、价格管理、物流服务、金融服务、市场研发、数智运营、产业升级等八种服务，针对产业客户需求提供专业化、定制化的解决方案，解决从原料端到销售端的问题。2024 年以来，公司继续从产业链中挖掘优质资源延伸布局，在国内通过成立合资公司或投资入股等方式<sup>4</sup>，增强产业运营能力；同时在海外定制国际化发展战略规划，不断完善国际布局，提升国际化业务综合竞争力<sup>5</sup>。中诚信国际认为，对外投资项目有利于增强与终端客户粘性，获取较稳定的采购渠道，但部分投资项目所需资金规模较大且部分制造企业前期信用水平较弱，公司信用风险管理难度或有所上升。中诚信国际将对公司一体化项目的拓展情况保持关注。

结算方面，公司与上游供应商主要采用信用证、T/T、承兑汇票、电汇等方式结算。对于出口业务，公司一般均要求采用信用证结算，但对于符合标准信用风险小的客户，获得相关权限批准后可采用后 T/T、D/A 或远期 D/P 等结算方式。对于进口和国内贸易，公司均要求下游客户缴存

<sup>4</sup> 2024 年，厦门国贸合资成立厦门旭阳国贸供应链有限公司，开拓焦煤、焦炭全产业链布局；合资成立湖北国贸新材料有限公司，拓展光伏铝型材加工业务；投资入股开曼铝业（三门峡）有限公司，通过股权换商权助力开拓电解铝、氧化铝等业务；落地山东日照国贸物流园项目，以“公铁水仓+智慧物流园”为核心、以港口为依托，开展黑色、有色及能化等大宗商品的综合物流服务。2025 年以来，公司参与成立华祥（江西）控股发展有限公司，合作运营 40 万吨差异化涤纶长丝工厂项目，推进纺织产业链深化产业运营。

<sup>5</sup> 2024 年，厦门国贸与澳大利亚永钢矿业集团签订合作协议及谅解备忘录，将在铁矿石资源包销、加工、港口物流及钢铁脱碳等领域展开合作；与中远海运港口阿布扎比场站有限公司签署战略合作协议，将在堆场、仓储、保税仓、进口通关、提货运输等环节开展合作；新设立越南、德国、南非等平台公司或办事处。2025 年以来，公司设立澳大利亚平台公司和国贸新能源日本办事处，煤炭业务新增与印尼煤矿合作并积极拓展印度市场，新能源业务开拓约旦等市场，在乌兹别克斯坦、越南、津巴布韦等国家新签约 23 个海外仓，海外业务布局不断拓展。



5%-20%的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。

风险管理方面，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，通过对贸易业务进行套期保值，公司能够锁定一定的利润空间。公司为确保控制货权均要求所采购的货物需储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。同时，公司还加强对租赁仓库的风险管控，主要通过派驻人员来规避货权流失风险。

物流服务方面，公司物流综合服务业务主要以全资子公司厦门国贸泰达物流有限公司（以下简称为“国贸泰达”）为平台。公司仓储配送业务是物流服务链的枢纽业务，截至 2025 年 9 月末，公司自管仓库面积约 137 万平方米，合作仓库超 2,000 个，覆盖国内沿海及内陆主要区域。公司自有大型远洋船舶 6 艘、自有运力 45.5 万吨，管理船舶 24 艘、管理运力 135.87 万吨，2025 年 1~9 月份海运运输量超 2,107.36 万吨；公司在印尼、西非等地投资关键物流核心资产，自有 30 万吨级超大型浮仓 1 艘，经营管理拖轮 15 艘、驳船 18 艘，配送能力稳定，国际物流服务能力仍保持较强水平。2025 年 1~9 月，国贸泰达完成了 20,012TEU 的集装箱陆路运输，同比增长 9.96%，运输里程为 139.44 万公里，运输区域集中在福建省。

中诚信国际认为，公司供应链业务拥有显著的渠道及规模优势，市场竞争力强。但在下游需求疲软及大宗商品价格低位波动等因素影响下，公司供应链业务收入进一步收缩，未来更关注提升贸易业务质量和盈利规模。考虑到外部环境压力持续加大，中诚信国际将持续关注公司供应链业务稳定性以及风险控制能力。

**健康科技业务对利润形成一定补充，但目前规模较小，对业绩影响有限。**

公司健康科技业务聚焦医疗器械供应链和上游产品的生产研发，协同养老服务、健康医疗大数据、健康服务等支撑产业，打造大健康产业生态系统。作为厦门市政府唯一授权的健康医疗大数据运营单位，2024 年，公司旗下微创外科手术整体解决方案提供商派尔特医疗专注研发投入与产品“出海”，销售渠道拓展至韩国、巴西、土耳其等市场，并新增国内及阿根廷、俄罗斯、加拿大、葡萄牙、墨西哥等国的多个产品注册证，海内外销售渠道进一步完善。医疗器械供应链业务在北京和内蒙古设立 SPD 公司，已初步构建起覆盖国内重点城市的 SPD 业务网络，并中标国内多地医院医用项目；子公司厦门健康医疗大数据有限公司通过福建大数据交易所完成省内首单场内健康医疗数据产品交易，与厦门市健康医疗大数据中心签署数据运营合作协议，完成开发妇幼居家健康服务平台，签订惠厦保合作；养老服务板块设立合资公司拓展照料中心多元服务项目。2025 年以来，公司继续重点布局微创外科领域，构建研发、生产、销售三位一体业务体系，2024 年及 2025 年 1~9 月该业务分别实现营业收入 11.03 亿元及 8.34 亿元，同比增长 49.61%及 2.33%，业务规模不断扩大，对利润形成一定补充。

## 财务风险

中诚信国际认为，2024 年以来厦门国贸主动缩减供应链管理业务，部分客户账期拉长甚至出现经营问题，叠加西牯岭矿山关停，汇兑损失及减值损失对利润形成较大侵蚀，盈利能力进一步下降，未来需持续关注外部环境以及减值损失对公司盈利水平的影响。2025 年 9 月末债务规模季节性增加，但多元的融资渠道亦有助

于公司实现资金平衡并提供了有力的偿债支持。

2024 年以来，公司主动缩减供应链管理业务，部分客户账期拉长甚至出现经营问题，叠加西牯岭矿山关停，汇兑损失及减值损失对利润形成较大侵蚀，盈利能力同比均进一步下降；2025 年 9 月末，受贸易季节性因素、利润分配等影响，财务杠杆明显提升。整体来看，未来需持续关注外部环境以及减值损失对公司盈利水平的影响。

2024 年末，公司资产规模同比有所下降，结构上仍以流动资产为主。具体来看，公司偿还银行借款令 2024 年末货币资金规模同比减少；由于市场环境影响，部分客户账期拉长，年末以赊销业务结算款为主的应收账款同比有所提升；但公司业务规模缩减令以商品采购款为主的预付款项及存货规模均明显下降。从流动资产周转速度来看，2024 年以来，公司应收账款周转率同比下降，但仍保持在较快水平；存货周转率亦有所下降。非流动资产方面，2024 年末，受西牯岭矿山提前关停影响，尚未支付的采矿权出让金无需支付冲减部分采矿权，公司无形资产明显下降。负债方面，合同负债随业务规模同比下降；带动总负债规模亦有所下降。权益方面，分红<sup>6</sup>令未分配利润规模有所下降，进而带动所有者权益规模小幅降低。公司资产负债率同比有所下降，但新增永续债规模令总资本化比率水平较年初小幅上升。2025 年 9 月末，结构性存款大幅增加叠加贸易行业季节性因素影响，资产、负债规模均较年初有所上升，所有者权益规模受利润分配等影响有所下降，财务杠杆明显提升。

2024 年，由于市场需求进一步弱化、部分经营商品品类价格下跌及公司主动调整业务结构，供应链管理业务规模收缩令营业总收入同比大幅下降，毛利润亦同比下行；同时，汇兑损失导致财务费用增加，公司经营性业务利润同比大幅减少。同期，期货合约等衍生金融工具产生的投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益增加令公司投资收益同比明显增加，但公司计提了较大规模的减值损失<sup>7</sup>，对利润形成较大侵蚀；上述因素综合影响下，2024 年公司利润总额较上年下降 82.20%，盈利水平明显弱化。2025 年 1~9 月，公司营业总收入规模进一步收缩，以存货跌价损失为主的资产减值损失仍对利润造成侵蚀，当期实现利润总额 7.04 亿元，同比下降 8.69%，未来需持续关注外部环境以及减值损失对公司盈利水平的影响。

2024 年，因供应链管理业务销售商品预收款和销售回款同比减少，经营活动现金转为净流出态势；上下游延伸的项目建设持续推进，使得当期投资活动现金流保持净流出态势；当期公司加大银行借款偿还力度，故筹资活动现金净流出规模增加。2025 年 1~9 月，由于季节性回款增加，经营活动现金呈净流入态势且同比小幅增加；同期，公司结构性存款增加带动投资活动现金及筹资活动现金分别为大幅净流出和净流入态势。

表 5：近年来公司主要财务指标（亿元）

指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
营业总收入	5,219.45	4,682.47	3,544.40	2,403.52
营业毛利率(%)	1.82	1.37	1.50	1.47

<sup>6</sup> 2022~2024 年，公司现金分红金额分别为 14.44 亿元、11.02 亿元和 7.15 亿元。

<sup>7</sup> 2024 年，公司信用减值损失主要为应收账款坏账损失 4.67 亿元，资产减值损失主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失 16.80 亿元、西牯岭矿山提前关闭事项导致的在建工程、无形资产等减值损失合计 4.48 亿元。因生态环境保护和公共利益需要，庐山市人民政府决定在《采矿许可证》有效期届满前关闭西牯岭矿山，由庐山市西牯岭新材料有限公司（以下简称“西牯岭公司”）与九江市自然资源局签订《关闭工作协同推进框架协议》、与庐山市人民政府签订《关闭补偿协议》，该事项减少公司 2024 年度归属于母公司所有者的净利润 3.97 亿元。

经营性业务利润	57.53	25.48	5.91	6.49
资产减值损失	-11.68	-13.20	-21.07	-8.58
投资收益	17.81	6.93	22.21	9.43
利润总额	56.89	25.51	4.54	7.04
EBIT	67.02	32.40	17.13	--
EBIT 利润率(%)	1.28	0.69	0.48	--
货币资金	178.65	143.36	84.79	92.29
交易性金融资产	30.56	16.39	34.10	103.56
应收账款	91.40	99.87	124.82	136.53
预付款项	216.41	215.45	141.06	235.88
存货	292.66	316.08	256.48	297.53
无形资产	3.03	44.84	33.98	3.86
<b>总资产</b>	<b>1,129.82</b>	<b>1,131.27</b>	<b>996.96</b>	<b>1,263.92</b>
应付账款	76.88	82.47	60.74	69.47
合同负债	145.34	145.81	87.98	153.03
<b>总负债</b>	<b>749.03</b>	<b>745.03</b>	<b>614.59</b>	<b>901.20</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>380.79</b>	<b>386.24</b>	<b>382.37</b>	<b>362.73</b>
资产负债率(%)	66.30	65.86	61.65	71.30
总资本化比率(%)	63.21	67.43	67.79	75.94
应收账款周转率(X)	71.04	48.96	31.55	24.52*
存货周转率(X)	16.91	15.17	12.19	11.40*
经营活动净现金流	3.66	32.06	-9.31	17.74
投资活动净现金流	-10.47	-12.57	-16.83	-80.12
筹资活动净现金流	69.95	-21.16	-28.90	63.67

注：2025 年 7 月，西牯岭矿山项目完全退出，同时收到庐山市政府退款 14.26 亿元（直接冲减抵押贷款），因此 2025 年 9 月末公司无形资产规模大幅下降。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**盈利下行令相关偿债指标同比弱化，2025 年 9 月末，债务规模季节性增加，但多元的融资渠道亦有助于公司实现资金平衡并提供了有力的偿债支持。**

2024 年末，公司加大偿还银行贷款的力度，债务规模有所降低，但 2025 年 9 月末受贸易行业季节性因素影响有所回升，且债务结构有待优化。偿债能力方面，2024 年末公司盈利及获现水平下行，EBITDA 及经营获现对债务本息的保障能力有所弱化。但考虑到公司银企关系良好，债务融资工具发行畅通，且公司为 A 股上市公司，拥有股权融资渠道，多元畅通的融资渠道为公司的偿债能力提供了良好支撑。截至 2025 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 1,992.03 亿元，未使用的授信额度为 1,292.35 亿元，具备很强的财务弹性。资金管理方面，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。

**表 6：近年来公司偿债指标情况（亿元）**

指标	2022	2023	2024	2025.9
总债务	481.56	561.68	535.76	741.03
短期债务/总债务(%)	76.31	70.23	65.25	77.60
经调整的经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	0.03	-0.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.22	1.85	-0.53	--
总债务/EBITDA(X)	6.79	14.85	22.12	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.29	2.18	1.38	--
FFO/总债务(X)	0.10	0.05	0.002	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本期债券设置了赎回选择权、递延支付利息选择权、续期选择权条款，基于上述对受评主体偿债能力的分析，假设在本期债券所设特殊条款极端不利情况下，本期债券可能面临公司无限次递延

利息支付、行使赎回权以及行使续期选择权的风险。

## 其他事项

公司受限资产以无形资产、货币资金、交易性金融资产及存货为主，截至 2025 年 9 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 56.28 亿元，占总资产的比重为 4.45%；其中，受限的货币资金为 11.52 亿元，主要包括用于开具银行承兑汇票保证金、投标保证金等各类保证金存款。

截至 2025 年 9 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022 年~2025 年 12 月末，公司所有借款均到期还本、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。

## 假设与预测<sup>8</sup>

### 假设

——2025 年，预计厦门国贸贸易业务规模保持收缩态势，盈利水平同比基本持平。

——2025 年，厦门国贸将继续保持一定规模的投资支出。

——2025 年，厦门国贸债务规模将继续增长。

### 预测

表 7：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率（%）	67.43	67.79	67.80~72.53
总债务/EBITDA（X）	14.85	22.12	15.21~16.81

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司具备良好的流动性，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。**

公司未使用授信充足，作为 A 股上市公司拥有股权投资渠道，同时债务融资工具发行顺畅，具备良好的流动性。公司资金流出主要用于供应链管理业务开展、产业延伸投资及物流资产投资和债务的还本付息，其中债务主要由银行贷款和公开发行债券等构成，期限以短期债务为主，同时未来仍有一定投资支出。考虑到公司融资渠道畅通且持有变现价值相对较高的厦门农村商业银行股份有限公司、世纪证券有限责任公司、兴业国际信托有限公司等金融企业的股权，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

<sup>8</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。



## ESG 分析<sup>9</sup>

中诚信国际认为，公司积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司供应链管理等业务板块坚持走生态优先、绿色低碳的发展道路，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性尚可；2024 年以来，未发生一般事故以上的安全事故。2024 年 6 月，公司下属子公司发生一起因环境问题收到行政处罚的案件，但影响较小<sup>10</sup>。公司治理方面，公司治理结构较优，内控制度完善。战略方面，根据最新五年战略发展规划（2021~2025 年），公司业务聚焦供应链管理核心主业，积极拓展健康科技新兴业务。通过推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，稳居供应链行业第一梯队，链通产业，共创价值。

## 特殊调整

公司持有较大规模的金融股权资产，可带来一定的投资收益，有助于提高整体流动性，对公司信用等级有提升作用。

## 外部支持

公司是国贸控股供应链服务板块最重要的经营实体，国贸控股对公司的支持能力和支持意愿很强。

国贸控股业务布局于供应链管理、城市运营及开发、消费与健康、金融与科技及先进制造五大板块，厦门市国资委对国贸控股的定位为现代化、国际化、综合性的国有资本投资集团，区域地位重要。公司是国贸控股供应链服务板块最重要的经营实体，对股东的收入利润贡献很高，国贸控股在公司业务发展过程中给予资源及资金等多方面的支持。

## 评级结论

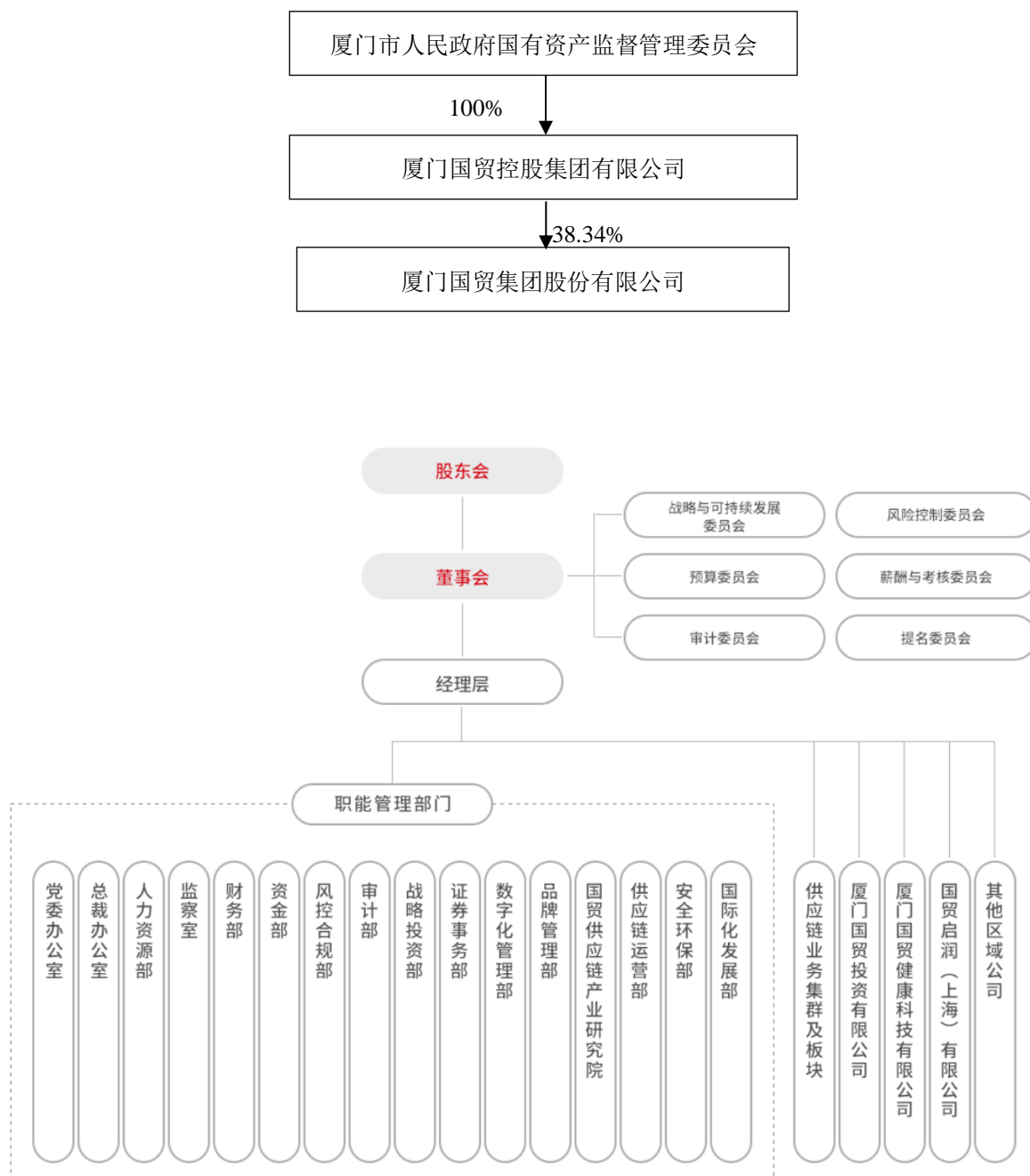
综上所述，中诚信国际评定“厦门国贸集团股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”的信用等级为 **AAA**。

<sup>9</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

<sup>10</sup> 公司下属子公司庐山市西牯岭因未按照环评和批复要求建设配套的淋溶水生态环境保护设施，违反了“建设项目需要配套建设的环境保护设施，必须与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用”的规定，于 2024 年 6 月被九江市生态环境局罚款 25 万元。



## 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 2025 年 9 月末）



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）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
货币资金	1,786,499.00	1,433,635.25	847,940.02	922,860.18
应收账款	914,005.30	998,659.20	1,248,210.50	1,365,314.85
其他应收款	274,593.83	424,750.78	372,355.23	386,925.19
存货	2,926,591.59	3,160,803.33	2,564,751.06	2,975,286.80
长期投资	949,712.28	1,081,346.81	1,129,519.36	1,120,209.27
固定资产	447,395.46	498,821.87	582,137.02	556,910.59
在建工程	55,296.32	41,924.31	28,485.11	25,993.79
无形资产	30,269.07	448,401.97	339,836.75	38,633.24
资产总计	11,298,232.82	11,312,679.94	9,969,623.38	12,639,228.82
其他应付款	169,289.18	285,733.06	268,633.63	259,373.49
短期债务	3,674,931.34	3,944,587.64	3,495,568.41	5,750,532.51
长期债务	1,140,664.20	1,672,178.45	1,862,030.58	1,659,732.35
总债务	4,815,595.54	5,616,766.09	5,357,598.99	7,410,264.86
净债务	3,432,277.54	4,263,035.54	4,553,015.80	6,602,606.33
负债合计	7,490,339.03	7,450,288.29	6,145,874.41	9,011,963.58
所有者权益合计	3,807,893.79	3,862,391.66	3,823,748.96	3,627,265.24
利息支出	165,438.98	173,190.36	175,214.54	--
营业总收入	52,194,496.49	46,824,687.90	35,443,960.97	24,035,243.90
经营性业务利润	575,340.26	254,815.57	59,140.84	64,879.61
投资收益	178,114.94	69,328.55	222,102.49	94,281.75
净利润	452,395.81	205,111.97	20,723.28	45,029.58
EBIT	670,167.55	323,975.06	171,329.42	--
EBITDA	709,727.44	378,168.13	242,156.92	--
经营活动产生的现金流量净额	36,594.26	320,557.02	-93,146.11	177,398.51
投资活动产生的现金流量净额	-104,713.56	-125,693.45	-168,259.25	-801,202.77
筹资活动产生的现金流量净额	699,541.60	-211,630.21	-288,972.70	636,729.95

财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
营业毛利率（%）	1.82	1.37	1.50	1.47
期间费用率（%）	0.72	0.84	1.36	1.23
EBIT 利润率（%）	1.28	0.69	0.48	--
总资产收益率（%）	6.36	2.87	1.61	--
流动比率（X）	1.28	1.27	1.33	1.17
速动比率（X）	0.88	0.81	0.87	0.82
存货周转率（X）	16.91	15.17	12.19	11.40*
应收账款周转率（X）	71.04	48.96	31.55	24.52*
资产负债率（%）	66.30	65.86	61.65	71.30
总资本化比率（%）	63.21	67.43	67.79	75.94
短期债务/总债务（%）	76.31	70.23	65.25	77.60
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.03	0.03	-0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.04	0.04	-0.08	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	0.22	1.85	-0.53	--
总债务/EBITDA（X）	6.79	14.85	22.12	--
EBITDA/短期债务（X）	0.19	0.10	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.29	2.18	1.38	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.05	1.87	0.98	--
FFO/总债务（X）	0.10	0.05	0.002	--

注：1、2025 年三季度未经审计。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
		(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360
	现金周转天数	天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2023]65 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn