

2017 年贸易行业研究报告



2017 年贸易行业研究报告

报告编号:

时间: 2017 年 9 月 22 日

分析师: 刘嘉敏 郭察理

010-85679696
lianhe@lhratings.com

传真: 010-85679228

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

www.lhratings.com

报告概要

贸易行业属于商品流通领域,受商品经济规律影响及制约,与国内外宏观经济形势密切相关,在社会活动中占据重要地位。

近年来,中国宏观经济及固定资产投资增速明显放缓,主要下游行业景气度弱化,大宗商品价格持续低迷且波动剧烈;国际市场中,全球经济复苏乏力,随着人民币定价机制市场化改革的深入,人民币汇率波动显著增强,同时中国综合成本不断上升,传统外贸竞争优势逐步减弱。在此背景下,贸易行业经营环境恶化,风险事件不断暴露,诉讼事项明显增多,坏账计提力度加大进一步侵蚀企业利润,企业效益普遍下滑,加速中小型贸易企业及高风险贸易模式退出。贸易行业逐步从赚取购销差价向资源整合,提供物流、信息等综合服务商转变,并积极向多元化发展模式布局。

2016 年以来,受去产能政策实施及主要商品阶段性供需错配等影响,大宗商品价格有所复苏,但供需结构仍不足以支撑商品价格持续上涨;另一方面,英国脱欧、特朗普新政等世界不确定性因素增多,汇率定价机制改革导致人民币贬值压力增大,虽 2017 年以来受外部需求回升及美元指数下滑影响人民币汇率有所上升,但复苏基础并不稳固,国内外贸易仍面临较为复杂的市场环境。

长期来看,国家始终高度重视流通领域发展,随着贸易行业资源整合能力、风控质量不断提升及外贸政策的逐步出台,行业整体质量及贸易结构有望进一步优化。目前发债企业质量有所分化,信用等级较高企业多以多元化布局、区域竞争优势显著及国企央企背景为主;但仍存在历史遗留风险事件未处置完毕、主业盈利能力弱、对非经常性损益依赖高且债务结构不尽合理等现象。整体看,贸易行业发债企业偿债能力有所分化,未来不排除仍会发生信用风险事件,行业整体信用品质一般。

一、行业概况

1. 行业概述

贸易指在生产者和消费者之间实现商品交换的活动，属于商品流通环节，受商品经济规律的影响及制约，在社会活动中占据重要的地位。贸易一般可分为国内贸易及国际贸易，国内贸易指发生在国家地域范围之内的各种贸易活动、贸易关系的总和；国际贸易（又称对外贸易或进出口贸易）指一国（地区）同其他国家（地区）进行商品和劳务等交换的活动，又可分为进口贸易、出口贸易和转口贸易。

传统贸易主要由贸易商作为中间商，依托信息不对称、时间及空间差异、客户供应商资源和销售渠道，赚取购销差价。从贸易品种来看，国内贸易主要涉及钢材、煤炭、有色金属、化工等大宗生产资料的流通，与国内经济发展密切相关；进口产品主要为在资源禀赋、产品成本及生产技术等较国内具备明显优势的生产资料/商品，如矿产品、纸浆、医疗器械等；出口产品则主要集中在劳动密集型行业，如纺织服装及配件、机电产品、轻工产品等。由于贸易品种覆盖广泛，贸易行业上游供应商既涉及工厂、矿山、浆厂等生产制造行业，又包括大型贸易商、经销商等流通企业，下游客户既包括经销商、终端客户又包括中小型贸易商。

贸易通常涉及采购、运输、仓储、报关、保险、结算、贸易融资和销售等多个环节，业务交易环节复杂、交易工具种类繁多，因此商业银行、货代公司、仓储物流公司、保理公司等均为贸易活动主要参与者。随着全球贸易合作不断深化及信息化程度不断提高，传统贸易行业竞争日趋激烈，市场信息及资源渠道愈发透明，盈利空间逐步收缩，同时配套金融工具日益丰富，贸易行业已逐步从物资流通向融资贸易、供应链整合等衍生方向发展，盈利模式也从单纯的购销差价向资源整合、信息服务、资金融通等多种附加服务方式转变，风险表现形式日趋复杂。

2. 贸易业务基本模式

（1）大宗商品贸易模式

大宗商品主要指可进入流通领域、非零售环节、具有商品属性、用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品，一般处于最上游，被广泛作为工业基础原材料。大宗商品具有交易量巨大、同质化程度强、流通性强、价格波动受供需状况影响显著等特征，且可设计为期货、期权作为金融工具，更好的实现价格发现功能并规避价格波动风险。

传统大宗商品贸易模式主要分为自营和代理两类，代理模式主要由贸易商与委托人签署书面代理协议，代为采购或销售某种货物的业务，贸易商作为受托方不承担市场价格波动风险、商品质量风险和供应商信誉风险，仅收取一定的代理手续费，由委托人直接与供应商签订购销合同并开具增值税发票，贸易商仅代理费计入收入的业务，该模式下贸易商承担的风险较小，但是毛利率极低。

自营模式指贸易商从上游供应商采购货品后销售给下游客户，贸易商分别与供应商及客户签订采购合同及销售合同，并分别将采购成本及销售金额确认营业成本及营业收入，该模式对贸易商价格风险控制、库存周转效率、货权风险控制等能力要求较高，且一般为贸易企业收入主要来源。

自营模式下，贸易商通常利用信息不对称、时间空间差异及资源整合能力赚取购销差价，此外也可能包含附加收益，如上游供应商在满足贸易量基础上为贸易商提供的产品价格优惠、返点优惠及贸易商为客户提供信息咨询、物流、资金等服务收益（通常体现在差价）。

自营贸易通常分为采购环节及销售环节，采购环节中贸易商在了解供应商资质、信誉等情况后与之签订采购合同，通常贸易商为与大型供应商（一般为工厂）保持稳定的合作关系，会与上游供应商签订年度长期采购协议，大致锁定全年采购量并支付年度保证金，后根据实际情况分批采购，同时根据行情确定采购价格，完成年度约定采购量以外的部分，贸易商可根据协议获取返点优惠。结算方面，一般大型供应商地

位强势，付款条件苛刻，贸易商通常提前支付一定比例或全部货款，供应商会根据大宗商品行情适时放宽付款条件，付款方式主要包括直接电汇、国内信用证（即期信用证、远期信用证）、银行承兑汇票等；较直接电汇方式而言，国内远期信用证及银行承兑汇票均可通过支付给银行一定比例保证金后融出资金，以达到杠杆融资、减少资金占用、节约资金成本、加快资金周转的目的；但国内远期信用证对贸易商信用资质要求较高，且银行开具承兑汇票为贸易商提供融资，通常要求贸易商提供货权质押担保，部分强势的供应商通常会将银行承兑汇票贴现费用叠加在货品价格上由贸易商承担。

销售环节中，通常大型贸易商通过获取上游供应商在某一区域的独家经销资格提升市场竞争力，但经销资格每年会依据完成贸易量考核，可持续性存在不确定性。结算方式来看，销售渠道布局能力较强且以终端客户为主的贸易商，下游客户较分散，通常与客户以现款现货的方式结算；以销定采业务通常由客户预付一定比例保证金，贸易商在货权交割前向客户收取剩余货款后放货；对于行业地位强势的下游客户（如电厂、大型饲料厂、国企背景建设单位），会根据客户资信或行业惯例适当给予赊销，形成一定应收账款，部分贸易商或参与保理融资。

仓储及运输环节，通常贸易商自有仓储运输能力无法满足自身需求，且涉及贸易商采用货权质押融资方式向供应商采购的环节，一般由供应商向银行指定的物流仓库发货，银行取得仓单并对货物进行监管，下游向银行支付货款/分批付款后，银行方下达出库指令并将提货单转移给贸易商。仓储及运输环节，易出现虚假提货单、仓储公司与第三方勾结导致货物丢失等现象发生，因此贸易活动中的货权控制应予以关注。

自营贸易定价方式，依据贸易品种及行情差异，通常分为一口价、期货定价、二次定价等模式，详见下表。

表 1 自营贸易定价方式

常见操作	具体模式
一口价	指根据商业谈判确定价格，在合同履行完毕前，即使期间价格上涨或下跌均不再变更；在行情上涨情况下，一口价可为贸易商提供更多利润；但行情下跌情况下，下游易发生弃货拒收的现象，目前多数品种的国内贸易采用一口价模式。

二次定价	指在货物抵达目的地（或抵达目的地一段时间后），贸易商与供应商根据当时市场价格按一定规则确定最终结算价格，多出现在部分化工产品的贸易业务。
期货定价	由通常指基差定价法（点价法），点价方在约定时间内点选价格+事前约定好的基差价格，实质为将绝对价格的波动风险转化为现期货相对价格的变化，目前铜铝等有色金属、石油及大豆等粮食作物普遍采用基差定价法。

资料来源：联合资信整理

传统自营贸易通常由贸易商从上游供应商采购货物后，自行拓展下游客户渠道进行销售；该模式下贸易商所承担的价格风险敞口最大，因此为控制价格风险、存货跌价风险、对手方信用风险，贸易商通常在采购、销售及仓储环节分别或同时采取相关操作转嫁/降低相关风险，并加快库存周转速度，提升经营效率。常见的操作如下表：

表 2 自营贸易常见风险控制操作

序号	常见操作	具体模式
1	保证金追加制度	对于代理采购或以销定采业务，客户一般提前预付一定比例保证金，货权交割时付尾款，期间由贸易商垫付采购款，因此价格下跌的情况下易发生客户弃货拒收的现象，为防范客户信誉风险，贸易商提前约定价格下跌一定比例时追加客户保证金，同时保留货权处置权利以降低损失。
2	对锁模式	指贸易商在向下游企业销售某产品的同时向上游供应商采购同等数量规格品种的同种产品，形成一买一卖的对应形式，通过与上下游同时定价的方式锁定利润空间，并加快货物流转，提高周转速度及资金使用效率。
3	背靠背模式	由贸易商分别于与客户及供应商签订背靠背合同，该模式下贸易商作为第三方不承担交易品种的价格波动风险，利润主要源于交易撮合、仓储物流费等配套服务费用，对于为下游提供账期融资的部分收取垫资收益。
4	二次定价(如化工产品)	采购协议签订后，供应商按预定价格将货物发出，在货物抵达目的地（或抵达目的地一段时间后），贸易商与供应商根据当时市场价格按一定规则确定最终结算价格，以规避运输期间价格波动风险，下游客户定价则依据采购价加成确定。
5	与上游合作代销	通常行情下跌时，贸易商为上游供应商代销/代理，按照暂定价支付 70-85% 采购，完成销售后与供应商结算剩余货款，贸易商可赚取代销佣金。
6	期货套期保值	贸易商通过在现货市场上买进或卖出一定数量现货商品的同时，在期货市场上卖出或买进与现货品种相同、数量相当但方向相反的期货合约规避价格风险。一般情况，贸易商依据风险敞口或存量存货进行锁定。

资料来源：联合资信整理

(2) 进出口贸易模式

进出口贸易通常包含进口环节和出口环节；均可分为自营业务及代理业务（即自营进口、自营出口、代理进口、代理出口）。由于进出口贸易属于跨境交易，较国内贸易而言，进出口贸易交收货周期长、交易环节复杂、贸易对手方互不信任，且易受汇率波动影响、贸易合作国家反倾销政策及外汇管制政策影响。基于上述风险特征，进出口贸易中较为常见的使用信用证作为结算方式，由进口地银行（开证行）及出口

地银行（通知行、议付行）作为贸易双方保证人，将商业信用转化为银行信用，为风险较低的进出口贸易结算方式。

自营进口（信用证结算）贸易环节如下：1）发货：由进口商与出口商签订贸易合同，合同确定后进口商向进口地银行提出开证申请，进口地银行向出口地银行开出信用证，出口地银行通知出口商后，由出口商进行备货、申请出口、开票、报验、托运、投保（获取出口许可证、商业发票、检验证书、提单及保险凭证等单据），并联系货代公司及船公司报关出运。2）结算：出口商将合同要求的各种单据提交出口地银行，由出口地银行审核单据后垫付货款（议付），并向进口地银行寄单索汇，进口地银行见到单据立即（或在规定时间内）向出口地银行付款，由进口商向进口地银行赎单。3）提货：进口商获得单据后，委托货代公司完成进口报关流程，并持单证向船公司提货配送至进口商指定仓储公司，仓储公司出具仓单作为提货凭证，最终进口商向货代公司付款买单，获取仓单。

自营出口（信用证结算）贸易环节同上述流程，贸易商作为出口商进行交易，通常出口商较多采用购买出口信保的方式以减少货物在运输期间损毁、丢失以及对手方拒收等一系列损失。

国际贸易结算方式主要为信用证（L/C）、托收及付汇。信用证为较为安全且普遍的结算方式，包括即期信用证及远期信用证，为银行信用。付汇和托收均为商业信用。托收指出口商货物装运后，开具汇票并委托出口地银行通过其在进口地的分行会代理行收取货款，包括付款交单（D/P）和承兑交单（D/A），其中付款交单指进口商付清汇票上的票款后，才能够取得相关的单据，又分为即期交单及远期交单；承兑交单指汇票经进口商承兑后获得单据，汇票到期日或到期日前付清货款。付汇指出口商将货物发运后，货运单据由出口商自行寄送给进口商，进口商通过银行将货款电汇给出口商，为最简单的结算模式，包括电汇（T/T）和赊销（O/A），详见下表。

表 3 进出口贸易常见结算方式及风险水平

结算方式			信用类型	内容	出口商货权转移条件	风险水平	费用水平
信用证 结算 (L/C)	即期信用证		银行信用	进口地银行在收到出口地银行提交的单据，审核无误后立即付款	出口地银行议付	较低	较高
	远期信用证			出口地银行将汇票随同单据提交到进口地银行请求承兑，进口地银行承兑后，留下单据将汇票退回并到期付款（30 天/60 天）；出口商或出口地银行也可持承兑汇票在到期日前贴现	出口地银行议付	较低	较高
托收	付款交单 (D/P)	即期交单	商业信用	进口商见到汇票后即须付款，货款付清时取得单据	进口商向托收银行付款	一般	一般
		远期交单		汇票经进口商承兑，于汇票到期日或到期日前付清货款账单；该方式通常由于单据早于货物，进口商不想在没有到货时提前占压资金	进口商向托收银行付款（单据到后先承兑、后付款获取单据）	一般	一般
	承兑交单（D/A）			汇票经进口商承兑后，获得单据，汇票到期日或到期日前付清货款	进口商承兑货款	中等	一般
付汇	电汇 (T/T)	前 T/T	商业信用	客户提前预付一定比例保证金（一般为 30%），前 T/T 先付余款再发货	无	较高	较低
		后 T/T		后 T/T 先发货后付余款	无	高	较低
	赊销（O/A）			给予客户一定账期	无	高	较低

资料来源：联合资信整理

代理进口，分为直接代理及间接代理，直接代理指下游客户（委托人）直接与供应商签订合同，委托贸易商作为中间人，代开信用证并完成报关等流程，直接代理通常由委托人向受托贸易商全额支付货款，收到货物后委托方向受托人支付关税、增值税等后提货。贸易商在代理过程中不承担信用、汇兑和价格风险，仅按比例收取佣金并将代理费计入收入，代理进口业务本质是为贸易活动提供配套服务，代理进口业务占比高的企业通常表现为进口贸易额显著高于进口收入，代理进口业务风险相对可控。

间接代理进口，指受托贸易商以自身名义与供应商签订合同，贸易业务产生的收入及支出均计入营业收入及营业成本。间接代理可以理解为以销定采的自营业务，主要是由于部分中小企业（或中小贸易商）由于对进口流程不熟悉或信用资质较差无法开具信用证。间接代理中，委托方支付一定比例保证金后，受托贸易商开具信用证并完成报关等流程，随后委托人付款赎单。间接代理业务风险较大，且存在委托进口方弃货风险。

代理出口也分为直接代理及间接代理，直接代理中贸易商作为受托方经办代理出

口业务，贸易商仅按照比例收取代理费计入收入，并提供配套服务。间接代理中，由受托贸易商以自身名义签订合同，委托方将货物连同单据一同转交给受托人，受托方完成报关及收汇后，由受托方向税务局申请出口退税后，将出口收汇、出口退税扣除代理费用后支付给委托方。在委托人存在资金周转压力情形下，也存在受托方先行垫付出口退税给委托方，期间按时间收取资金占用费。

定价方面，自营进口以销定采的业务，在承接进口订单后由国外供应商安排生产和供应，采购定价基本参照产品市场价格定价，销售定价基本参照成本加成 5%以上毛利计算。部分大宗商品进口如化工产品、有色金属、农产品等定价模式有所不同，或采用二次定价、期货定价方式。自营出口方面，采购定价基本参照供货商所在地区平均加工成本定价，销售定价基本参照商品采购成本加成 5%-10%的毛利计算，具体比例因市场情况及营销策略而不同。代理进口及代理出口无商品定价权。

转口贸易是指生产国与消费国之间通过第三国所进行的贸易。通常转口国在货物到港及报关之前，已将商品直接从生产国运到消费国，但生产国与消费国之间并未直接发生交易关系。转口贸易流程一般为：①A 国的公司 a 与 B 国的公司 b 达成贸易意向，但由于贸易壁垒、反倾销税、运输能力等），公司 a 无法将其产品直接出口至公司 b 或者面临很高的成本；②公司 a 通过转口贸易的方式先将货物转运至公司 c（一般注册于自贸区、自由港，拥有便利的通关条件和相关的税收优惠政策）；③公司 c（一般为货运代理公司，负责货物转运全过程的综合协调）将货物出口至公司 b，根据实际需要货物在转口港内可能经历分类、混合、改装、加工等。转口贸易也可能由于公司 a 与 b 无业务往来，必须通过公司 c 作为第三方转口。

二、行业运行状况

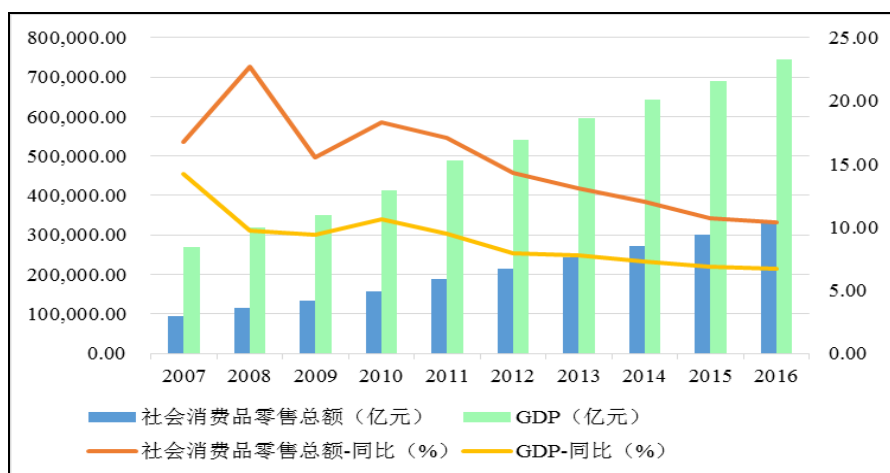
1. 运行概况

（1）国内贸易

国内贸易与中国宏观经济发展密切相关，进入 21 世纪以来，中国经济规模保持

了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2008 年，受国际金融危机、南方冰雪灾害、汶川地震等多种因素影响，中国经济增速有所放缓，当期 GDP 增速同比下降 4.50 个百分点；随后国家出台了一系列扩大内需、促进消费等政策措施，对国内贸易保持稳定发展起到了支撑作用。进入 2010 年，在国家有力的消费刺激政策带动下，中国消费市场呈现较好的稳定性，社会消费品零售总额保持了快速增长态势，增速较上年同期提升 2.79 个百分点至 18.33%。2011 年，随着实体经济的持续复苏，人均收入稳步增长以及相关消费刺激政策的延续，社会消费品零售总额增长缓中趋稳。2012 年以来，中国宏观经济虽保持增长势头，但内需增速较之前有所放缓，同时房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求，主要大宗商品的需求不能有效支撑相关产品贸易的运行，同时受主要贸易产品市场价格持续下跌等影响，国内贸易增速持续回落，风险事件不断诱发，社会消费品零售总额增速由 2012 年的 14.30% 下降至 2016 年的 10.40%，行业竞争日趋激烈，市场调控难度增加。2016 年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2016 年，全年实现国内生产总值 744127 亿元，同比增长 6.70%，增速同比下降 0.2 个百分点，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.40%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.30 个百分点。

图 1 2005 年以来中国国内生产总值与社会消费品零售总额情况



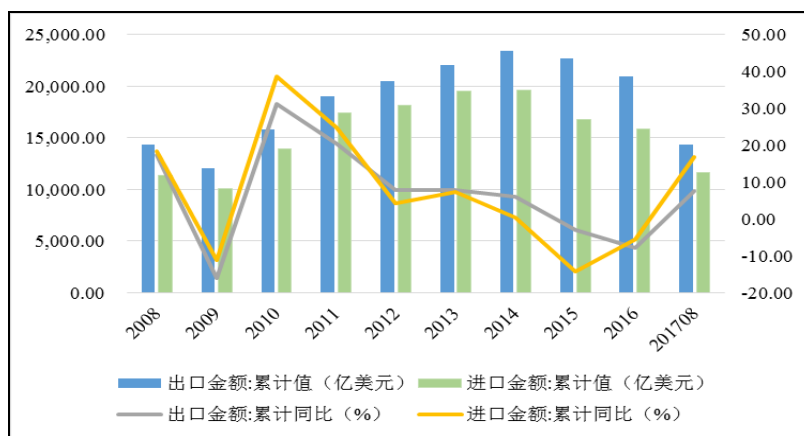
数据来源：wind 资讯 联合资信整理

（2）进出口贸易

受美国次贷危机引发的金融危机影响，中国进出口贸易于 2009 年出现负增长，进口与出口总额均较 2008 年出现大幅下滑；2010 年，在低基数效应和世界经济见底反弹的带动下，中国外贸快速复苏，全年出口总额及进口总额分别较 2009 年大幅增长 31.30%及 38.80%；2011 年以来，国际金融危机深层次影响显现，欧洲主权债务危机深化蔓延，世界经济复苏明显减速，国际市场需求下滑，中国进出口贸易增速继续放缓；进入 2013 年，全球经济不平衡性复苏特征显现，美国、欧元区等主要发达经济体呈现复苏迹象，对中国外贸形势改善构成一定支撑，但国际市场需求仍较为低迷。2014 年以来，受全球经济复苏缓慢、国际市场需求持续疲弱、汇率波动频繁、大宗商品价格持续走低及国内综合成本上升等多方面因素影响，中国出口/进口总额持续走低并于 2015~2016 年继金融危机后再次呈现负增长。

2016 年，中国出口贸易总额 2.10 亿美元，同比下降 7.73%（2015 年同比下降 2.94%），降幅有所扩大；进口总额 1.59 亿美元，同比下降 5.46%，进口总额降幅同比收窄 8.81 个百分点。2016 年下半年以来，中国国内需求有所回升，带动进口量有所增加，同时国际商品价格总体波动中温和回升，对进出口额拉动作用明显，出口政策效应持续释放，中国进出口贸易呈现回稳势头。截至 2017 年 8 月底，中国出口贸易总额 1.44 亿美元，同比增长 7.60%，进口贸易总额 1.16 亿美元，同比增长 16.90%。

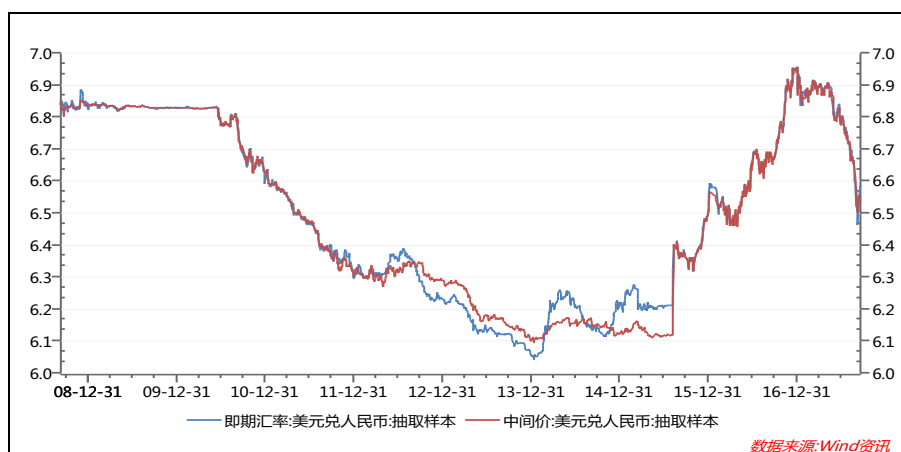
图 2 2008 年以来中国出口/进口总额及同比变动情况



数据来源: wind 资讯 联合资信整理

汇率变化是影响进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%；2014 年 3 月 17 日，人民币兑美元交易价浮动幅度由 1% 扩大至 2%。2014 年 12 月起，人民币兑美元贬值压力加大——在岸市场交易价与中间价偏离程度持续接近或高于 1%。在此背景下，2015 年 8 月 11 日中国进一步完善人民币兑美元汇率中间价报价机制（以下简称“8.11 汇改”），当日人民币兑美元中间价贬值 1136 个基点，人民币出现大幅贬值。2016 年 5 月，央行在人民币定价机制中引入逆周期因子，在一定范围内通过逆周期因子影响汇率，人民币汇率进入上升通道，截至 2016 年底，美元兑人民币中间价报 6.94 元/美元。2017 年以来美元指数持续下滑，截至 2017 年 9 月 19 日报收 91.8372，较 2016 年底下降 9.94%，刷新 2016 年 5 月以来新低，人民币汇率顺势大涨，截至 2017 年 9 月 19 日，美元兑人民币汇率中间价报收 6.55 元/美元。

图 3 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

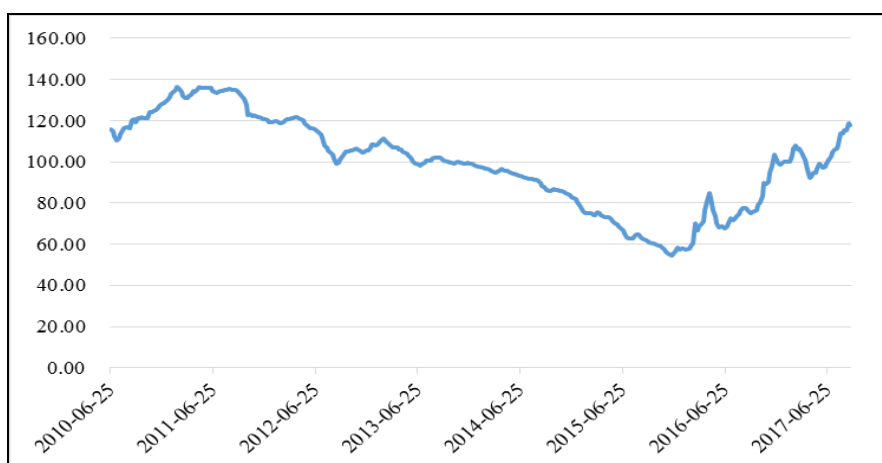
2. 主要贸易品种运行情况

(1) 钢材

中国一直以来都是世界钢材的生产及需求大国，21 世纪以来，随着中国经济进入高速发展阶段，房地产投资及固定资产投资快速扩大，对钢材需求呈现井喷式增长，钢材作为最重要的大宗商品之一，存在巨大流通需求。目前钢材流通主要以国内贸易为主，行业准入门槛较低，竞争激烈。供需方面来看，国内钢材贸易上游主要为钢铁生产商，上游集中度较高，且部分大型供应商行业地位突出，在钢材贸易中拥有较强话语权，一般需要贸易商全额预付后方可提货；钢材贸易下游需求方则相对比较分散，终端行业主要为建筑业、重型机械、汽车等；其中建筑业是中国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。

钢材定价一般参考钢厂出厂价格，根据交易品种（型钢、线材、板材等）的不同及钢厂结算模式的差异，分为按天结算（每天均出结算价），月结（按月度均价结算）或十天结（按十天平均结算价）等定价方式。钢材配套期货品种较为全面，贸易商一般根据自身风险敞口/库存水平采取在期货市场套期保值的方式降低价格波动风险。

图 4 2010 年以来钢材综合价格指数（中钢协，1994 年=100）



数据来源：wind 资讯

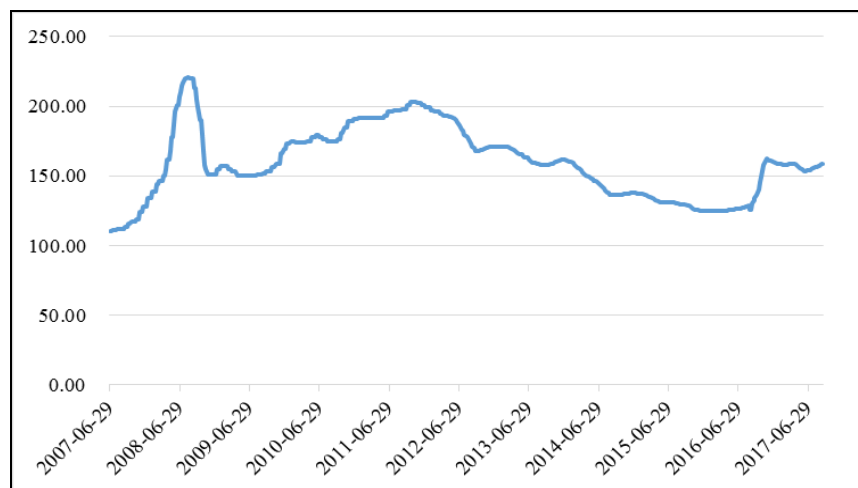
钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格 2010 年以后呈快速下跌态势，于 2015 年跌至谷底。2016 年 2 月 4 日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于 2016 年止跌回升并呈现波动增长态势，钢材综合价格指数（中钢协）由 2016 年年初的 56.37 点上涨到 99.51 点，上涨 43.14 点，涨幅 76.5%。2017 年以来，多省发布了 2017 年重点基础建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。

近年来，钢材价格大幅波动一定程度上影响了钢贸商盈利的稳定性，下游客户弃货情形增加，钢贸商库存压力增大，行业内风险控制及内部管理执行不当，仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸危机频发。钢贸风险增加也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期。

（2）煤炭

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，在中国能源消费结构中占据绝对地位，目前中国煤炭主要来自国内煤炭供应及进口采购，中国煤炭供应基地主要分布在晋陕蒙新等地，进口煤炭主要来自澳大利亚、印尼、俄罗斯，因此煤炭是国内生产资料流通主要品种。中国煤炭主要需求来自电力、建材（水泥）、钢铁及化工四大行业，约占煤炭总需求的 80%，由于下游电力行业地位显著，回款周期偏长，针对电力企业的煤炭贸易商通常资金占用明显，贸易商往往通过保理融资方式提前回收资金。

图 5 2007 年以来煤炭价格指数



数据来源: wind 资讯

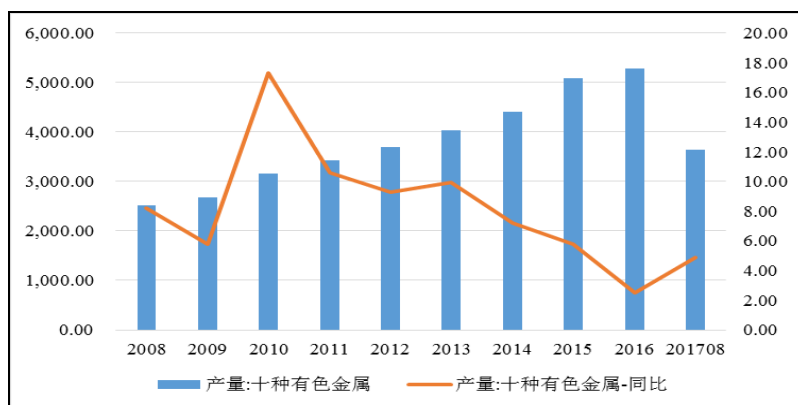
供需方面来看, 2008 年受金融危机影响, 煤炭需求出现断崖式下跌, 随后受四万亿经济刺激政策影响, 煤炭行业固定资产投资恢复高速运行, 新增产能大幅增长, 煤炭价格持续上扬至 2011 年四季度达到历史高位。同时, 受金融危机影响, 大量国际煤炭转向中国, 煤炭进口额呈现爆发式增长。2011 年四季度以来, 国际煤炭需求下滑, 国际煤炭价格大幅下跌, 对中国煤炭市场形成外部冲击; 同时受中国市场前期高速投资所形成的新增产能释放、进口煤炭的持续增长叠加下游需求减缓影响, 煤炭行业供需格局逆转, 进入产能过剩阶段, 煤炭价格于 2012 年以来持续下滑。2016 年 4 月, 国家发改委、人社部、国家能源局和国家煤炭安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》, 推动煤矿减产, 煤炭去产能政策导致煤炭产量下降, 同时受夏季用电高峰及南方洪涝灾害的影响, 煤炭市场供应紧张, 电厂库存处于低位, 且受北方进入供暖季及煤炭去产能的影响, 煤炭价格于 2016 年下半年开始企稳回升。

(3) 有色金属

有色金属行业是中国原材料工业的重要组成部分, 广泛用于机械、电子、建筑、国防、科技等行业。金融危机爆发前, 中国有色金属产量保持快速增长。2008-2009 年, 受金融危机影响, 有色金属产量增速快速下降, 其中 2008 年同比增长 8.20%, 2009 年增速降至 5.80%; 2010 年受中国投资拉动影响产量增速恢复至金融危机之前

水平，为 17.30%；2011 年以后，受全球经济持续低迷，中国经济增速逐步放缓影响，中国有色金属产量增速回落至个位数水平，2013 年为 9.91%，此后产量增速逐年放缓，2016 年增速进一步下滑至 2.50%。目前最常用的十种有色金属中铝、铜、铅、锌的产量占国内有色金属产量的 90%以上。

图 6 中国近年十种有色金属产量情况



资料来源：Wind 资讯

注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞

受限于中国有色金属矿产资源储量较低，且有色金属深加工产业及新材料开发水平较发达经济体差距较大，中国有色金属长期存在巨额逆差，有色金属资源对外依存度保持较高水平；国内市场来看，中国有色金属生产企业主要集中于西部内陆企业，主要消费区域集中于东部沿海发达区域，有色金属资源分布及消费需求等方面差异共同导致有色金属产品庞大的贸易规模及交易。

有色金属标准化程度极高，相关贸易接近完全竞争行业，市场价格透明，准入门槛低，行业利润率极低，行业内通常参考伦敦金属交易所（LME）、纽约商品交易所（COMEX）及上海期货交易所有色金属期货合约报价作为有色金属交易价格。由于有色金属价格波动较大，买卖双方通常通过点价方式确定交易价格，即由买方以某月份的期货价格为计价基础，以期货价格加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品价格的交易方式。点价期一般为 1-2 个月。

图 7 主要有色金属价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，2004 年以来，有色金属价格快速增长，在金融危机前达到高点，伴随金融危机爆发，2008 年有色金属价格快速下跌，并在 2009 年初跌至谷底，随即伴随世界重要经济体推出一系列救市计划，有色金属价格快速反弹，并在 2011 年上半年反弹至金融危机后高点，随即受到全球经济复苏乏力及中国经济增速逐步放缓影响，有色金属价格发生反转震荡下行，自 2012 年起，国内外市场有色金属价格就进入下行通道。2014 年以来，受印尼金属矿石出口政策变化及部分金属供需格局有所变化影响，有色金属价格走势出现分化。2014 年上半年金属锡价格在 23000 美元/吨水平震荡，进入下半年金属锡价格快速下跌，到 2016 年 1 月份金属锡跌至 13850 美元/吨左右，随后出现反弹，到 2016 年 11 月达到反弹以来最高点 21945 美元/吨。2014 年一季度以来，镍呈现快速下跌，到 2016 年 6 月到达低谷 8325 美元/吨，随后维持震荡上行走势；铜则表现为下行走势，2016 年 6 月后反转震荡上行。

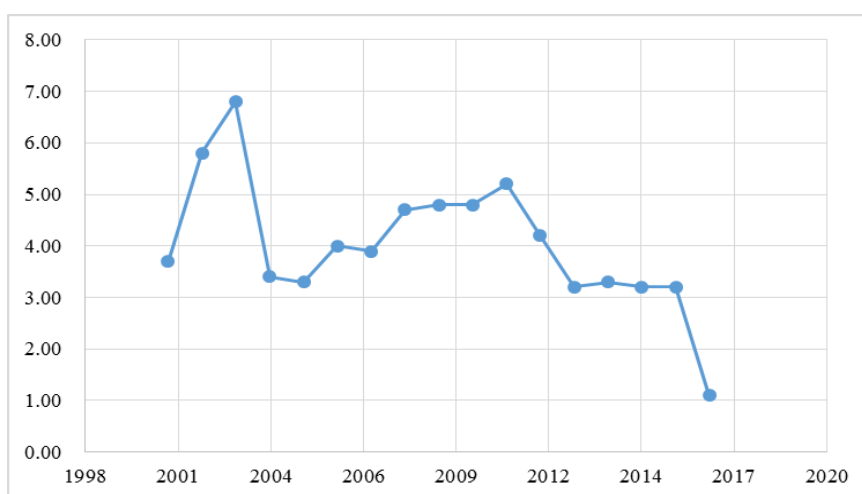
总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

三、行业风险特征

生产资料流通领域准入门槛低，流通主体数量较多，行业集中度低，且随着信息化程度的不断加深，主要流通产品价格日益透明，贸易商购销差价逐渐被摊薄，行业盈利能力很低

中国商贸流通业体量巨大，2012 年中国社会消费品零售总额突破 20 万亿元，根据最新统计资料显示，2016 年，社会消费品零售总额已达 33.23 万亿元，2015 年亿元以上商品交易市场成交额合计 10.01 万亿元，其中生产资料专业市场成交额 2.77 万亿元，但重点生产资料流通企业销售额在社会生产资料销售总额比重不高，由于生产资料流通领域多为轻资产企业，同时部分大宗商品流通领域行业准入门槛较低，导致就行业整体而言流通主体数量较多，且中小型流通主体数量泛滥，行业集中度低。生产资料流通行业发展以来，主要依托大型批发市场运作，交易和管理手段相对落后，随着流通领域信息化程度的不断提升，买卖双方信息不对称性逐渐消除，且部分产品标准化程度非常高，传统贸易流通领域购销差价逐渐被摊薄，2012 年以来，物资贸易全行业销售利润率不断下行，2016 年全年销售利润率仅为 1.10%。总体看，中国流通领域主体数量众多，盈利能力很低。

图 8 物资贸易全行业销售利润率平均值（%）



资料来源：Wind 资讯

近年来，宏观经济持续低迷，大宗商品价格大幅波动对贸易企业周转经营及价格风险控制形成较大压力，贸易企业存货跌价风险激增，同时价格下跌导致下游弃货拒收现象频发，贸易行业诉讼规模大幅增加

2012 年以来，中国宏观经济增速放缓，全社会固定资产投资完成额增速不断回落，主要下游行业需求持续疲弱，全球经济复苏乏力，国际市场铁矿石、原油等能源产品价格不断下跌；国内钢材、建材、煤炭等行业产能受前期经济刺激及历史因素逐步释放，产能全面过剩，行业供需矛盾突出，上述因素共同导致主要大宗商品价格持续低迷且波动剧烈，工业企业和流通企业效益出现普遍下滑。

在市场环境不景气形势下，贸易产业链企业经营环境的持续恶化加剧了流通环节的经营风险，上下游企业对流通环节资金占用增加，贸易企业资金周转压力增大；大宗商品持续下跌的情形下，当价格下跌幅度超过客户支付保证金水平的情况下，下游客户弃货现象明显增加，大额应收账款无法回收的风险加大，贸易行业诉讼规模增加。同时，由于商品价格波动较大，部分贸易商持有货物周期较长且未能有效对冲价格风险，导致存货跌价风险激增。由于贸易业务风险不断暴露，资产减值损失计提力度加大，对本身盈利能力弱的贸易企业形成侵蚀。贸易类不良贷款在银行不良贷款中的占比持续上升，银行对贸易行业信贷支持持续收紧，进一步加剧了贸易企业经营及资金周转压力的恶化。

总体看，近年来国内外经济形势持续低迷，主要大宗商品价格下降明显，虽然 2016 年以来，受益于房地产市场阶段性回暖、供给侧改革政策推进及行业资源阶段性供需错配的影响，部分大宗商品呈回升势头，但是未来供需格局仍难以支持商品价格上涨；对贸易流通环节风险控制能力提出更高挑战。

贸易活动所涉环节较多，管理难度较大，且贸易企业多与第三方仓储及物流公司合作，部分贸易企业与仓储公司配合出具虚假仓单或将仓单重复质押骗取银行信贷；同时贸易企业内部风控流程执行不力，也较易出现货权丢失现象，贸易行业货权控制能力有待关注

贸易企业自身物流及仓储配套能力一般难以保证自身经营，多采用与第三方仓储公司及物流公司合作方式，仓储公司通常对货物进行确认之后开具仓单作为对标的物的质权。由于贸易企业资金周转压力较大，因此常以仓单作为质押，银行依据质押仓单为贸易商提供融资用于日常周转经营。2012年以来，长三角多处地区爆发仓储企业出具虚假仓单，重复质押现象，贸易商将取得资金投向房地产、矿业等长线投资项目，导致资金链断裂无法归还银行信贷，进而导致银行不良信贷增加，银行信贷收紧又进一步加剧贸易企业经营压力。此外，由于贸易活动所涉环节较多，人为可操作空间较大，仓储公司存在未接到货权持有方指令情况下擅自使用、处置及质押货物的现象，导致货权持有方无法正常提取货物发生货权损失；同时部分贸易商自身管控执行不力，存在业务员与第三方串通导致货权发生损失的现象。贸易行业货权控制一直以来为行业内主要关注风险，贸易企业需通过仔细筛查与内部管理完善的仓储及物流公司合作，并加强监控以减少货权纠纷所导致的损失。

下游客户为中小型贸易商的业务需给予关注

生产资料流通及进出口贸易中，部分中小贸易商受限于资金规模、资源渠道、订单整合能力等，无法通过银行审核独立开具信用证或从银行渠道取得资金，通常依托大型贸易商资金优势及报关清算优势开展业务，一般中小型贸易商仅预付一定比例保证金，由大型贸易商为其代理采购或代开信用证。在商品下跌的市场环境中，该类客户由于不具备真实商品需求，且资金实力和信誉资质相对较弱，抗风险能力较差，较易出现资金断裂及信用违约风险，若同时出现丢失货权的情形，大型贸易商议出现货款两失的风险；考虑到中小型贸易商资产构成以营运资金为主，无可抵押及变现资产，因此贸易活动中，对于下游客户中贸易商占比大的业务需给予关注。

基于非真实贸易背景的融资性贸易模式需给予关注

随着传统贸易行业利润逐渐摊薄，贸易业务逐渐转向衍生托盘贸易、融资性贸易等模式，贸易盈利点逐渐从简单的购销价差，转向赚取资金占用利息、利率差异、汇率差异及配套物流、信息服务等，贸易本质也从买卖关系转向资金融通等风险更为隐蔽的形式。

1. 托盘贸易

托盘贸易通常不基于真实的贸易需求，托盘方主要通过资金优势在贸易活动中提供资金以赚取利息，托盘方以资金实力较强的国企或大型贸易商构成。以钢贸托盘为例，最简单的托盘贸易由钢厂（卖方）、钢贸商（买方）、托盘方（资金提供者）构成，钢贸商因缺乏采购资金，需要托盘方提供融资，通常预付一定比例资金给托盘方（20-30%），由托盘方向钢厂购买钢材并全额预付货款，再赊销给钢贸商，钢贸商完成销售后向托盘方付款。期间，托盘方主要赚取资金利息。

在上述模式基础上，部分贸易商托盘业务演变成一种融资安排。具体为：资金需求方甲联合自己实际控制两家贸易商 A 和 B，其中 B 拥有货权，由 A 向托盘方采购货物，A 仅支付少量保证金（20-30%），由托盘方全额向 B 支付货款后取得货权，此时 B 公司拥有资金，资金需求方即通过 20%保证金撬动 100%资金，待到期后（1-2 个月）由 A 向托盘方支付余款后获得货权。托盘方在其中赚取资金利息。该业务托盘方将收入及成本均计入自身报表，但并无真实贸易需求。该模式下，托盘方营业收入快速增长，但由于业务本质属于货权质押的对资金需求方的贷款，资金需求方普遍为无法从银行信贷获取资金的资质较差的贸易商，因此该类业务风险较大需给予关注。

2. 循环贸易

循环贸易是融资性贸易的一种表现形式，一般指三方或三方以上主体间签订三份或三份以上标的物相同、价格和履行期间不同的买卖合同。合同履行过程中各方均只出具确认收货的单据并开具增值税发票，不对货物进行实际交付。如四家企业 A、B、C、D 之间分别订立内容相同的多份货物买卖合同，形成一个闭合的货物流转回路（如 A-B-C-D-A），循环贸易可帮助融资方 A（一般为民营贸易商）取得在一定时间内的资金使用权，同时无需发生实际的货物流转。货权凭证最初由 A 公司提供，并最终流向 A 公司或其关联企业。出资方可通过循环贸易寻求融资利润，同时通过以上形式的合同和发票将所涉交易数量、贸易金额计入内部收入。

3. 转口贸易融资

转口贸易（如铜）中部分交易通过采用信用证结算方式获得资金融通，其本质是通过开具信用证赊账买铜，迅速转售以回笼资金。具体运作模式：铜贸易商 A 向银行申请开具信用证从境外供应商 B 处购买其在保税区内的货物仓单，延期 90 天付款。A 拿到仓单后将同一批货物出售给境外 C 公司，C 公司直接支付现金给 A，A 获得美元现金并结转为人民币，套现后将资金投入收益较高的领域中（如房地产、民间信贷或理财产品），铜贸易商 A 可视为获得一笔为期 90 天的短期融资。如铜贸易商将套现资金用于银行协议存款或理财产品，还可以存款或理财为质押循环开证，用杠杆做大收益。由于交易标的铜标准化程度很高，一般该类贸易业务货物一直在保税仓不动，唯有仓单流转。该类业务贸易品种价格非常透明，贸易商利润一般来自银行理财和境外美元融资的利差、人民币对美元升值的汇差、循环开证的周转次数。值得关注的是，若贸易商将套现资金投入风险较高领域或短债长投账期不匹配领域，易出现资金链断裂问题导致信用证逾期。

国内生产成本提升，国际经济形势持续低迷，对进出口贸易造成压力

金融危机后，全球经济复苏乏力，海外需求疲弱，国内劳动力等综合成本上升，部分低端制造业向低成本国家转移同时我国出口产品主要集中于劳动密集型行业如纺织业等，这些行业的企业在国际市场上议价能力较弱，上述因素共同导致我国出口贸易传统优势逐渐被削弱。外需不振、经济下行、出口竞争优势削弱、大宗商品价格波动、汇率波动明显加大等因素对中国进出口贸易发展形成制约，进出口企业面临较大经营压力。

人民币汇率波动风险不断加大

随着我国资本账户的逐步开放、人民币国际化步伐的加快以及人民币定价机制市场化改革的深化，人民币汇率的波动性显著增强。2014 年初，人民币兑美元单边升值态势结束，进入双向波动区间。“8.11 汇改”之后，人民币汇率中间价定价机制改变，人民币汇率的波动性进一步增强，人民币汇率一路贬值至 6.95 元/美元，人民币兑美

元贬值增加了进口成本，减少了企业利润，企业运营压力增大。出口方面当前加工贸易仍然是中国重要的贸易方式，人民币贬值可能抬高进口原材料和设备的价格，提高加工贸易企业的成本，降低其产品竞争力；虽然 2017 年以来受美元指数下跌影响，美元兑人民币汇率上升明显，但升值幅度不及其他亚洲货币，未来人民币汇率的大幅波动将贸易企业汇率控制提出挑战。考虑到我国部分外贸企业拥有较多的美元债务，人民币兑美元贬值也会加重企业财务负担，增大汇率风险，不利于外贸企业发展。

四、行业政策

1. 国际贸易

2015 年底商务部发布了促外贸八大新政方向，包括鼓励中西部承接东部地区加工贸易产业转移、以融资、保险新政支持大型成套设备出口、继续加大清理进出口环节的收费、重点支持 B2B 和建立海外仓的政策、进口体制改革、进一步加大服务业部分领域外贸开放力度、以诚信体系建设推动规范出口秩序，2016 年其中部分政策已经落地，总体来看中国采取了一系列措施保证了中国外贸较快发展，包括保持出口退税和加工贸易政策稳定，推动自由贸易园区战略和“一带一路”建设，修订和完善出口退税政策，简化审批流程提高办事效率，加强各地中小企业扶持力度，在支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场方面形成了强大助力，减费降税利好进出口企业，具体如下。

自由贸易园区战略和“一带一路”建设

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。“一带一路”战略在 2015 年尘埃落定之后，近两年得以有序推进，2016 年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快进程，推进贸易投资自由化等。2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高

峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。

各地加强中小企业外贸扶持政策

2016 年，各地纷纷出台相关政策加强中小企业外贸扶持力度，以北京、黄山和深圳市为例：3 月，北京市政府办公厅发布《关于加快发展对外文化贸易的实施意见》，制定了加快发展对外文化贸易的战略目标；黄山市出台《黄山市人民政府关于促进外贸稳增长调结构的实施意见》，在大力培育出口品牌，推动外贸发展方式转变，加强外资外经外贸联动，加大财税金融支持力度，拓宽金融服务渠道，健全风险保障机制等方面加大对企业的支持力度，全面推进外贸企业服务；8 月，深圳市政府为促进外贸稳定增长提出包括着力优化出口退税服务、拓展保税新业态在内的八项工作。

修订和完善出口退税政策，扩大内销选择性征收关税试点

2016 年 7 月，商务部税务总局对 2015 年制发的《出口退（免）税企业分类管理办法》进行修订，从而进一步优化出口退税管理，提升管理的质量和效率。具体包括进一步区分不同外贸业态；支持外贸综合服务企业发展；降低评定外贸综合服务企业的净资产比例标准；强化诚信激励和失信惩戒；进一步申报退税的审核办理时限，加快退税整体进度；要求税务机关持续加强事前的预警、事中的审核把关和事后的评估核查，持续加强风险防范等。

简化审批流程，出口获快速通关便利

自 2016 年 11 月 1 日起，海关总署在全国范围内启动“自主申报，自行缴税”（简称“自报自缴”）的税收征管方式。该举措打破以往先审核后放行的模式，采用先行货物、后抽查审核的方法，可缩短货物通关时间，降低企业贸易成本。总体来看，2016 年，中国外贸发展面临的外部环境依然复杂，国际市场需求持续低迷，传统竞争优势继续弱化，贸易摩擦有所加剧，但中国外贸发展的政策环境将进一步优化，外贸

竞争新优势和新动能也在不断积累。

对外贸易发展“十三五”规划

规划的主要目标旨在进一步优化外贸结构，加快转换发展动力，进一步提升外贸发展的质量和效益，巩固贸易大国地位，贸易强国建设取得重要进展。外贸结构进一步优化方面，规划指出要努力推进“五个优化”，包括优化国际市场布局，提高“一带一路”沿线国家等新兴市场在全国外贸中的比重；优化国内区域布局，发挥中西部地区在全国外贸中的作用；优化商品结构，提高出口品牌、高技术含量产品在全国外贸中的比重；优化外贸经营主体，培育一批具有较强创新能力和国际竞争力的跨国公司；优化贸易方式，不断创新贸易方式，做强一般贸易，提升加工贸易，发展其他贸易方式。外贸发展动力加快转换方面，规划指出要努力实现“五个转变”，推动出口由货物为主向货物、服务、技术、资本输出相结合转变；推动竞争优势由价格优势为主向技术、标准、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；推动增长动力由要素驱动为主向创新驱动转变；推动营商环境由政策引导为主向制度规范和法治化国际化转变；推动我在全球经济治理的地位由遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制订转变。

表 4 外贸行业重点政策汇总

出台时间	出台部门	政策名称	主要内容和作用
2015-02	国务院	《落实“三互”推进大通关建设改革方案》	推动内陆同沿海沿边通关协作，实现口岸管理相关部门信息互换、监管互认、执法互助。
2015-04	国务院	《关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》	在京津冀、长江经济带和广东地区区域通关一体化先行先试基础上，加快跨行政区域、跨部门口岸大通关建设步伐，促进与周边国家口岸互联互通。
2015-04	商务部	《自由贸易试验区外商投资备案管理办法（试行）》	进一步扩大对外开放，推进外商投资管理制度改革，在自贸试验区内进一步提高外商投资便利化程度。
2015-05	国务院	《关于支持外贸稳定增长的若干意见》	其将继续创新并完善多种贸易平台，加快电子商务平台的建设，出台跨境电子商务贸易便利化措施，并鼓励企业在海外设立批发展示中心、商品市场、专卖店、“海外仓”等各类国际营销网络。
2015-05	国务院	《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》	调整贸易结构、提升国际竞争力等方面保持了一贯的连续性，但又不乏跨境电子商务、自贸区等新的提法，此外，全面提升与“一带一路”沿线国家经贸合作水平值得关注。
2015-06	--	《中华人民共和国政府和澳大利亚政府自由贸易协定》	这将使我国纺织品、服装、化工和交通运输设备等产品的出口规模进一步扩大。

2015-07	国务院	《关于促进进出口稳定增长的若干意见》(以下简称《意见》)	进一步推动对外贸易便利化,改善营商环境,为外贸企业减负助力,促进进出口稳定增长,培育国际竞争新优势。
2015-12	国务院	《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》	加快实施自由贸易区战略是我国适应经济全球化新趋势的客观要求,是全面深化改革、构建开放型经济新体制的必然选择。
2016-01	国务院	《关于促进加工贸易创新发展的若干意见》	加工贸易是我国对外贸易和开放型经济的重要组成部分,对于推动产业升级、稳定就业发挥了重要作用。
2016-07	国家税务总局	《出口退(免)税企业分类管理办法》	对2015年制发的《出口退(免)税企业分类管理办法》进行修订,从而进一步优化出口退税管理,提升管理的质量和效率。
2016-09	海关总署	扩大内销选择性征收关税试点	将内销选择性征收关税政策试点扩大到覆盖全国海关特殊监管区域的30.47%,利用该项政策,企业可以自主合理降低税负、降低成本,更有利于海关特殊监管区域内企业灵活面对国际国内两个市场,在市场竞争中占据主动地位。
2016-08	商务部	商务主管部门取消加工贸易合同审批	取消商务主管部门对加工贸易合同审批和加工贸易保税进口料件或制成品转内销审批,便利企业作业,降低企业合规风险。
2016-09	海关总署	全国海关实现关税征收“一网通”	全国海关将正式推广汇总征税核批作业无纸化,实现关税征收“一网通”,有助于降低企业通关成本,同时也能缓解企业资金压力,为企业提高运营效益。
2017-01	商务部	对外贸易发展“十三五”规划	明确了“十三五”时期我国外贸发展的总体思路、目标任务和保障措施,是指导各级外贸主管部门工作的行动指南,为外贸企业开展经营活动提供参考。

资料来源：联合资信整理

总体来看,2016年,中国外贸发展面临的外部环境依然复杂,国际市场需求持续低迷,传统竞争优势继续弱化,贸易摩擦有所加剧,但中国外贸发展的政策环境将进一步优化,外贸竞争新优势和新动能也在不断积累。

2. 国内贸易

大宗商品交易方面，推动市场建设和加强监管力度并重

继2015年在江苏省、浙江省、吉林省、北京市、天津市等多个省、市、自治区出台相应的管理办法和实施细则的基础上,对大宗商品市场的整顿行动还在持续,监管力度不断加强。以上海为例,在推动内贸流通体制改革发展综合试点的过程中,通过改革市场准入制度和退出机制,加强商贸流通标准化建设、健全流通关键领域法规规章,推动建立适应内贸流通创新发展、覆盖流通全过程的市场规则体系。加强市场建设方面,部分省市以健全跨境电子商务的监管服务体系或依托当地资源优势的大宗商品电子商务平台为发展重点。总体来看,未来大宗商品行业发展将更加有序规范。

国内贸易流通“十三五”发展规划

围绕流通升级战略,《规划》提出了消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动,积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得的显著成就,分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战,并根据对流通发展趋势的研判,提出了流通升级战略,消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动,9项主要任务和17个重点项目,对于完善内贸流通体制机制,建设法治化营商环境,加快构建现代流通体系,推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

表 5 内贸行业重点政策汇总

出台时间	出台部门	政策名称	主要作用
2015-8	国务院办公厅	《促进内贸流通健康发展的若干意见》	推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强,形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商;推进内外贸融合发展,拓展国内商品市场对外贸易功能,借鉴国际贸易通行标准、规则和方式,适当扩大市场采购贸易方式的试点范围,打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场
2016-11	商务部等	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	围绕“十三五”时期内贸流通发展目标和主要任务,《规划》提出了7个方面的保障措施,主要包括健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系、落实规划推进机制等。

资料来源:联合资信整理

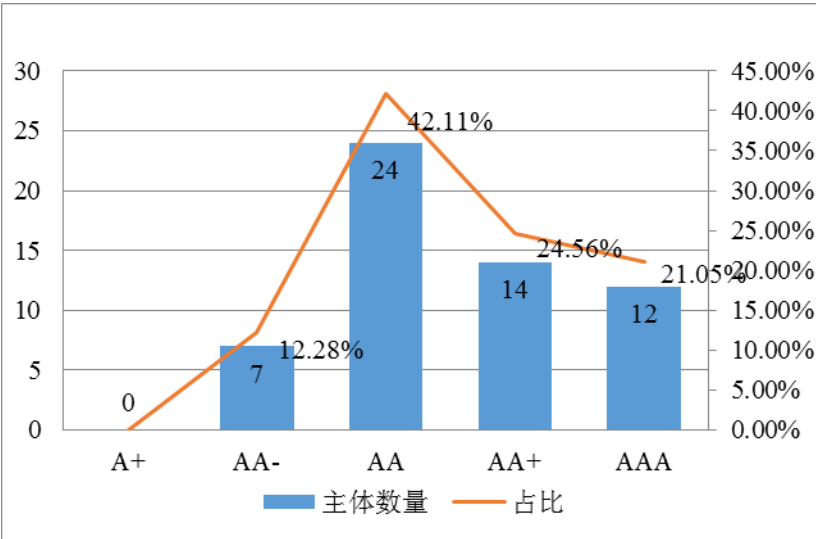
五、发债企业信用分析

截至2017年8月7日,贸易行业发行人共57家,包含AAA级别发行人12家,AA+级别发行人14家,AA级别发行人24家,AA-级别发行人7家。下文分析均基于此样本。

1. 企业性质

从发行主体来看,存续期内贸易行业发行人以大型央企、央企子公司、省属国资企业、地方性国资企业为主,共52家;民营企业仅为5家,分别为海亮集团有限公司(AA+)、郑州中瑞实业集团有限公司(AA+)、瑞茂通供应链管理股份有限公司(AA)、深圳市怡亚通供应链股份有限公司(AA)、唐山市冀东物贸集团有限责任公司(AA-负面)。

图 9 发债主体级别分布情况



注：厦门象屿集团有限公司、厦门国贸集团股份有限公司在市场上存在级别不一致情况，此处统计数量时均计入 AAA 序列。

2. 区域分布

从区域分布情况来看，贸易行业发行人以分布在经济较为发达的沿海地区数量及大型央企/央企子公司数量居多，整体分布较为分散。其中央企/央企子公司信用等级主要分布在 AA+至 AAA，厦门市大型国有企业信用等级以 AAA 为主，浙江省属国有企业信用等级主要为 AA 至 AA+为主，AAA 企业仅有物产中大集团股份有限公司（吸收合并浙江物产），江苏省属国有企业信用等级以 AA 至 AA+为主，无 AAA 信用等级企业；其他省份贸易行业发行人数量较少。

表 6 贸易企业区域分布情况

省/直辖市	AA-	AA	AA+	AAA	主体数量
央企/央企子公司	0	0	4	6	10
厦门市	0	1	1	5	7
浙江省	1	6	3	1	11
江苏省	1	3	2	0	6
安徽省	0	4	0	0	4
重庆市	1	0	1	0	2
湖南省	0	1	0	0	1
河北省	1	1	0	0	2
北京市	0	2	1	0	3

广东省	0	0	1	0	1
广西省	0	1	0	0	1
贵州省	0	1	0	0	1
湖北省	0	1	0	0	1
河南省	0	0	1	0	1
山东省	0	1	0	0	1
深圳市	0	1	0	0	1
天津市	1	0	0	0	1
福建省（除厦门外）	1	0	0	0	1
陕西省	1	0	0	0	1
新疆	0	1	0	0	1
合计	7	24	14	12	57

资料来源：联合资信整理

从上市情况来看，贸易行业发行人以非上市公司为主，样本企业中非上市公司共 47 家，占 82.46%，虽然其中部分企业是上市公司的母公司，但是受限于监管要求，在直接融资渠道的选择上更为依赖债券市场。

总体来看，贸易行业发债企业主要为优质大型央企、央企子公司、地方性国资企业等，该类企业因为资质良好更受投资者认可，易于滚动发债，而部分资质一般的民企发行规模较小而难以续发，也会转向成本更高的银行贷款等融资方式。

3. 贸易行业细分情况

贸易行业受宏观经济环境影响较大，利润水平一般。信用等级较高的客户多以多元化经营模式为主，其他产业（如房地产、电子信息、纺织设备制造、医药制造、金融业务等）规模较大，以下该类企业按综合类分类。贸易企业按主营业务及产品种类，可进一步分为综合类、农资类、大宗类和进出口类，根据下列表格，行业中大宗商品类贸易企业占比最高。

表 7 行业细分评级情况

细分行业	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计	比重(%)
综合类	7	3	0	0	0	10	17.54%
农资类	1	1	6	0	0	8	14.04%
大宗类	4	7	6	2	0	19	33.33%
进出口类	0	2	7	0	0	9	15.79%
其他	0	1	5	5	0	11	19.30%
合计	12	14	24	7	0	57	100.00%

资料来源：联合资信整理

综合类企业主要为央企及大型地方国企，包括中国诚通控股集团有限公司、中国航空技术国际控股有限公司、中国恒天集团有限公司等。综合类企业一般在贸易以外纵向或横向的延伸主业，纵向多为上游的加工制造（服装、金属贸易类企业多采取此类多元化发展战略）或下游的供应链管理等，以海亮集团为例，贸易主业为金属产品贸易，同时配套发展了铜加工业务，对营业收入的贡献率超过 10%；横向发展包括房地产板块或金融板块投资等，其中，房地产板块业务在贸易行业企业中较为普遍，但对公司利润的贡献度受公司对该板块的发展定位、宏观经济形势及当地房地产政策影响很大。在级别方面，综合类企业均为 AAA 或 AA+，行业地位领先。

农资类企业主要为供销社下属企业，包括中国供销集团有限公司、北京供销社投资管理中心、浙江农村发展集团有限公司、安徽省供销商业总公司等，主要产品涉及农资化肥、农药、农膜、棉花等；农资产品价格受宏观调控影响波动程度显著小于其他贸易品类，在级别分布上以 AA 为主。

大宗类企业包括物产中大集团股份有限公司、厦门国贸控股有限公司、厦门象屿集团有限公司等，主要贸易产品包括钢贸、化工、有色金属、煤炭等。受近年来钢铁、煤炭、石油等大宗商品需求持续放缓，行业周期性低迷影响，大宗商品价格波动剧烈且呈持续走低趋势，贸易行业企业面临较大账款回收变现压力，下游贸易企业预收和应收款项无法收回，对企业盈利和资金周转产生较大冲击。

进出口类企业主要为地方外贸型国有企业，此处分类时以进口+出口收入大于贸易收入的 50%为标准；进出口类企业出口主要为服装、机电、医化等产品，在级别分

布上以 AA 为主。

4. 盈利能力

从收入水平来看，2016 年样本企业中收入规模前十名的企业除海亮集团有限公司（AA+）外，均为 AAA 级别的大型国企央企；样本中收入规模后十名的企业包含三家展望调至负面的贸易企业：湖北供销合作社国有资产经营管理公司（AA/负面）、唐山市冀东物资集团有限公司（AA/负面）和中国高科集团股份有限公司（AA/负面）。

从利润水平来看，2016 年样本企业的盈利面（利润总额为正的企业占比）为 94.73%，行业盈利状况基本稳定，仅三家企业 2016 年利润总额亏损，分别为重庆粮食集团有限责任公司（-13.09 亿元）、温州市现代服务业投资集团有限公司（-0.63 亿元）和江苏江南商贸集团有限责任公司（-0.54 亿元），其中重庆粮食集团有限责任公司亏损数额较大，主要来源于资产减值损失（5.06 亿元，对其他应收款确认的坏账损失）、公允价值变动损失（7.56 亿元，产生于子公司处置投资性房地产）和投资损失（1.16 亿元，为期货投资平仓损失）。

从盈利指标来看，2016 年样本企业营业利润率中数和平均数分别为 6.59%和 8.40%，综合毛利率中数和平均数分别为 6.56%和 7.02%，整体来看行业盈利水平一般。值得注意的是，2016 年贸易行业样本企业利润总额对非经营性损益（投资收益+营业外收入）的依赖程度高，其中非经常性损益贡献度超过 100%的企业达 18 家，表明其主营业务基本处于亏损状态，贡献超过 50%的为 29 家，达样本总数的 50%。由于贸易行业主营业务毛利率较低，企业多采用多元化投资战略，投资收益多产生于长期股权投资、可供出售金融资产等多元化投资的处置或分红；营业外收入则以政府补助为主，反映了国有企业在政府支持力度方面的优势。

按照交易品种分类，以大宗商品为主的贸易业务毛利率在 1-3%水平较为常见，毛利率较高（3%）的业务中通常附加物流、仓储、信息等综合服务，且相关贸易企业能形成区域内规模优势，在资金规模、供应商谈判（含返点/折扣，预付款比例）中有一定优势；出口类贸易企业毛利率相对较高，4-10%毛利率水平较为常见，其中附加

有自有工厂的出口企业经营毛利率较合作工厂水平更高。贸易企业经营获现能力根据其上下游话语能力、是否垫款、是否配套房地产开发等因素相关。由于贸易企业日常经营活动资金往来频繁，且易通过资金规模撬动业务规模，多以短期债务为主，且债务负担偏重，财务费用对利润侵蚀影响较大。

分级别来看，信用等级较高的贸易企业（AAA 类），营业收入和利润总额均处于领先地位，平均值分别为 1496.45 亿元和 37.02 亿元，AAA 级别企业性质以大型央企、地方国企为主，贸易主营以外多搭配其他产业，而利润主要来自其他产业、营业外收入（央企为主）及投资收益（级别较高的大型国企持有相对优质上市公司/金融企业股权），总体盈利能力极强。AA+企业主要为央企子公司、规模较小的中央企业（如中国轻工、中国工艺，现已公告与中国保利集团公司战略重组，整体并入保利集团，不再作为国资委直接监管企业）、浙江省及江苏省的省属贸易企业等，营业收入和利润总额平均值分别为 476.30 亿元和 8.95 亿元，显著领先于 AA 和 AA-序列的企业。AA、AA-主要为发达地区排名靠后的地方国企、欠发达地区地方国企（含粮食集团、物资公司、合作社等）及部分民营企业；企业差距不太明显，甚至在部分资产总额、所有者权益和收入指标水平上出现倒挂，但盈利水平方面 AA 序列企业较 AA-企业优势明显，实现利润总额的中数与平均值均显著高于 AA-序列。

5. 债务负担

债务负担方面，截至 2016 年底，样本贸易企业整体杠杆率保持在高位水平，样本企业资产负债率和全部债务资本化比率平均值分别为 70.49%和 57.25%。贸易企业债务负担普遍较重，从个体企业看，以下企业的财务指标中资产负债率偏高（>80%）或全部债务资本化比率偏高（>70%）或两项均偏高，债务负担偏重，应引起关注。

表 8 债务偏重贸易企业财务数据情况（单位：亿元、%）

发行人	评级机构	最新级别	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	营业利润率	资产负债率	全部债务资本化比率
中国供销集团有限公司	大公国际	AAA	1109.43	187.07	1281.90	21.30	4.55	83.14	76.32
中国中纺集团公司	联合资信	AA+	364.82	69.28	356.44	4.06	6.12	81.01	76.13

江苏苏美达集团有限公司	中诚信国际	AA+	370.22	62.21	494.41	14.70	7.02	83.20	68.56
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	联合资信、 联合信用	AA	423.82	77.82	582.91	6.63	7.05	81.64	77.90
湖南粮食集团有限责任公司	中诚信国际、 东方金诚	AA	138.79	28.53	77.43	0.63	-4.44	79.44	71.74
安徽省粮油食品进出口(集团)公司	联合资信	AA	273.94	46.56	182.62	3.23	6.49	83.00	59.91
安徽国贸集团控股有限公司	联合资信	AA	349.64	60.70	316.88	4.19	6.59	82.64	60.91
唐山市冀东物贸集团有限责任公司	鹏元资信	AA-负面	121.16	18.08	44.18	1.81	9.82	85.08	54.27
重庆粮食集团有限责任公司	鹏元资信	AA-	227.88	38.89	111.43	-13.09	9.10	82.93	78.44
福建三木集团股份有限公司	东方金诚	AA-	67.57	14.06	49.19	0.97	6.31	79.19	73.48
安徽省供销商业总公司	中诚信国际	AA	261.61	44.13	301.26	5.55	2.63	83.13	74.04

资料来源：联合资信整理

从债务期限结构上看，发债企业在债务构成上趋于短期化。截至 2016 年末短期债务在全部债务中的占比平均值为 63.85%，其中短期债务占比在 80%以上的企业共 12 家，占发债企业的 20.69%；占比超过 90%的企业包括厦门象屿股份有限公司（94.77%）、厦门信达股份有限公司（93/78%）、浙商中拓集团股份有限公司（91.94%）、江苏省苏豪控股集团有限公司（91.87%）、浙江新大集团有限公司（91.50%）和深圳市怡亚通供应链股份有限公司（90.02%）共六家。

6. 偿债指标

从短期偿债能力来看，2016 年贸易企业经营性净现金流对短期债务的覆盖能力较弱，经营性净现金流/短期债务的中数和平均数分别为 7.89%和 4.08%。一方面，贸易企业经营获现能力较弱，2016 年经营性净现金流为净流出的企业共 16 家，占样本总数的 27.59%，反映了企业对上游议价能力和下游的应收账款回收能力弱；另一方面，考虑到贸易企业普遍资金和资产受限较为严重，实际保障能力或更加减弱。

从长期偿债指标来看，2016 年贸易企业全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数的平均数分别为 8.59 倍和 3.78 倍，EBITDA 对每年付息支出的保障能力较好，长期偿债能力尚可。从个体企业看，重庆粮食集团有限公司由于亏损严重，2016 年 EBITDA 为-4.19 亿元；新疆供销投资（控股）集团有限责任公司和浙江省农村发展集团有限公司

司的全部债务/EBITDA 倍数超过 20 倍，未来偿债压力很大。

六、结论

整体看，国内贸易方面，中国宏观经济及固定资产投资增速明显放缓，居民消费意愿持续走弱，市场需求增速放缓，2016 年以来，受供给侧改革因素影响，大宗商品价格有所复苏，但下游需求仍未明显改善；国际贸易方面，世界经济仍处于国际金融危机以来的深度调整阶段，复苏步伐缓慢，英国脱欧影响持续发酵，世界经济不确定性及不稳定性因素增多；同时，中国综合成本不断上升，传统外贸竞争优势正在减弱，新型竞争优势尚未形成，部分品种遭受贸易摩擦影响严重，中国面临外贸形势依然研究复杂，2016 年以来虽外部需求有所回升，但复苏基础并不稳固。长期来看，国家始终高度重视外贸发展，随着政策的进一步出台，外贸结构有望进一步优化。