

## 厦门象屿集团有限公司

# 2018 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：补充流动资金

评级时间：2018 年 8 月 3 日

### 财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	36.20	39.88	83.52	115.37
资产总额(亿元)	483.17	729.64	916.99	1051.12
所有者权益(亿元)	157.48	226.24	280.87	291.83
短期债务(亿元)	175.29	256.74	297.27	336.95
长期债务(亿元)	55.52	65.78	135.85	182.28
全部债务(亿元)	230.82	322.52	433.12	519.22
营业收入(亿元)	656.11	1239.38	2140.89	480.31
利润总额(亿元)	11.13	17.08	24.30	4.21
EBITDA(亿元)	22.21	29.66	44.17	--
经营性净现金流(亿元)	46.40	-19.37	-56.48	-45.20
营业利润率(%)	4.61	4.65	3.27	3.62
净资产收益率(%)	4.39	5.81	6.47	--
资产负债率(%)	67.41	68.99	69.37	72.24
全部债务资本化比率(%)	59.44	58.77	60.66	64.02
流动比率(%)	127.33	122.72	136.17	140.58
经营现金流动负债比(%)	17.70	-4.55	-11.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.39	10.87	9.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.39	2.57	--

注：1、2015 年数据为 2016 年财务报告对期初数追溯调整后的数据；2、2018 年一季度财务数据未经审计；3、现金类资产中已剔除受限货币资金；4、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；5、2015~2018 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 19.85 亿元、29.82 亿元、45.00 亿元和 49.00 亿元；6、全部债务与长短期债务加总数有细微差异，系小数末位四舍五入所致。

### 分析师

刘嘉敏 郭察理 刘祎烜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696 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）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备优势。近年来，钢材等大宗商品价格逐步回暖，公司实体企业全程供应链、代采代销等贸易模式日趋成熟，共同带动公司业务规模大幅提升。同时，联合资信也关注到贸易行业受宏观经济波动影响较大且面临较为激烈的同业竞争，业务规模快速增长以及在建房地产及投资项目共同推升公司资金需求、公司债务负担很重、短期偿债压力大、非经常性损益受大宗商品市场价格波动影响大、经营性现金持续净流出等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2017年12月，子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）完成配股发行募集资金17.50亿元，资本实力有所提升；随着公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务，未来物流供应链业务模式进一步完善、深加工业务的逐步量产以及高质量金融投资带来持续收益，公司综合竞争力有望持续提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司EBITDA对本期中期票据保障能力强，基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

### 优势

1. 厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司创造了良好的外部环境。

2. 公司已形成物流供应链、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，大宗商品采购及综合物流服务主业突出，物流资源优势明显，综合物流服务能力较强。
  3. 近年来，随着大宗商品价格逐步回暖、公司实体企业全程供应链服务模式、代采代销等贸易模式趋于成熟，公司贸易规模大幅增长。
  4. 公司在东北地区布局的玉米深加工已有部分项目实现投产，未来随着绥化深加工项目的投产及产能释放，深加工板块有望成为公司新的收入及利润增长点。
  5. 2017年12月，子公司象屿股份完成配股发行募集资金17.50亿元，资本实力进一步提升。
  6. 公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。
- 33.58亿元；涉及未决诉讼标的金额合计16.61亿元，公司面临一定或有负债风险。

#### 关注

1. 公司供应链业务受宏观经济波动影响较大，面临较为激烈的同业竞争；房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大。
2. 公司存货和预付款项占比大，房地产项目投入规模大，关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用，经营活动现金流净流出规模扩大；少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较弱。
3. 受玉米国家临储政策取消影响，公司粮食收储规模大幅收缩，未来随着陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模或将下滑。
4. 近年来，公司债务规模快速增长，整体债务负担很重，且以短期债务为主，短期偿债压力大；公司未来仍面临较大投资支出，存在较大对外融资需求。
5. 非经常性损益对公司利润总额的贡献程度高，但其易受大宗商品市场价格波动影响，稳定性一般。
6. 截至2018年3月底，公司对外担保余额为

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由厦门象屿集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 厦门象屿集团有限公司

# 2018 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府[1995]综230号）批准组建的国有企业集团，于1995年11月28日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为1.38亿元。2007年以来，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至2018年3月底，公司注册资本为15.76亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

2011年8月，公司核心供应链业务子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH，截至2018年3月底，公司对其直接和间接持股55.44%，其中公司直接持有部分的8.24%已质押。

公司经营范围包括：经营管理授权范围内的国有资产；对投资企业的国有资产行使出资者权利，对经授权持有的股份有限公司的国有股权行使股东权利；按照市政府制定的产业发展政策，通过出让，兼并，收购等方式实行资产重组，优化资本配置，实现国有资产的增值；从事产权交易代理业务；按国家有关的法律法规，设立财务公司，租赁公司；从事实业投资；房地产开发与经营、管理，土地综合开发及使用权转让；商贸信息咨询服务，展览、会务、房地产租赁服务；电子商务服务，电子商务平台建设；批发黄金、白银及制品。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 916.99 亿元，所有者权益 280.87 亿元（含少数股东权益 166.04 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 2140.89 亿元，利润总额 24.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1051.12 亿元，所有者权益 291.83 亿元（含少数股东权益 174.45 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，利润总额 4.21 亿元。

公司注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区象屿路 99 号厦门国际航运中心 E 栋 11 层 01 单元；法定代表人：张水利。

### 二、本期中期票据概况

公司已发行 2018 年度第一期中期票据，发行额度 10 亿元，期限 3+N 年，用于归还借款及到期债券。公司于 2018 年注册中期票据 25 亿元，并计划发行 2018 年第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元，期限 3 年，偿还方式为按年付息、到期一次还本，募集资金将全部用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采

购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠

道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅

提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 贸易行业

###### (1) 国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。2017年世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，当期中国实现进出口贸易总额4.10万亿美元，同比增长11.37%，扭转连续两年下降的局势，其中实现出口总额2.26万亿美元，同比增长7.91%，实现进口总额1.84万亿美元，同比增长15.94%。分地区来看，2017年，中国主要贸易伙伴经济复苏好于预期，国际市场需求回暖，中国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长15.5%、15.2%和16.6%，三者合计占中国进出口总值的41.8%；同期，中国对“一带一路”沿线国家进出口增势较好，对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长23.9%、23.4%和40.7%，均高于总体增幅。大宗商品价格方面，2017年国际市场大宗商品价格上涨带动中国进口价格指数上升至109.4，价格对进口增长的贡献率为52.6%；同期进口原材料价格上涨影响传导至出口制成品，2017年中国出口价格指数为103.9，价格对出口增长的贡献率为37.3%。同时，中国外贸出口先导指数在2017年6月结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年12月底中国外贸出口先导指数为41.10，较上月回落0.70，进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00，表明2018年中国出口仍面临一定压力。

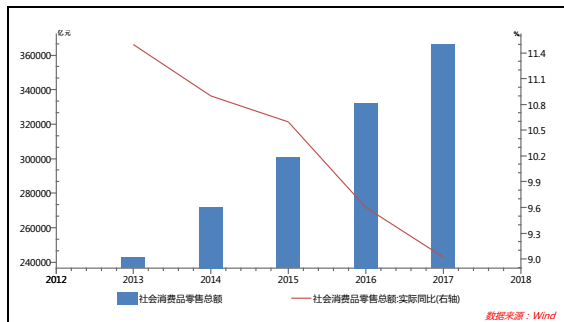
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受世界经济政策环境不确定性加大、国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到

抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

### (2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况  
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

具体来看，2017 年，中国基建投资额维持了 13.86% 的增速，同比呈现小幅下降态势；固定资产投资额增速虽有所放缓，仍保持较大规模；房地产开发投资规模增速较上年基本持平，下游投资规模的稳定发展对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑，加之主要大宗商品延续了 2016 年供给侧结构改革以及居民消费意愿的回升，均一定程度上拉动内贸市场的发展。从生产资料市场运行情况来看，2017 年全年生产资料销售总额达到 67.3 万亿元，可比价同比增长 5.3%，较上年同期收窄 2 个百分点。受供需关系影响与成本增加推动，生产资料市场价格呈现波动上扬态势，从全年走势来看，大宗商品价格总指数、钢铁类指数、矿产类指数和有色类指数受阶段性供需错配影响均呈现不同程度 V 字形走势，说明国内大宗商品仍面临较大的价格波动风险。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商

务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

### (3) 行业关注

#### 国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

#### 外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展

中国，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。

### 人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区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，人民币升值压力不断加大的背景下，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。一方面，人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响；另一方面，从产品下单做货到出货，再到最终结汇，整个周期通常有几个月的时间，汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润，经营风险加大。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 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%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



2015 年下半年，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至

6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。从基本方面来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016 年，美元兑人民币汇率由 2016 年初的 6.5032 元/美元跌至至 2016 年底的 6.9370 元/美元。2017 年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017 年底汇率收于 6.5342 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。2018 年人民币压力主要来自于国内基本面略趋缓以及美联储加息影响，美元兑人民币汇率有望保持平稳。

总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、利率市场化等诸多背景下，人民币汇率波动明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

### (4) 行业政策

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》(以下简称“《意见》”)指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法制化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。

《意见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法制化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015 年 8 月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见(国办发【2014】51 号，以下简称“意见”)指出，支持流通企业做大做强，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，在总结试点经验的基础上，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年5月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等5个方面推出14条政策措施。

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，从宏观层面对贸易行业带来了新的发展机遇。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长期驱动因素。此外，2017年以来，商务部会同各部门、各地方继续狠抓国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应进一步显现。

目前，全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求等，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存

支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

#### (5) 行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

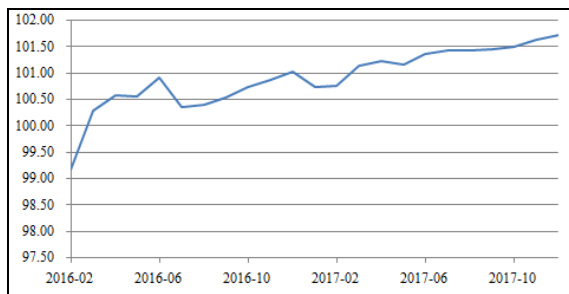
## 2. 房地产行业

### (1) 房地产开发行业

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度

的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图3 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017

年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

## （2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上

涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

### （3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过

60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

### （4）政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。

2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《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》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着

力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

### 3. 区域经济概况

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区的战略定位和强劲发展为公司创造了良好的外部环境。

根据“2017年厦门市国民经济和社会发展统计公报”，2017年，厦门市全年地区生产总值（GDP）4351.18亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值23.23亿元，增长2.1%；第二产业增加值1815.92亿元，增长7.2%；第三产业增加值2512.03亿元，增长7.9%。三次产业结构为0.5：41.7：57.8。按常住人口计算的人均地区生产总值109740元，增长5.5%，折合16253美元。

国内贸易方面，2017年，厦门市社会消费品零售总额1446.74亿元，比上年增长12.7%。其中商品零售1297.73亿元，增长13.5%；餐饮收入149.01亿元，增长6.2%。限额以上企业实现零售额1047.01亿元，增长15.5%，占全市社会消费品零售总额的72.4%；限额以下单位实现零售额399.73亿元，增长6.1%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有183家，实现零售额873.02亿元，净增147.75亿元，增长20.4%。

固定资产投资方面，2017年，厦门市固定资产投资（不含农户）2381.46亿元，比上年增长10.3%，分产业看，第一产业投资下降13.1%，

第二产业投资增长9.6%，第三产业投资增长10.4%，三次产业投资比例为0.1：17.8：82.1。

总体看，公司所在厦门区域工业逐步回暖，拉动经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2018年3月底，公司是国有独资企业，实际控制人是厦门市国资委。

### 2. 企业规模

公司为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市国有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。

目前，公司已形成供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，其中公司供应链物流服务业以大宗商品贸易为主，物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、大宗商品采购分拨为主营的大物流产业群。以供应链物流服务业为主营业务的象屿股份已于2011年8月29日在上交所成功重组上市。截至2017年底，象屿股份（合并）资产总额455.56亿元，所有者权益160.43亿元；2017年，象屿股份实现营业收入2032.91亿元，利润总额12.86亿元。截至2018年3月底，公司持有象屿股份股权中6637.60万股用于质押，质押比例为8.24%。

公司土地开发及房地产板块包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，其中房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展到重庆、长沙、福建南平及福州等区域。截至2018年3月底，公司房地产业务土地储备面积合计165.53万平方米，其中，并表土地储备面积22.21万平方米。公司于2014年开始在

黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并积极布局玉米深加工板块，目前粮食收储基本处于满仓，玉米深加工业务已于2016年底投产，2017年，富锦项目及北安生化项目产量分别是70.99万吨和64.72万吨；2017年分别实现收入13.09亿元和11.66亿元。公司类金融服务及其他主要涉及资产管理、担保、典当等领域的投资。

总体看，公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面具备优势。

### 3. 人员素质

公司高级管理人员5名，其中总经理1名、党委副书记1名、副总经理3名。

公司董事长张水利先生，52岁，本科学历，现任公司党委副书记、董事长、象屿股份董事长，1985年2月至1990年1月任同安大嶝农行营业所会计、同安新于农行营业所会计；1990年2月至1994年5月任厦门银城企业总公司财务部副经理、经理；1994年6月加入公司，历任厦门象屿保税区贸易有限公司财务经理；厦门象屿宝发有限公司副总经理；厦门象屿国际贸易有限公司总经理；象屿集团贸易中心总经理、公司副总经理、总经理。

公司总经理陈方先生，54岁，博士学历，现任公司党委副书记、总经理、董事，历任福建师范大学助教、讲师、副教授；福建国际经济技术合作公司总经理助理、副总经理；福建中福实业股份有限公司副总经理；厦门象屿建设集团有限责任公司总经理；公司总经理特别助理、党委委员、副总经理。

截至2018年3月底，公司合并范围内员工总数8104人，按学历划分，高中及以下占30.17%，中专占10.82%，大专及本科占54.50%，研究生及以上占4.50%；公司拥有职称人数合计469人，按职称划分，初级职称占38.38%，中级职称占47.97%，高级职称占13.65%；按年龄划分，30岁以下占37.46%，

30~40岁占36.40%，40~50岁占20.45%，50岁以上占5.69%。

总体来看，公司高管人员业务管理能力较强；公司员工以中青年员工为主，文化素质能满足公司发展要求。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

根据公司章程，公司按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构，董事会由7名董事组成，其中：董事长1名、副董事长1~2名、职工代表1名，任期三年。董事长、副董事长按照《公司法》和《厦门市国有企业领导人员任用暂行办法》有关的程序任免，董事会其他成员由市国资委或其授权管理机构会同有关部门委派。职工代表董事由公司职工代表大会或其他形式民主选举产生。董事长为集团公司的法定代表人。董事会决定集团公司的发展规划和经营方针、经营计划和投资方案等，并依照有关规定和程序解聘集团公司总经理、副总经理、财务负责人等。

公司设立监事会，成员由5人组成。监事会设主席1名、监事2名、职工代表监事2名（其中监事会副主席1名），任期三年。监事会成员中的3人由市国资委或其授权管理机构委派，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事会主席、副主席按照《公司法》和《厦门市国有企业领导人员任用暂行办法》有关的程序任免。监事会向检查公司财务及其彻执行有关法律、法规和公司章程的情况，检查企业的经营效益、利润分配等情况，对董事、高级管理人员执行企业职务行为进行监督，并对其经营管理业绩进行评价，提出奖惩、任免建议。

公司设总经理1名，实行董事会领导下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。总经理任期三年。总经理对董事会负责，主持

集团公司的经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施集团公司年度经营计划及投资方案，拟定集团公司内部管理机构设置方案和基本管理制度，提出集团公司年度财务预算方案和决算方案以及收益分配方案，负责编制年度财务会计报告，聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的人员，拟定全资子公司的章程及公司设立、合并、变更、重组形式、解散及清算方案，并列席董事会会议。

### 2. 管理水平

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了内部管理和控制制度，包括关于《财务负责人管理暂行规定》、《预算管理制度》、《集团担保管理办法》等。

资金管理方面，公司建立《融资管理办法》、《授信管理办法》、《开户管理办法》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对各子公司实行资金集约管理，并根据其五年财务规划、年度财务预算，每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况；公司对投资企业进行内部授信，确保行业发展的资金需求，业务板块间资金额度不能串用。

财务管理方面，财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，明确各层级财务机构在财务战略和规划、部门建设、财务会计制度建设、财务信息管理等财务会计方面的事权和责任。公司制定《财务负责人管理暂行规定》，建立财务人员综合评价体系，加强对财务经理的考评、聘用、晋级、降级等管理。公司建立了《预算管理制度》，推行全面预算管理。

投资管理方面，公司制定了《投资管理暂行办法》，投资决策按照集中管理、分层决策的原则进行。各级决策部门在对投资项目的方向定位、内外部环境、投资运营方案、经济可行性等进行全面评估的基础上对具体投资方案做出决策。公司投资管理部为公司投资项目管理的职能部门，公司资本运营部负责战略持股项目的论证和实施。

融资管理方面，公司制定《融资管理办

法》，规范公司融资管理，明确各层级融资工作职责。公司将向金融机构的间接融资以及按法定程序发行的在一定期限内还本付息的有价证券（包括不限于企业债券、1年期以上的中期票据及短期融资券等）均纳入管理范畴。公司根据年度预算管理的要求编制融资计划，并经公司董事会通过确定年度融资额度。

担保制度方面，公司制定了《担保管理办法》，集团下设担保管理小组和担保工作小组，担保管理小组作为集团及投资公司对外担保的管理决策机构。集团担保工作小组对被担保人（全资子公司除外）的资信状况及该担保事项的收益和风险进行充分分析并向担保管理小组提交书面申请及尽职调查报告，同被担保人提出的担保申请一齐经过集团财务中心资金部、集团担保管理小组、董事会或股东大会审议和批准。集团及投资公司不得为个人提供担保。

总体看，公司法人治理结构合理，各项规章制度较为健全，管理水平符合业务要求。

## 七、重大事项

### 子公司象屿股份完成配股发行

2017年7月3日，子公司象屿股份召开第七届董事会第十三次会议审议通过配股相关议案，并于2017年7月获得厦门市国资委及象屿股份临时股东大会批准，于2017年11月30日获得中国证券监督管理委员会核发的《关于核准厦门象屿股份有限公司配股的批复》（证监许可【2017】2203号）。

本次象屿股份配股以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每10股配售2.5股的比例向全体股东配售，配售股份数量为292694850股，配股价格6.10元/股，本次募集资金全部用于补充象屿股份供应链管理与流通服务业务所需的营运资金。截至认购缴款结束日2017年12月26日，配股有效认购数量286959844股，占本次可配股份总数的98.04%，配股发行成功，认购金额人民

币17.50亿元，新增股份已于2018年1月8日上市流通。

本次配股完成后，象屿股份股本变更为1457739247股，公司直接持有象屿股份股权53.97%，通过象屿地产集团有限公司间接持有象屿股份股权1.41%，公司仍为其控股股东。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

公司以供应链管理为主业，辅以房地产开发及类金融业务。2016年以来，公司加快供应链业务的拓展，同时大宗商品价格回暖，带动公司收入迅速增长，2017年实现营业收入2140.89亿元。

从收入构成来看，2015~2017年，公司物流供应链业务规模快速扩张，年均复合增长84.19%，2017年实现收入2032.91亿元，同比增长70.74%，主要是①2017年以来公司主要贸易产品行情回暖，量价齐升；②公司实体全程供应链项目日趋成熟，同时公司借助资本合作，与相关产品行业龙头设立合资公司，综合导致物流供应链业务收入大幅增加。2017年，物流供应链业务占营业收入比重为94.96%，同比略有下降仍为公司收入主要来源。近三年，房地产业务收入受项目结算的周期性影响波动增长，2017年实现收入74.06亿元，同比增长92.01%，占营业收入比重增长至3.46%。类金融及其他收入2017年大幅增长至33.92亿元，主要系深加工板块收入规模增加所致，占比仍较小，2017年占营业收入的1.58%。

从毛利率来看，2015~2017年，物流供应链业务毛利率呈下降趋势，2017年，物流供应链毛利率水平下降至2.32%，主要是由于公司实体企业全程供应链项目模式处在培育初期，对客户的增值服务收益尚未充分挖掘体现，收益水平尚未匹配收入增幅；同时公司加大对核心物流资源的布局，固定成本负担持续增长，整体毛利水平低；公司房地产业务收入及毛利率存在一定的波动性，主要系2016年结转的

上海闸北项目毛利偏高带动当期综合毛利率水平提高,2017年房地产业务毛利率正常回落至26.75%;公司类金融及其他业务毛利率近三年呈下降趋势,2017年同比下滑至32.30%,系新设板块如深加工制造业尚在业务培育期,毛利率偏低所致,受限于收入规模,对综合毛利率影响很小。

2018年1~3月,公司实现营业收入480.31

亿元,同比增长13.12%,其中物流供应链业务同比增长15.72%,延续增长态势,占营业收入比重为97.20%,毛利率水平增长至3.02%。同期,房地产业务结转收入3.17亿元,同比下降79.63%,主要是项目竣工结算面积下降,确认收入规模下降所致,毛利率较增长至41.14%。当期公司综合毛利率为3.78%,较2017年全年略有增长。

表1 公司营业收入及毛利润情况(单位:亿元、%)

业务种类	2015年				2016年			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
物流供应链	599.23	91.33	22.83	3.81	1190.67	96.07	40.44	3.40
房地产	52.60	8.02	10.01	19.03	38.57	3.11	18.60	48.21
类金融及其他	4.28	0.65	2.76	64.56	10.14	0.82	4.52	44.59
<b>合计</b>	<b>656.11</b>	<b>100.00</b>	<b>35.61</b>	<b>5.55</b>	<b>1239.38</b>	<b>100.00</b>	<b>63.56</b>	<b>5.13</b>
业务种类	2017年				2018年1-3月			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
物流供应链	2032.91	94.96	47.18	2.32	466.88	97.20	14.11	3.02
房地产	74.06	3.46	19.81	26.75	3.17	0.66	1.31	41.14
类金融及其他	33.92	1.58	10.96	32.30	10.25	2.13	2.75	26.83
<b>合计</b>	<b>2140.89</b>	<b>100.00</b>	<b>77.95</b>	<b>3.64</b>	<b>480.31</b>	<b>100.00</b>	<b>18.17</b>	<b>3.78</b>

资料来源:公司提供

注:物流供应链中的贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

## 2. 物流供应链

公司物流供应链业务主要由大宗商品采购供应、综合物流服务和物流平台(园区)开发运营构成,其中大宗商品采购供应占物流供应链板块的比重最大,近三年分别为95.20%、92.86%和92.63%。

### (1) 大宗商品采购供应

#### 业务模式

大宗商品采购供应经营主体为子公司象屿股份本部的贸易事业部及象屿股份的控股子公司,为公司营业收入的主要来源。公司贸易品种主要涉及化工产品、金属材料和农副产品,三者合计占贸易业务收入的93%以上。公司贸易业务分为进口业务、出口业务与国内贸易,以国内贸易为主,2015~2017年,国内贸易比重分别为73.91%、80.12%和81.40%。目前,公司国内贸易已形成以厦门、上海、广州、

天津为核心辐射全国的战略布局,销售区域主要集中在华东地区、福建地区、华南地区、华北地区;进出口贸易则以进口为主,主要集中在亚洲和拉美。

公司贸易业务模式可分为代理、自营和分销。其中,代理业务是指受委托方的委托代为采购或销售某种货物的业务。在这类业务中,公司不承担市场价格波动引起的风险、商品质量风险、商品保管风险和信用风险,利润提前锁定,公司仅收取代理费收入。自营业务是指以赚取市场价格波动利润为主要目标,先与上游供应商签定采购合同,持有货物然后等待市场价格上扬后再卖出的业务,盈利主要来自于买卖价差利润。分销业务包括长约采购、长约销售和锁销售,长约采购业务是通过与有长期分销需求的上游供应商签订长期的采购协议,每批采购分次定价,公司二次定价后分销



给下游客户；长约销售业务是指与有长期采购需求的下游企业签定长期销售合同，公司组织货源销售给下游企业；对锁销售业务是指在向下游企业销售一定数量的某产品的同时向上游供应商采购同等数量规格品质的产品。分销业务的盈利主要来自于分销产品买卖价差利润以及相关的服务收入，通过长约采购、长约销售、对锁销售等方式提高采购和销售的渠道及规模的稳定性，并通过定价对锁降低价格波动带来的风险。

经过多年的业务模式转型，公司新增实体企业全程供应链服务项目和代采代销服务项目，同时，公司与多家民营贸易企业成立合资公司拓展业务资源。公司的大宗贸易业务逐步转向以产业型、工厂型客户为主，服务于产业需求，主要利润来源于对锁价差收益和服务收益，自营业务赚价差不再是主要利润来源。公司的大宗贸易业务主要依靠增加物流增值服务、提升客户原材料、产成品采购分销效率，来提高盈利能力。

价格风险方面，公司采取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、但方向相反的期货商品（期货合约），达到规避价格风险的目的（会计处理方面，由于公司

将期货合约的持有与处置作为规避现货市场风险的手段之一，难以同时满足套期保值会计要求，因此 2014-2016 年未使用套期保值会计处理方法，故在投资收益中反映。2015 年 11 月 26 日，财政部发布了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18 号），自 2016 年 1 月 1 日开始执行，为了更加合理的体现公司的期货业务及风险管理，公司自 2017 年 1 月 1 日起选择执行《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18 号）。公司将买入的期货合约计入衍生金融资产/负债，期货持有期间价值波动计入公允价值变动损益，期货平仓后收益/亏损计入投资收益。）。

结算方面，对于钢材贸易上游供应商，40%~50%为款到发货，30%~40%付银行承兑汇票、凭票提货，20%左右采用预付款形式。其他商品约 60%~70%采用预付货款方式结算。在与下游客户结算方面，为防范客户信誉风险，公司采取保证金跟踪措施，一般公司向下游收取 15~20%的保证金，如果价格下跌，公司要求客户进行保证金追加；对于下游客户由于价格下跌放弃货物的情况，公司会采取相应处置措施同时保留对货物处置权利。同时，公司对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。

表 2 公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
化工产品	948272.07	16.62	2058292.86	17.88	4578525.73	23.09	765331.00	16.85
金属矿产	3476686.72	60.94	7965630.90	69.21	13746819.21	69.32	3335487.93	73.43
农副产品	1185768.82	20.78	755333.33	6.56	935034.21	4.71	349808.43	7.70
其他	94463.53	1.66	730092.15	6.34	571290.85	2.88	91999.51	2.03
<b>合计</b>	<b>5705191.14</b>	<b>100.00</b>	<b>11509349.23</b>	<b>100.00</b>	<b>19831670.00</b>	<b>100.00</b>	<b>4542626.87</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

注：2015 年林产品营业收入纳入农副产品中，未在其他业务收入中；2015 年其他业务中主要包含平行进口车、白色家电类、集采业务和其他商品等；2016 年其他贸易品种包含平行进口车、白银和其他产品等；2017 年其他贸易品种包含平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。

### 金属矿产贸易

金属矿产主要包括黑色金属（含钢材）、有色金属、矿产品类等，2017 年占比分别为 73.58%、16.92%和 9.40%。2015~2017 年，

公司金属材料贸易规模快速增长，年均复合增长 98.85%。2016 年以来，随着供应链服务的逐步完善，公司与上下游客户合作进一步增强，开展实体企业全程供应链服务项目、代采

代销模式、并建立多家合资公司，业务资源逐步丰富，同时，钢材类等大宗商品价格回暖，共同带动公司业务规模快速增长。2017 年公司金属材料实现销售收入 1374.68 亿元，同比延续大幅增长态势。2017 年，金属材料进出口贸易和国内贸易占比分别为 13.47% 和 86.53%；毛利率分别为 1.63% 和 1.59%，同比有所下滑。

公司于 2015 年开展实体企业全程供应链服务并于 2016 年实现快速增长，具体经营模式为：公司选取设备先进、自然条件和区位优势明显的钢铁企业，介入其生产调度（不持有其股权），同时派驻人员长期驻扎在工厂负责企业的生产计划和库存管理，由公司 100% 负责钢厂的原材料代采及成品代销。会计处理方面，公司对钢厂的原料销售价及成品采购定价按照公司对外原料采购价及对外销售成品销售价的固定比例定价<sup>1</sup>，原材料及成品计入公司存货，公司不承担价格波动风险。目前实体企业全程供应链服务基本采用以销定产模式，公司与工厂之间无预付款，结算周期约 30 天，一般以现金结算。截至 2018 年 3 月底，公司实体企业全程供应链服务项目共 3 个<sup>2</sup>，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。2017 年，实体企业全程供应链服务收入 403.47 亿元，同比大幅增长 163.72%，主要是由于公司于 2017 年新增 1 个项目，同时大宗商品行情回暖导致贸易业务量价齐升，当期实现毛利率 0.59%，同比有所下滑，主要系 2017 年新增项目费率较低，同时公司实际收益来自资金占用费，由于资金周转效率提升，实际资金占用规模未呈现大幅增长所致。2018 年 1~3 月，实体企业全程供应链服务项目实现销售收入 90.87 亿元，毛利率 0.79%。

代采代销模式下，公司为合作客户提供一半以上的原材料采购及产成品销售，业务模式及会计处理与实体企业全程供应链服务相似，

<sup>1</sup>原料销售及成品销售确认收入，原料采购及成品采购确认成本。

<sup>2</sup>2017 年公司新增 1 个实体企业全程供应链项目，2018 年一季度减少 1 个实体企业全程供应链服务项目。

但公司不参与其生产调度，生产计划由客户确定，公司仅根据客户需求进行原料代采和产成品代销，原材料价格波动风险由客户承担，公司与客户之间无预付款，结算周期为 30 天，一般以现金结算。截至 2018 年 3 月底，长期稳定且体量较大的主要合作客户为江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”），主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁；2017 年，公司该模式为金属材料贸易贡献收入 194.71 亿元，毛利率 3.32%。2018 年 1~3 月，代采代销业务模式实现销售收入 91.17 亿元，毛利率 2.41%。

2016 年以来，公司与多家民营贸易企业成立合资企业，主要包括厦门象屿铝晟有限公司（公司持股 51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（公司持股 60%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股 59.21%）、河南象屿铝晟矿产品有限公司（公司持股 51%）等，公司将部分合资公司纳入合并范围，并由公司派驻总经理、财务人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展贸易业务，带动铝产品、矿产品、石油贸易收入大幅增长。目前，公司将合资公司等同于事业部管理，贸易模式及风险控制与公司现有贸易模式相同，合资企业之间相互独立，但对于相同类型的原材料公司会进行合并，集中采购。2017 年合资公司为公司金属材料贡献收入 76.27 亿元。2018 年 1~3 月，合资公司实现金属材料销售收入 26.46 亿元，为 2017 年全年的 34.69%，主要是由于 2018 年一季度，公司新增象屿宏大供应链有限责任公司所致。

### 化工产品贸易

化工产品贸易品种主要以有机类、塑化类为主，2017 年上述产品销售额占化工材料销售总额的 80.15% 和 16.00%。2017 年化工材料进出口贸易及国内贸易占比分别为 22.45% 和 77.55%，毛利率分别为 2.02% 和 0.71%。2015~2017 年，公司化工产品贸易逐年增长，2017 年，公司化工产品贸易收入大幅增长 122.44% 至 457.85 亿元，主要是由于公司与民营贸易

企业成立合资公司象屿（厦门）石油有限公司（持股比例 51%），借助合作方项目资源开展贸易业务；同时有机类业务（如乙二醇）不断深化平台服务内容，业务量增长所致。2018 年 1~3 月，公司化工产品实现收入 76.53 亿元，同比小幅下降 5.41%。

公司与中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司、新疆中泰化学股份有限公司等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。同时依托各地分公司，搭建起全国销售网络，以直接销售给下游厂家为主，同时部分产品与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。目前，化工产品部分通过对锁方式给下游客户，其余部分自营，自营部分通过期货套期保值控制价格风险。

#### 农副产品贸易

公司农副产品主要以粮食类、油脂油料类和木材类为主，2017 年占比分别为 55.58%、14.33% 和 18.29%，经营主体主要为厦门象屿物流集团有限责任公司和大连象屿农产有限公司（以下简称“大连象屿农产”）。其中大连象屿农产系黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）子公司，公司于 2013 年 9 月出资 4 亿元与穆氏家族合作，共同设立象屿农产（持股比例为 80%<sup>3</sup>）；截至目前象屿农产注册资本 21.25 亿元，其中公司出资 17.00 亿元。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食代收和销区的粮食贸易等业务（仅粮食贸易收入计入农副产品

板块）。

象屿农产设立了大连粮食综合贸易平台，形成多元化的粮食采购与分销服务平台，公司粮食贸易供应商以中小型公司为主，部分玉米通过乌克兰进口，供应商较为分散；下游客户主要为大饲料厂，公司与哈尔滨海大饲料有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司和新希望集团有限公司等国内前十大饲料厂均建立了战略合作关系。结算方面，饲料厂对公司一般货到付款，结算周期通常为 7~15 天。

2015~2017 年，公司农副产品有所波动，其中 2016 年同比大幅下滑 36.30%，主要是 2015 年以来北粮南运受限及玉米临储政策取消，致使部分产品价格倒挂，农副产品贸易业务经营风险加大，公司控制贸易规模所致；2017 年农副产品收入同比增长 23.79%，当期公司农副产品国内贸易和进出口贸易占比分别为 68.52% 和 31.48%，毛利率分别为 9.09% 和 3.54%，其中国内贸易毛利率大幅提升 4.30 个百分点至 9.09%，主要是由于象屿农产玉米和食用油产品把握行情能力提高，毛利率和贸易量同时增长，以及合资公司象屿盛洲开展业务毛利率偏高共同作用所致。

#### 其他贸易产品

公司其他贸易主要产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。其中 2016 年公司其他贸易业务实现收入 73.01 亿元，同比大幅增加，主要为平行进口车规模扩大同时白银贸易业务增长所致，二者当期分别实现收入 36.00 亿元和 30.00 亿元。公司其他贸易产品 2017 年实现收入 57.13 亿元，同比下降 21.75%，主要是由于白银等部分商品重分类至金属材料所致。

公司于 2015 年开始经营平行进口汽车贸易，在原有汽车国际保税仓业务基础上，与福建车库巴士汽车有限公司设立福建省平行进口汽车交易中心有限公司（公司持股比例 60%），作为平行进口汽车贸易业务运营主体，整合国外采购渠道和进口车源。目前平行进口汽车以代理为主，自营业务采用卖单或下家锁

<sup>3</sup> 2017 年 12 月，因象屿农产原参股股东依安县泰丰商贸有限公司（以下简称“泰丰商贸”）在经营中存在短期融资需求，拟将其持有的象屿农产 20% 股权（以下简称“标的股权”）转让给厦门象金投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“象金投资”，象屿金控通过厦门象屿资产管理运营有限公司持有 3.04% 股权，兴业国际信托有限公司持有其 96.96% 股权）。双方约定，泰丰商贸有权在象金投资支付股权转让款之日起 6 个月内进行回购。在回购期届满后，泰丰商贸由于资金周转等方面的原因未能进行回购，书面表示放弃回购权，公司与泰丰商贸的合作关系将终止，象金投资受让标的股权旨在获得融资收益，无意长期持有标的股权和参与象屿农产的经营管理，在泰丰商贸明确放弃回购权后，拟对外出售标的股权；基于象屿农产系公司农产品供应链的核心企业，为避免不确定的第三方受让标的股权给象屿农产未来公司治理与发展决策等方面产生不确定性，公司于 2018 年 7 月 13 日发布公告，拟向象金投资收购黑龙江象屿农业物产有限公司 20% 股权，完成收购后，公司将持有该公司 100% 股权，本次交易象屿农产 20% 股权评估值余约为 6.6169 亿元，截至本报告出具具体尚未完成。

定的形式来进行。汽车品牌主要有丰田、奔驰、宝马、路虎、奥迪、日产等车型，采购渠道主要为中东地区、欧洲地区和北美地区。结算方面，进口采用开立信用证结算方式，销售则收取现款。2015~2017年，公司汽车供应链业务分别进口代理车辆 1511 台、10439 台和

13890 台，实现收入分别为 2.62 亿元、36.00 亿元和 49.25 亿元。2018 年一季度累计进口车辆 1824 台，总额 9956 万美元，实现收入 8.00 亿元，主要是由于当期白银等商品重分类至金属材料的原因，公司其他贸易收入同比下降 21.75%。

表 3 粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	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
仓储收入	54927.30	76.85	125346.56	55.10	106923.91	60.23	23981.98	54.24
装卸收入	26663.19	44.55	25222.45	40.24	4268.69	-37.93	1650.32	-27.29
烘干收入	15188.30	26.12	9947.60	-15.84	615.81	-909.26	1161.42	-19.73
合计	96778.79	59.99	160516.61	48.37	111808.41	51.15	26793.72	46.02

资料来源：公司提供

## （2）粮食收储、合作种植及玉米深加工 粮食收储

除粮食贸易外，象屿农产还从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食收储等业务。截至 2017 年底，象屿农产总资产 154.94 亿元，所有者权益 38.33 亿元，2017 年实现营业收入 62.30 亿元，实现净利润 2.80 亿元。2018 年 3 月底，象屿农产总资产 157.47 亿元，所有者权益 39.32 亿元，2018 年 1~3 月实现营业收入 23.54 亿元，实现净利润 0.99 亿元。

公司粮食收储业务流程如下：公司于当年 9 月至次年 4 月份按照国家规定的收储价格采用现金向农民收购玉米、水稻等粮食，之后经过烘干、仓储，运输交给国家粮库，粮食收储后由中储粮验收入库，并按季度给予象屿农产收粮费用补贴<sup>4</sup>、保管费用补贴和出库费用补贴（均计入仓储收入），公司还提供装卸及烘干服务。计费方式方面，2017 年 2 月起国储粮仓储补贴由以往的 86 元/吨下调为 80 元/吨，同比略有下降，粮食入库后，根据国家决定 3 年内逐渐出仓。

公司在收粮过程中代收粮食不计入公司存货，为扩大收储规模，象屿农产在开秤前通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）的自营贷款及委托贷款业务，向农

户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务。发放给农户和收粮经纪人的自营贷款和委托贷款一般在收粮季期间陆续收回。截至 2018 年 3 月底，象屿小贷发放自营贷款余额 2191.48 万元，公司通过象屿小贷发放委托贷款余额 434.00 万元，截至 2018 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

象屿农产除自行收储之外，还与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，通过为其提供资金及相关服务收储粮食，交粮获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益计入投资收益科目。截至 2018 年 3 月底，公司粮食仓储能力达到 1510.31 万吨，其中自有粮食仓储能力 1242.20 万吨，合作粮食仓储能力<sup>5</sup>268.11 万吨。

粮食收储规模方面，2015~2016 年收粮季，公司共代收粮食 772.20 万吨，其中玉米收储垫付资金回款周期为 1 个月，预付粮食款最高占用额为 50 亿元；2016 年受玉米国家临储政策取消影响，公司粮食收储规模大幅下降，2016~2017 年收粮季，公司仅收储水稻 146.66 万吨；2017~2018 年收粮季，公司收储水稻 125 万吨，同比进一步下滑。

<sup>4</sup>其中收粮费用补贴直接冲抵收粮成本，保管费用和出库费用补贴计入仓储收入。

<sup>5</sup>公司与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，通过为其提供资金及相关服务收储粮食，交粮获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益计入投资收益科目。

粮食出库方面，2015~2017年，公司粮食分别出库7946吨、13.11万吨和185.88万吨，2017年同比增长明显，但轮出规模仍较小，目前仓库基本仍属于满仓状态，虽玉米国家临储政策取消，但玉米陈粮轮出速度较慢，未来1~2年仍可以维持较高仓储利润率，但随着玉米陈粮的逐步轮出，公司因承担国储粮保管任务而获取的收入未来规模将逐步缩减。2017年，公司粮食代收业务实现收入11.18亿元，其中仓储收入同比下降14.70%，主要是由于玉米陈粮轮出所致；装卸收入大幅下降，主要是由于公司收储规模大幅缩减所致。

### 合作种植

除粮食收储外，象屿农产还开展合作种植业务，业务模式：公司从种植大户及合作社手中将种植土地流转至公司名下，然后以合作种植的模式分包给种植大户及合作社种植。在种植过程中，象屿农产向种植大户及合作社提供资金支持、种子、化肥、农机具等服务；种粮大户及合作社具体负责实际种植事项，如人工、农药、农机等。合作所种粮食成熟后交给象屿农产收储，后续再将粮食按市场价格结算后，象屿农产与种粮大户及合作社进行收益分成，将相关利润计入投资收益，2015~2016年收粮季来自合作种植部分粮食收储达103.43万吨，2015年，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮232万亩。

2016年，玉米国家临储政策取消，公司调整合作种植政策，玉米合作种植由原来合作包地盈亏互担的紧密型合作转变为仅提供资金服务的松散型合作模式，同时整体合作种植品种调整为以水稻为主。2016~2017年收粮季，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮150万亩，其中玉米合作种植面积50万亩，水稻合作种植面积100万亩，2016~2017年收粮季来自合作种植部分粮食收储为30.83万吨。2017~2018年收粮季，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮8.91万亩，其中玉米合作种植面积0.57万亩，水稻合作种植面积7.9万亩，大豆合作种植面积0.44万亩，合作种植规模同比大

幅下降，2017~2018年收粮季来自合作种植部分粮食收储为6万吨。

合作种植过程中，象屿小贷通过自营贷款业务放贷给种植大户，公司将贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入收入。截至2018年3月底，象屿小贷为合作种植提供贷款余额872.20万元。2017年，象屿农产共取得合作种植与合作收粮投资收益合计27.68万元，同比进一步下降。

### 玉米深加工

由于玉米价格回归市场化水平，玉米深加工行业成本优势显现，同时近年来国家及东北各省出台扶持政策，对深加工行业利好，基于此公司提前积极布局玉米深加工板块。公司于2015年8月成立黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”，注册资本6亿元，公司持股56.33%<sup>6</sup>），并先后成立项目公司在玉米产区富锦、北安各新建60万吨玉米深加工项目。其中，富锦深加工项目已于2016年10月投产，北安深加工已于2016年11月投产，富锦及北安深加工项目合计产能：年加工淀粉144.8万吨，清洁米30万吨，加工农副产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等32.3万吨。2016年投产至当年年底，富锦项目已生产淀粉8.82万吨，北安生化项目已生产淀粉4.99万吨，分别实现收入1.17亿元和0.15亿元；2017年，富锦项目及北安生化项目产量分别是70.99万吨、64.72万吨；收入分别是13.09亿元和11.66亿元。公司目前在建深加工项目还包括绥化象屿金谷生化项目，项目总投资416407.67万元，其中建设投资380356.95万元，建设期利息14894.77万元，铺底流动资金21155.95万元，年深加工150万吨玉米，产品包括结晶葡萄糖发酵用糖、苏氨酸、色氨酸等。

总体看，2017年公司粮食收储规模大幅下降，粮食收储通过预付粮食款、合作种植以及委托贷款对公司资金形成的占用相应大幅减少。考虑到粮食政策性轮转出库提速但进度仍

<sup>6</sup> 其他股东为黑龙江金谷粮食集团股份有限公司持股35%（实际控制人黑龙江粮食局），依安县鹏丰投资有限公司持股8.67%。

较慢，未来1~2年内仓容率仍可得到保证，但随着陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模未来将下滑。同时，公司布局深加工行业有望成为未来新的收入及利润增长点，但需关注其投资规模及资金压力。

### (3) 综合物流服务和园区开发运营

公司物流业务主要由下属子公司厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（公司直接持股74.12%，以下简称“速传供应链”）负责。公司物流服务业务包括基础性物流服务和综合物流服务，其中，基础性物流服务主要是指单

项物流操作能力，包括港口装卸运输、堆场、报关、仓储、配送等，综合物流服务主要有货运进出口代理、多式联运、进口清关、港口物流服务、配送等集多个单项物流操作的专业服务，并依托综合的物流服务能力 and 网络平台为客户提供一体化物流服务方案。目前，公司仅有约10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求，钢材内贸物流约25%为承接公司贸易业务形成的物流需求，其余约65%均为承接公司运营的物流园区企业的物流需求以及社会其他客户的需求。

表4 公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年1-3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	108469.00	10.21	109446.00	12.84	222119.99	9.17	72906.74	9.31
运输装卸收入	7494.00	7.05	6477.00	14.00	6309.81	19.65	1485.28	16.92
空运收入	918.00	18.28	1241.00	16.36	789.89	12.20	976.93	12.98
堆场收入	16725.00	22.89	15095.00	31.00	16141.03	23.49	3370.31	21.83
报关收入	383.00	64.82	349.00	81.85	116.4	93.89	24.62	62.10
仓储收入	3799.00	7.43	3789.00	0.88	4183.22	0.78	1353.86	0.82
其他收入	21546.00	13.14	65092.00	7.51	9245.53	60.78	443.13	62.43
<b>合计</b>	<b>159334.00</b>	<b>11.90</b>	<b>201489.00</b>	<b>12.43</b>	<b>258905.87</b>	<b>12.08</b>	<b>80560.87</b>	<b>10.18</b>

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司物流业务收入逐年增长，2017年，公司物流业务实现收入25.89亿元，同比增长28.49%，主要来自货代及综合物流收入的增长，同期物流业务毛利率为12.08%，同比变化不大。分板块看，2017年货代及综合物流收入22.21亿元，同比大幅增长102.95%，主要是由于2017年口径调整，原放在其他收入的其他工程物流项目调整到货代及综合物流收入所致，当期毛利率9.17%，同比下降3.67个百分点；同期，其他收入大幅下降至9245.53万元。2018年1~3月，公司物流业务收入8.06亿元，同比增长41.90%，毛利率为

10.18%，较上年同期下降1.94个百分点。总体看，公司物流业务种类丰富，物流链较为完整，公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源投放方向；不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和毛利润不断增长。

堆场方面，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场，截至2018年3月底，堆场总面积为33.83万平方米，场装总面积6.45万平方米，修箱场总面积4.39万平方米，共计拥有冷藏箱插座296个。公司拥有福建省现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料。

表 5 截至 2018 年 3 月底公司自营堆场情况（单位：平方米、个）

地理位置	厦门		福州	
	海天港区	海沧港区	马尾青州港区	福清江阴港区
堆场类型	非保税	保税/非保税	非保税	非保税
堆场总面积	115177.14	138419.02	21807	62897
场装面积	37843.199	21596.66	1813	3220
修箱场面积	19317.17	21561.92	1800	1200
冷藏箱插座	180	60	32	24

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2018 年 3 月底，公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过 50 万平方米，其中自营仓库面积（包括保税区和非保税区）为 13.07 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海外宝山区、广州黄埔港区。

运输服务方面，公司提供包括汽运、航运的一体化的运输服务，截至 2018 年 3 月底，公司在厦门、福州口岸自有拖车 110 余部；拥有一条 5000 吨级散货船，并与国内多家内贸散货、集装箱船公司保持良好的战略合作关系。此外，公司参股厦门现代码头有限公司 12.50% 的股权和厦门集装箱码头集团有限公司 10.00% 的股权。

公司为进一步拓展供应链策略，积极搭建物流平台，以期实现“货源+可靠仓库+配套物流仓储加工运输”的一条龙服务。目前，公司已投产物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园、五金机电物流集散中心和晋江物流园区等，主要对外出租收取租金收入，截至 2018 年 3 月底，主要物流园区合计占地面积 35.71 万平方米。

2018 年 2 月 28 日，象屿股份与厦门五店港物流供应链有限公司（以下简称“五店港物流”）签署《关于收购厦门象道物流有限公司 20% 股权的意向性协议》，象屿股份以自有资金收购五店港物流持有的厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）20% 股权<sup>7</sup>，交易

对价 31620 万元，并于 2018 年 5 月完成工商变更，变更后象屿股份持有象道物流 60% 股权并获得其实际控制权。

象道物流于 2017 年 6 月 5 日设立，主营公铁运输、多式联运、仓储配送、供应链金融等业务的大宗货物运输配送网络公司，目前运力已覆盖河南、陕西、江西、青海、新疆、山西、贵阳、四川、广西、云南、福建等省市，主要资产包括：铁路专用线 18 条，累计近 38 公里；集装箱堆场面积 533 万平方米（其中自有堆场 394 万平方米，租赁堆场面积 139 万平方米）、仓库面积逾 40 万平方米（均为自有）；集装箱卡车、厢式货车，以及行吊、叉车等装卸起重设备、包装设备等；自备标准集装箱约 20000 个，自备造箱能力 6000 个/年。截至 2017 年底，象道物流资产总额为 35.20 亿元，净资产 15.86 亿元。象道物流于 2017 年 8 月份正式开始各项业务经营，2017 年 8~12 月营业收入 8.10 亿元，净利润 8141 万元。本次交易符合公司构建大物流布局体系、强物流服务能力战略规划，有助于公司初步构建全国性的铁路物流服务网络，进一步完善物流网点布局，开拓铁路物流服务领域的新利润增长点。

利润不足上述约定的，五店港物流应在审计报告出具后的 10 个工作日内以现金方式向象道物流补足差额部分；否则，公司有权要求五店港物流按照其应向象道物流补足的差额款项乘以公司所持象道物流的股权比例（即 60%）向公司作出赔偿。业绩承诺和业绩补偿期间，五店港物流以其持有的象道物流的 40% 股权向公司提供担保；同时，未经公司书面同意，五店港物流不得向任何第三方以任何形式直接或间接转让象道物流的股权，亦不得在其所持象道物流股权上设置包括质押在内的任何第三方权利。

<sup>7</sup>五店港物流承诺象道物流在 2018 年、2019 年和 2020 年度的净利润分别不低于[15.00 亿元+截至上一年度末累计实现净利润数-截至上一年度末累计现金利润分配数]的 12%。若象道物流的净

### 3. 房地产

公司房地产业务主要由公司全资子公司象屿地产集团有限责任公司（以下简称“象屿地产”，持股比例 100%）运营，截至 2017 年底，象屿地产总资产 247.97 亿元，所有者权益 62.82 亿元，2017 年度实现营业收入 74.06 亿元（同比增长 92.01%），净利润 6.43 亿元（同比增长 5.92%）。

公司于 2003 年开始介入房地产开发经营，坚持定位刚性需求客户，以一线城市的外环和二、三线城市的住宅项目为主，选址交通便利区域，目前公司房地产项目开发主要集中于上海及周边（昆山、太仓、常熟）、重庆、天津、福建等地。目前，上海及其周边是公司房地产业务的重点区域。厦门市土地成片开发及基础设施代建业务经营主体为公司下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司。

公司按 12~15 个月开发期实现上市及在同一区域实现滚动开发理念，近三年竣工面积波动较大，分别为 40.30 万平方米、76.43 万平方米和 35.53 亿元。2015~2017 年，公司销售面积逐年下降，但上海及周边住宅价格一路攀升，公司房产平均销售单价增长至 2017 年的 2.27 万元/平方米，带动近三年销售额逐年增长，2017 年实现销售额 77.78 亿元，主要销售项目包括上海年华、浦西玫瑰园、象屿珑庭等。2017 年，公司房地产业务确认收入 74.06 亿元，同比大幅增长 92.01%。

表 6 公司房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
房屋竣工面积	40.30	76.43	35.53	0.00
房屋销售面积	42.74	38.97	34.25	6.54
新增土地储备	12.05	83.29	74.75	0.00
平均销售单价	1.57	1.83	2.27	2.45
实际销售额	67.03	71.06	77.78	16.05

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司房地产开发投资额分

别为 26.77 亿元、158.77 亿元和 91.59 亿元，2017 年同比有所下降，主要是受一、二线房地产市场限购限贷政策收紧影响。同期，公司新增土地储备分别为 12.05 万平方米、83.29 万平方米和 74.75 万平方米，2017 年受房地产市场政策影响同比有所下降，当期土地购置支出 42.00 亿元。2017 年公司新增地块位于天津、太仓沙溪、重庆九龙坡、观音桥以及常熟，截至 2018 年 3 月底未开工；2018 年一季度公司无新拿地。截至 2018 年 3 月底，公司储备土地合计 163.56 万平方米，其中福州占 34.48%、天津占 29.85%、南平占 23.3%、苏州占 7.4%、重庆占 2.72%、上海占 2.24%。公司主要采取市场化招拍挂方式拿地，拿地价格随市场行情波动。

2017 年以来，在土地市场竞争激烈的情况下，公司为实现规模扩张同时降低经营风险，对部分地产项目采用合作开发模式。2017 年以来，公司通过收购方式间接持有天津天安泛科技园开发有限公司 30% 股权，与厦门市朱陶投资有限公司（持股比例 20%）、天安数码城（中国）有限公司（持股比例 50%）合作开发天津项目，不纳入合并范围；公司通过参股方式持有位于沙溪南部新城的太仓沙溪 18-6 号地块项目公司苏州睿致房地产开发有限公司 17% 的股权，与重庆同原房地产开发有限公司等合作开发，不纳入合并范围。以上项目竣工销售后根据双方占合资公司的股权比例进行收益分成，直接计入投资收益。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司房地产在建、拟建项目

情况（单位：万平方米、亿元）

	总用地面积	总建筑面积	总投资	已投资	2018 年 4-12 月投资额
并表项目	232.21	437.10	294.07	144.09	25.66
非并表项目	153.27	392.84	457.74	369.92	29.61
<b>合计</b>	<b>385.48</b>	<b>829.93</b>	<b>751.81</b>	<b>514.01</b>	<b>55.27</b>

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在建、拟建房地产项目合计 27 个，主要分布在上海、昆山和南



平等地,其中并表项目 18 个,非并表项目 9 个。截至 2018 年 3 月底,公司在建、拟建房地产项目总建筑面积 829.93 万平方米,总投资额 751.81 亿元(含合作方投资额),已投资 514.01 亿元,尚需投资 237.80 亿元,其中 2018 年 4~12 月需投资 55.27 亿元。公司房地产业务未来投资额较大,会产生一定的资金压力。

作为厦门市国资委下属企业,公司承担了少量土地开发、代建业务。2017 年公司代建收入 1678 万,规模较小。截至 2018 年 3 月底,公司在建的代建项目有集美北路、灌口中路一期工程、灌前路道路工程等项目,合计投资总额达 39.90 亿元,已投资 34.24 亿元。上述项目均不需要公司垫资,代建进度取决于财政的拨款进度。公司收到代建资金拨付时计入长期应付款,代建合同标的投资跟长期应付款抵销,利润表中只体现代建费收入。

整体来看,公司土地储备较为充足,业务可持续性良好,但未来投资额较大,存在一定资金压力。

#### 4. 类金融及其他

公司近年来陆续介入资产运营、担保、典当等类金融行业,先后成立了厦门象屿担保有限公司(以下简称“象屿担保”)、厦门象屿小额贷款股份有限公司(以下简称“小额贷款

公司”)、厦门象屿资产管理运营有限公司(以下简称“象屿资产”)等全资子公司,并于 2015 年 8 月设立厦门象屿金融控股集团有限公司(注册资本 13.80 亿元,以下简称“象屿金控”),将类金融板块子公司划入象屿金控统筹管理经营。

截至 2017 年底,象屿金控资产总额 70.04 亿元,所有者权益 25.20 亿元,2017 年度象屿金控实现营业收入 3.92 亿元,净利润 2.67 亿元。其中,象屿资产实现营业收入 2.88 亿元,实现净利润 2.41 亿元;2017 年象屿担保实现收入 188.92 万元,利润总额 326.30 万元,截至 2018 年 3 月底,象屿担保对外提供担保余额 4.84 亿元,2017 年无代偿情况,无计提资产减值准备;小额贷款公司收入 3977.02 万元,利润总额 2599.70 万元,截至 2018 年 3 月底,贷款余额 39261.03 万元,主要贷款对象为个人,抵押物持有比例 100%,2017 年未发生逾期情况,未计提坏账。

同时,公司也涉及二级市场投资,公司目前持有兴业证券股份有限公司、福建南平太阳电缆股份有限公司等公司的上市流通股。2017 年公司合计获得股票现金分红 4358.02 万元,较上年(2958.23 万元)实现大幅增长。截至 2017 年底,公司主要股权投资明细如下表。

表 8 截至 2017 年底公司主要股权投资明细(单位: %、万股、万元)

会计处理	公司/资产	持股比例/股票数量	账面价值/股票市值
长期股权投资-权益法	厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	81575.77
	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	76278.61
	Crystal Idea Management Limited	50.00	70792.64
	厦门象道物流有限公司	40.00	63428.46
	上海磐臣房地产开发有限公司	50.00	43722.13
可供出售金融资产	兴业证券	9429.20	68644.58
	国都证券	3507.46	9645.52
	太阳电缆	9140.28	82079.71
	三友化工	2252.25	21599.10
	科华恒盛	1020.55	31238.93
	怡亚通	2.00	14.10

	滨海泰达	1000.00	1003.09
	恒力股份	1707.17	21049.42

资料来源：公司提供

### 5. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数均呈上升趋势，三年加权平均值分别为55.11次、5.68次和2.21次，2017年分别为72.51次、6.78次和2.60次。总体看，公司经营效率较高。

### 6. 未来发展

公司未来发展战略定位是以供应链平台、自贸区平台、城市服务配套平台三大平台整合发展为根基，以金融服务链和创业服务链两大链条服务为牵引，以金融升维、市值管理升维、互联网+升维、国际化升维四大升维为导向，形成服务于城市发展、区域升级和产业运营的综合能力，打造现代服务业投资控股集团。

截至2018年3月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要有镍钴冶炼工厂项目、绥化深加工项目、厦门大嶝对台小额商品交易市场等，项目总投资219.89亿元，截至2018年3月底已投资60.13亿元，2018年4~12月和2019年分别计划投资71.65亿元和52.40亿元。

绥化象屿金谷生化项目位于黑龙江省绥化市北林区张维工业园区，项目建设总投资38.06亿元，截至2018年3月底已投资10.96亿元，项目建设周期2年，预计2019年5月建成完成。项目投产后，公司将新增年深加工150万吨玉米；可形成以酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖70万吨及28.40万吨发酵用糖；以发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸10万吨、年产色氨酸1万吨/

年；以热电联产和污水综合利用为核心的节能环保中心；最终形成以现代化生物技术为核心的氨基酸产业集群。项目建成后正常年销售收入35.76亿元，年均利润4.39亿元，静态投资回收期8.58年（含建设期）。

镍钴冶炼工厂项目系公司响应国家“一带一路”战略，为拓展海外市场，在印度尼西亚合作投资建设的年产250万吨300系不锈钢一体化冶炼项目，预计建成后可以利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产，成品供应全球市场。项目总投资134.34亿元（为含铺底流动资金的项目总投资，其中70%以贷款投资，30%以自有资金投资），项目公司系PT Obsidian Stainless Steel，由公司持股51%，江苏德龙镍业有限公司持股49%，由公司纳入合并范围，注册资本等值人民币40亿元。项目于2017年9月开工，建设周期为2年，目前已完成项目所需用地95%的征收工作，园区土地平整、道路铺设、码头基建等各项基础工作均已开展，国内审批手续已完成，专项用于该项目建设的海外债已发行并资金到位，项目银团贷款审批中，正在积极推动当地政府相关审批中。根据公司提供的可行性研究报告，项目达成年平均营业收入为超过200亿元，年净利润超过20亿元。项目投资内部收益率接近20%，投资回收期6.49年（含基建期2年）。

公司在建项目未来投资规模较大。考虑到公司房地产业务投资计划，结合在建工程投资规模来看，公司未来存在一定资本支出压力。

表9 截至2018年3月底公司主要在建工程情况（不含房地产在建项目）（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至2018年3月底投资进度	截至2018年3月底已投资	2018年4-12月计划投资	2019年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	35.19	28.72%	10.11	2.50	2.00
跨境电商产业园（二期）	2.93	68%	1.35	0.88	0.40
中心渔港冷库	0.99	62.35%	0.62	0.37	0.00
镍钴冶炼工厂项目	134.34	22.95%	30.83	38.69	50.00

绥化深加工项目	38.06	28.78%	10.96	27.11	0.00
江苏大丰铁矿石加工项目	3.22	66.08%	2.13	1.09	0.00
富锦金谷铁路发放系统项目	5.16	80.30%	4.14	1.01	0.00
<b>合计</b>	<b>219.89</b>	<b>--</b>	<b>60.13</b>	<b>71.65</b>	<b>52.40</b>

资料来源：公司提供

注：厦门大嶝对台小额商品交易市场作为政府规划内项目，未来公司将配合政府规划要求调整投资进度。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015年财务报表已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016年和2017年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司2018年一季度财务报表未经审计。由于2016年审计报告对前期重大差错进行了更正，调整部分2016年期初数，其中主要变动包括：累计调减未分配利润1.64亿元，调减其他应收款5.75亿元，调增其他流动资产2.53亿元，调增应交税费1.03亿元，调减利润总额0.76亿元等。故以下2015年数据采用2016年期初数进行分析。

从公司合并范围来看，2015年新增厦门象屿金象控股集团有限公司、厦门象屿自贸区开发有限公司等6家子公司，均为当年投资设立；2016年纳入合并报表范围的公司共23家，较2015年增加2家；2017年纳入合并报表范围的子公司共28家，较2016年增加5家；2018年一季度，公司纳入合并报表范围的公司较2017年无变化。总体看，公司减少子公司数量较少，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2017年底，公司（合并）资产总额916.99亿元，所有者权益280.87亿元（含少数股东权益166.04亿元）；2017年，公司实现营业收入2140.89亿元，利润总额24.30亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额1051.12亿元，所有者权益291.83亿元（含少数股东权益174.45亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入480.31亿元，利润总额4.21亿元。

### 1. 资产结构

2015~2017年，公司资产规模不断扩大，年均增长37.76%。截至2017年底，公司资产总额916.99亿元，同比增长25.68%。截至2017年底，公司流动资产占72.37%，非流动资产占27.63%，公司资产结构以流动资产为主。

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率41.01%，截至2017年底，公司流动资产663.64亿元，同比增长26.88%，主要由货币资金（占13.73%）、预付账款（占12.60%）、存货（占47.23%）和其他流动资产（占14.84%）构成。

2015~2017年，公司货币资金年均增长56.64%。截至2017年底，公司货币资金91.09亿元，同比增长131.84%，主要系子公司象屿股份完成配股发行股票募集资金17.50亿元，且考虑到金融政策收紧，公司提前进行资金储备所致。构成上银行存款占80.99%，其他货币资金占19.01%，其中受限的货币资金金额16.07亿元，主要为期货保证金及开具备用信用证保证金。

2015~2017年，公司应收票据大幅增长，年均复合增长率107.09%。截至2017年底，公司应收票据6.35亿元，同比大幅增长418.38%，主要为银行承兑汇票的大幅增加。

2015~2017年，公司应收账款波动增长，截至2017年底，公司应收账款24.43亿元，同比下降9.65%，主要系公司加快应收账款周转率所致；期末余额前五名的单位合计占比为18.54%，集中度较低；账龄方面，一年以内的应收账款占期末余额的76.51%，整体账龄较短。

2015~2017年，公司预付款项波动增长，截至2017年底，公司预付款项83.59亿元，

同比增长 61.86%，主要是钢材、化工等产品供应链业务规模扩大，对供应商预付货款增加所致；其中，账龄在 1 年以内的占 95.80%，账龄短；期末余额前五名的单位占 39.83%，集中度尚可，均为非关联方预付款。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率 29.85%。截至 2017 年底，公司其他应收款 43.03 亿元，同比下降 15.63%，主要是当期支付合资公司合作项目营运款减少所致。截至 2017 年底，其他应收款构成主要是关联交易形成应收账款、员工备用金、应收期货保证金等；期末其他应收款前五大客户合计 25.04 亿元，占 51.96%，集中度高，主要为房地产合作开发产生的关联方往来款。公司累计计提坏账准备 5.16 亿元。

表 10 截至 2017 年底其他应收款期末余额前五名单位情况

(单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	占比
单位一	关联往来款	9.26	19.22
单位二	关联往来款	8.10	16.81
单位三	子公司少数股东往来	2.97	6.16
单位四	关联往来款	2.73	5.67
单位五	关联往来款	1.98	4.10
<b>合计</b>	--	<b>25.04</b>	<b>51.96</b>

资料来源：公司提供

2015~2017 年，随着供应链业务扩大及房地产开工项目增加，公司存货增长较快。截至 2017 年底，公司存货为 313.45 亿元，同比增长 6.23%，主要系供应链板块营业规模扩大所致；构成上以库存商品（占 38.84%）和房地产开发成本（占 47.41%）为主。2017 年底，上述两项在存货账面余额中的占比分别为 34.75% 和 54.74%。公司累计计提存货跌价准备 4.58 亿元，主要为对库存商品计提的跌价准备（3.56 亿元）。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长率 89.87%。截至 2017 年

底，公司其他流动资产 98.49 亿元，同比大幅增长 77.26%，主要系当期贷款业务、资产包和应收保理款增加所致；构成上其他流动资产包括待抵扣税费（10.90 亿元）、委托贷款（18.23 亿元）、贷款业务款（32.25 亿元）和理财产品（20.47 亿元）等。

2015~2017 年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，截至 2017 年底，公司非流动资产 253.34 亿元，同比增长 22.64%，主要由可供出售金融资产（占 13.58%）、长期股权投资（占 18.75%）、固定资产（占 32.43%）和其他非流动资产（占 9.13%）构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产逐年增长，截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 34.40 亿元，同比增长 1.67%；计量方式上公允价值计量部分为 23.53 亿元（包括兴业证券 6.86 亿元、太阳光缆 8.21 亿元和科华恒盛 3.12 亿元等），成本计量部分为 7.38 亿元（包括海峡金桥财产保险股份有限公司 2.25 亿元和厦门国际物流港有限责任公司 1.00 亿元等），投资标的较为分散。

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长率 64.57%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 47.50 亿元，同比增长 81.49%，主要为公司当期对物流体系、房地产板块及金融租赁行业增加股权投资所致，包括当期新增对厦门象道物流有限公司的投资（6.34 亿元）和厦门金融租赁有限公司（2.00 亿元）的投资，以及对上海磐臣房地产开发有限公司增加的投资（4.30 亿元）等。公司所持长期股权投资未用于质押。

2015~2017 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 46.13%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 82.17 亿元，同比增长 15.70%，主要为下属子公司购买房屋建筑、机器设备、集装箱等资产所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 23.12 亿元，同比增长 5.13%，主要为预付工程款增加所致；构成上包括预付工程款（6.13 亿元）、预付投资款

(2.06 亿元)、土地出让金 (3.72 亿元) 和委托贷款 (4.38 亿元) 等。

截至 2017 年底, 公司所有权或使用权受到限制的资产合计 146.03 亿元, 占资产总额的 15.92%, 受限比例较低。

表 11 截至 2017 年底公司所有权或使用权受限的资产情况 (单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	16.07	各类保证金、在途资金等
应收票据	2.75	票据质押及票据附追索贴现
存货	108.30	抵押借款
投资性房地产	5.92	抵押借款
固定资产	12.99	抵押借款
<b>合计</b>	<b>146.03</b>	--

资料来源: 公司提供

截至 2018 年 3 月底, 公司资产总额为 1051.12 亿元, 较 2017 年底增长 14.63%; 流动资产占比增长至 75.57%。货币资金 119.15 亿元, 较 2017 年底增长 30.81%, 主要是为之后的到期融资及经营需要筹措资金所致; 应收票据、应收账款及预付账款较 2017 年底大幅增加, 主要系供应链业务规模扩大, 导致与上下游经营性款项大幅增加所致; 存货 357.68 亿元, 较上年底增长 14.11%, 主要是供应链业务库存商品增加所致; 其他流动资产 85.68 亿元, 较上年底下降 13.00%, 主要因为部分委托贷款到期收回, 规模下降所致。其他科目变动不大。

总体看, 近年来, 随着业务规模扩大, 公司资产总额快速增长, 资产以流动资产为主, 存货和预付款项占比大, 对公司资金形成一定占用, 非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。公司整体资产质量良好。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2015~2017 年, 公司所有者权益逐年增长, 年均复合增长 33.55%。截至 2017 年底, 公司所有者权益为 280.87 亿元 (其中少数股

东权益 166.04 亿元), 同比增长 24.15%, 主要系公司其他权益类工具规模扩大以及下属公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。归属于母公司权益 (114.82 亿元) 中, 实收资本占 13.72%、资本公积占 12.20%、其他权益工具占 39.19%、未分配利润占 28.00%。

截至 2017 年底, 公司实收资本为 15.76 亿元, 资本公积为 14.01 亿元, 规模保持稳定; 公司其他权益工具 45.00 元, 同比增长 50.91%, 系公司当期发行永续中期票据“17 象屿 MTN003” (15.00 亿元) 所致; 其他综合收益为 6.51 亿元, 同比下降 14.91%, 主要为公司可供出售金融资产的累计公允价值变动所致; 少数股东权益为 166.04 亿元, 同比增长 26.32%, 主要为子公司象屿股份成功配股以及发行永续中期票据 (10.00 亿元) 计入合并报表少数股东权益、成立合资公司的少数股东所有者投入资本增加以及归属于少数股东的利润累积增加所致。

截至 2018 年 3 月底, 公司所有者权益为 291.83 亿元 (含少数股东权益 174.45 亿元), 较上年底增长 3.90%。

总体看, 近年来, 受子公司象屿股份配股及公司供应链及房地产板块成立多家合资公司影响, 少数股东权益规模快速提升。2016 年以来, 公司所有者权益增长主要来自发行永续中期票据及少数股东权益增加, 所有者权益稳定性较弱。

### 负债

2015~2017 年, 公司负债总额持续增长, 截至 2017 年底, 公司负债合计为 636.12 亿元, 同比增长 26.37%, 其中流动负债占比下降至 76.62%, 构成仍以流动负债为主。截至 2017 年底, 公司流动负债为 487.38 亿元, 同比增长 14.35%, 主要由短期借款 (占 49.18%)、应付账款 (占 11.59%)、预收款项 (占 15.58%) 和其他应付款 (占 7.33%) 构成。

2015~2017 年, 公司流动负债逐年增长, 年均复合增长率 36.36%。截至 2017 年底, 公

司短期借款为 239.69 亿元,同比增长 64.04%,主要是经营规模扩大导致资金需求增加所致。随着公司业务规模的扩大以及使用票据结算比例的增加,截至 2017 年底,公司应付账款同比增长 21.51%至 56.51 亿元,其中账龄一年以内的应收账款占 93.70%;同期,公司应付票据保持较大规模,2017 年底为 32.91 亿元,主要为银行承兑汇票。

2015~2017 年,公司预收款项波动增长,截至 2017 年底,公司预收款项为 75.93 亿元,同比下降 7.24%,主要系随着房地产板块结转收入,预收房款阶段性减少所致;其中账龄一年以内的预收款项占 93.22%,整体账龄短,其中预收房款和预收货款分别为 23.65 亿元和 52.24 亿元。

2015~2017 年,公司其他应付款快速增长,年均增长 147.79%。截至 2017 年底,公司其他应付款为 35.73 亿元,同比增长 33.20%,主要是房地产合作开发业务收到合作股东投入的项目运营款;集中度方面,期末余额前五名的单位合计占其他应付款余额的 47.85%,集中度较高。

2015~2017 年,公司其他流动负债波动下降,截至 2017 年底,公司其他流动负债 5.16 亿元,同比下降 91.35%,主要是应付短期债券以及委托贷款(2.00 亿元)到期兑付所致。截至 2017 年底公司其他流动负债余额主要为“17 象屿 SCP002”(发行额度 5.00 亿元)。

2015~2017 年,公司非流动负债快速增长,年均复合增长率 52.97%。截至 2017 年底,公司非流动负债 148.74 亿元,同比大幅增长 92.74%,主要源于长期借款和应付债券的增长;构成上以长期借款(占 57.81%)和应付债券(33.52%)为主。

2015~2017 年,公司长期借款逐年增长,截至 2017 年底,公司长期借款 85.98 亿元,同比增长 104.20%,主要是公司针对中长线项目对应提高中长期贷款比重所致。

2015~2017 年,公司应付债券快速增长,

截至 2017 年底,公司应付债券 49.87 亿元,同比增长 110.66%,截至 2017 年底公司长期债券见列表。

表12 截至2017年底公司(合并口径)长期债券明细  
(单位:亿元)

项 目	发行日期	期限	发行规模
11 厦门象屿债	2011/7/8	5+2 年	9.00
15 象屿 MTN002	2015/10/26	5 年	5.00
16 象屿债	2016/4/12	5+2 年	5.00
16 象屿 MTN002	2016/6/28	5 年	5.00
17 象屿 MTN001	2017/3/6	3 年	12.50
17 象屿 MTN002	2017/7/13	5 年	7.50
17 象屿 MTN004	2017/10/20	5 年	5.00
17 象屿 01	2017/9/19	5 年	10.00
小计	--	--	59.00
减:一年内到期的应付债券(“11 厦门象屿债”)			9.00
合 计	--	--	50.00

资料来源:公司审计报告

2015~2017 年,公司有息债务逐年增长,截至 2017 年底,公司全部债务 433.12 亿元,同比增长 34.29%;其中短期债务占 68.64%,受长期债务增长较快影响,短期债务占比同比减少 10.97 个百分点,构成仍以短期债务为主。截至 2017 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.37%、60.66%和 32.60%,同比均有所上升。若将计入权益的其他权益工具调入长期债务,则公司 2017 年底全部债务为 478.15 亿元,上述三项指标分别为 74.28%、66.97%和 43.40%。

截至 2018 年 3 月底,公司负债总额为 759.29 亿元,较 2017 年底增长 19.36%,主要来自短期借款、预收款项、其他流动负债和应付债券的增长,期末金额分别为 253.31 亿元、121.05 亿元、30.27 亿元和 90.84 亿元;随着公司供应链板块业务规模扩大以及地产板块预收房款增加,公司预收款项随之大幅增长;应付债券较上年底增加 40.98 亿元,主要由于

公司发行10亿元公司债“18象屿01”及31.44亿元海外债（发行额度5亿美元，发行日期2018年1月，期限5年）所致；公司其他流动负债同比增加25.11亿元至30.27亿元，为当期公司本部发行的三期超短期融资券以及子公司象屿股份发行的两期超短期融资券，发行额度均为5.00亿元。截至2018年3月底，公司全部债务519.22亿元，较年初增长19.88%，其中短期债务占64.89%，构成变动不大。截至2018年3月底，由于债务规模的持续增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.24%、64.02%和38.45%，较上年底继续增长。若将计入权益的其他权益工具调入长期负债，则公司全部债务为568.25亿元，上述三项指标分别为76.90%、70.06%和48.48%，债务负担重。

总体看，近年来，公司物流供应链业务的开发以及房地产业务投资的加大，共同推动公司债务规模快速增长，公司有息债务以短期债务为主。整体看，公司债务负担很重，短期偿债压力大。

### 3. 盈利能力

2015~2017年，公司供应链业务快速拓展，房地产开发投资加大，营业收入规模快速提升，年均复合增长率80.64%。2017年，公司实现营业收入2140.89亿元，同比增长72.74%，营业成本2062.94亿元，同比增长75.45%；营业利润率3.27%，同比减少1.38个百分点。

2015~2017年，公司期间费用逐年增长，分别为28.16亿元、33.25亿元和51.73亿元，2017年同比增长55.59%，其中销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度的增长，2017年销售费用为30.37亿元，同比增长72.88%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。2017年期间费用占营业收入的比重为2.42%，同比变化不大。

非经常性损益方面，近三年，公司资产

减值损失波动增长，2017年为4.91亿元，损失规模同比实现下降24.18%，其中计提坏账损失和存货跌价损失分别为1.50亿元和3.39亿元。近三年，公司公允价值变动收益波动较大，2017年公司公允价值变动收益3.78亿元，主要是期货合约浮盈3.12亿元。2015~2017年，公司投资收益波动减少。2017年，公司投资收益4.64亿元，同比增加5.65亿元，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益及阶段性理财收益增加，同时贵金属合约亏损规模下降所致；构成上可供出售金融资产的处置、理财收益、按权益法核算的长期股权投资收益和套期工具产生的收益分别为1.75亿元、1.32亿元、1.59亿元和1.67亿元，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益下降至-2.30亿元。2017年，公司其他收益和营业外收入分别为1.39亿元和1.06亿元，其中其他收益主要为与进出口业务、资产和收益相关的政府补贴，营业外收入主要为赔偿金、违约金收入和政府补助，整体变动不大。总体来看，非经常性损益（公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入）合计10.88亿元，对利润总额的贡献程度高，但稳定性弱。

2015~2017年，公司分别实现利润总额11.13亿元、17.08亿元和24.30亿元，2017年利润总额同比增长42.29%，主要为产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张以及非经常性损益贡献。从盈利指标看，近三年公司总资产收益率呈波动下降趋势，同期，净资产收益率逐年增长，两项指标三年均值分别为4.37%和5.95%，2017年分别为4.49%和6.47%。

2018年1~3月，公司实现营业收入480.31亿元，同比增长13.12%，营业利润率为3.62%，同比增加1.30个百分点；公允价值变动收益0.56亿元，同比大幅减少6.83亿元，主要是由于上年同期大宗商品行情下跌，公司配套期货合约浮盈，当期大宗商品行情

变动不大所致；公司实现投资收益 0.65 亿元，同比实现扭亏。公司实现利润总额 4.21 亿元，同比增长 55.86%。

总体看，近年来，受益于公司供应链业务的快速拓展以及当期房地产收入确认规模的增长，公司营业收入快速提升，主业盈利能力增强；公司所持期货合约和贵金属合约易受大宗商品市场价格波动影响，公允价值变动收益和投资收益波动较大，利润总额对非经常性损益依赖程度高。

#### 4. 现金流及保障

经营活动方面，2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流量均持续增长。2017 年，分别为 2468.78 亿元和 2546.28 亿元，分别同比增长 68.43% 和 69.99%。从收入实现能力看，近三年公司现金收入比分别为 111.86%、115.70% 和 115.32%，公司收入实现质量较好。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金及工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2017 年分别为 76.08 亿元和 108.15 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 46.40 亿元、-19.37 亿元和 -56.48 亿元，净流出规模进一步放大。

投资活动方面，近三年，公司投资活动流入量逐年增长，投资活动流出量波动增长。2017 年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金大幅增加，主要由于公司利用闲置资金阶段性操作短期理财及国债逆回购摊低融资成本，并且对产业相关投资加大，收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 136.49 亿元和 144.96 亿元。受益于当期公司加大期货套保保证金及理财款收回力度，以及支付股权投资款减少，2017 年，公司投资活动现金流量净额为 -40.34 亿元，投资活动现金流净流出规模有所收紧，公司资金缺口仍较大。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹

资活动前现金流量净额分别为 18.86 亿元、-134.02 亿元和 -96.82 亿元，存在较大对外融资需求。2017 年公司筹资活动现金流入为 698.52 亿元，同比下降 12.21%，主要为取得借款收到的现金（620.93 亿元）和吸收投资收到的现金（67.58 亿元）；筹资活动现金流出为 563.31 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 135.22 亿元，同比变动不大。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净额为 -45.20 亿元；收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 17.81 亿元和 31.69 亿元，规模很大，主要是公司将短期闲置资金阶段性操作国债逆回购及购买短期理财所致；当期投资活动产生的现金流量净额为 -20.50 亿元；筹资活动方面，当期以借款为主的现金流入规模较大，筹资活动现金流量净额为 91.88 亿元。

总体看，房地产开发投资及供应链业务的快速拓展，公司资金压力加重，对经营活动现金流带来一定影响，收入实现质量较好。未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，公司仍存在较大的对外融资需求。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015~2017 年，公司流动比率、速动比率均呈波动增长趋势，2017 年底分别为 136.17% 和 71.85%；截至 2018 年 3 月底，上述两项比率继续增长至 140.58% 和 77.27%。考虑到公司流动资产中存货及预付款项规模较大，且随着业务规模的快速拓展，公司经营活动及投资活动资金需求增大，对外筹资压力增大，短期债务快速提升，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2015~2017 年公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 22.21 亿元、29.66 亿元和 44.17 亿元。同期，EBITDA 利息倍数分别为 1.43 倍、2.39 倍和 2.57 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 10.39 倍、10.87



倍和 9.81 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1224.73 亿元，尚未使用额度 590.31 亿元；另外象屿股份为国内 A 股上市公司，直接融资便利。整体看，公司融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 33.58 亿元，公司子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 4.84 亿元，象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 6.80 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 21.24 亿元，对社会公益项目（被担保方为厦门市慈善总会）的银行融资提供担保 0.70 亿元。

未决诉讼方面，截至 2018 年 3 月底，公司涉及未决诉讼标的金额合计 16.61 亿元，占 2017 年底净资产的 5.91%，涉诉金额较大；上述案件已累计计提坏账准备 41145.08 万元及存货跌价准备 1867.23 万元。

#### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1035020600240090T），截至 2018 年 7 月 6 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 2 笔次级类垫款、1 笔关注类垫款、4 笔关注类贷款、2 笔关注类贸易融资类贷款和 1 笔关注类银行承兑汇票、9 笔关注类信用证；均系 2009 年之前发生。根据公司出具的说明，查证为银行内部系统与人行系统之间对接存在问题所致，以上业务均已正常结清。公司过往债务履约情况良好。

#### 7. 母公司财务情况分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 235.14 亿元，流动资产占 48.68%，非流动资产占 51.32%；流动资产主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成，分别为 7.49 亿元、

103.31 亿元和 3.63 亿元（合并层面其他应收款为 43.03 亿元），其中其他应收款以关联交易形成的往来款、员工备用金等为主（103.28 亿元）；非流动资产中可供出售金融资产和长期股权投资分别为 23.02 亿元和 88.60 亿元。截至 2017 年底，母公司负债合计 157.05 亿元，流动负债占 65.92%，非流动负债占 34.08%；流动负债中短期借款、一年以内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为 84.40 亿元、9.29 亿元和 5.03 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 11.38 亿元和 39.93 亿元。2017 年底，母公司资产负债率为 66.79%，有息负债规模 145.00 亿元，其中短期债务 93.69 亿元。截至 2018 年 3 月底，母公司资产总额 265.06 亿元，其中内部往来款和其他流动资产分别为 123.29 亿元和 2.13 亿元，可供出售金融资产和长期股权投资分别为 21.37 亿元和 93.68 亿元；负债合计 185.06 亿元，资产负债率 69.82%，有息负债规模 157.01 亿元，其中短期债务 95.49 亿元。

盈利能力方面，2017 年，母公司实现营业收入 0.27 亿元，产生投资收益 3.14 亿元，利润总额 0.75 亿元。母公司融资成本较高，财务费用支出规模 1.63 亿元。2018 年 1~3 月，母公司营业收入 0.05 亿元，投资收益 0.03 亿元，利润总额-0.72 亿元。

总体看，公司本部货币资金占比小，其他应收款规模很大；盈利能力弱，利润对投资收益依赖大；有息债务规模大，且以短期债务为主，公司本部短期偿债压力大。

#### 8. 抗风险能力

公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道等方面具备优势。基于对公司经营及财务状况及发展前景的综合分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

## 十、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元，占 2018 年 3 月底长期债务和全部债务的 5.49% 和 1.93%，本期中期票据对公司现有债务规模影响较小。

截至 2018 年 3 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 38.45%、64.02% 和 72.24%。以 2018 年 3 月底财务数据为基础，若将计入权益的永续中票和可续期债券投资（截至 2018 年 3 月底合计 49.00 亿元）调整计入债务，本期中期票据发行后则上述三项指标将升至 49.84%、70.42% 和 77.12%，公司债务压力进一步上升。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 764.86 亿元、1511.73 亿元和 2546.28 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 76.49 倍、151.17 倍和 254.63 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 22.21 亿元、29.66 亿元和 44.17 亿元，分别为本期中期票据的 2.22 倍、2.97 倍和 4.42 倍。总体看，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

## 十、结论

公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备优势。近年来，钢材等大宗商品价格逐步回暖，公司实体企业全程供应链、代采代销等贸易模式日趋成熟，共同带动公司业务规模大幅提升。但贸易行业受宏观经济波动影响较大且面临较为激烈的同业竞争，同时业务规模快速增长推动公司资金需求、公司债务负担很重、短期偿债压力大、非经常性损益受大宗

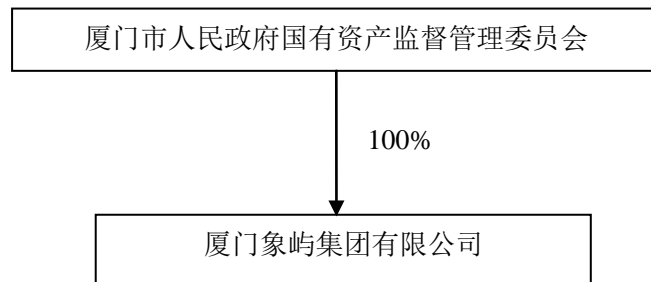
商品市场价格波动影响大、经营性现金持续净流出。公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务，未来随着物流供应链业务模式进一步完善、深加工业务的逐步量产以及高质量金融投资带来持续收益，公司综合竞争力有望持续提高。

目前，公司资产以流动资产为主，应收款、存货和预付款项占比大，房地产合作开发形成的关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用，资产流动性一般。考虑到公司房地产投资及供应链扩张所需营业资金规模仍较大，未来仍存在较大的对外融资需求。

公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

综合分析，公司主体信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 附件 1-1 公司股权结构图





**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	36.20	39.88	83.52	115.37
资产总额(亿元)	483.17	729.64	916.99	1051.12
所有者权益(亿元)	157.48	226.24	280.87	291.83
短期债务(亿元)	175.29	256.74	297.27	336.95
长期债务(亿元)	55.52	65.78	135.85	182.28
全部债务(亿元)	230.82	322.52	433.12	519.22
营业收入(亿元)	656.11	1239.38	2140.89	480.31
利润总额(亿元)	11.13	17.08	24.30	4.21
EBITDA(亿元)	22.21	29.66	44.17	--
经营性净现金流(亿元)	46.40	-19.37	-56.48	-45.20
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	25.46	45.89	72.51	--
存货周转次数	3.80	5.10	6.78	--
总资产周转次数	1.46	2.04	2.60	--
现金收入比(%)	111.86	115.70	115.32	120.71
营业利润率(%)	4.61	4.65	3.27	3.62
总资本收益率(%)	4.38	4.05	4.49	--
净资产收益率(%)	4.39	5.81	6.47	--
长期债务资本化比率(%)	26.07	22.53	32.60	38.45
全部债务资本化比率(%)	59.44	58.77	60.66	64.02
资产负债率(%)	67.41	68.99	69.37	72.24
流动比率(%)	127.33	122.72	136.17	140.58
速动比率(%)	64.12	53.49	71.85	77.27
经营现金流流动负债比(%)	17.70	-4.55	-11.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.39	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.39	10.87	9.81	--

注：1、2015 年数据为 2016 年财务报告对期初数追溯调整后的数据；2、2018 年一季度财务数据未经审计；3、现金类资产中已剔除受限货币资金；4、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；5、2015~2018 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 19.85 亿元、29.82 亿元、45.00 亿元和 49.00 亿元；6、全部债务与长短期债务加总数有细微差异，系小数末位四舍五入所致。

### 附件 3 主要计算指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 厦门象屿集团有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门象屿集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。同时，每季度出具一次跟踪评级信息公告。

厦门象屿集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对厦门象屿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，厦门象屿集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注厦门象屿集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现厦门象屿集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对厦门象屿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如厦门象屿集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对厦门象屿集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与厦门象屿集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。