跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1249 号

厦门象屿集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

厦门象屿集团有限公司公开发行的“18 象屿 01”和“18 象屿 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

厦门象屿集团有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 象屿 01	3+2 年	10.00 亿元	AAA	AAA	2018/3/5
18 象屿 02	3+2 年	10.00 亿元	AAA	AAA	2018/4/2

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	729.64	916.96	1,051.12
所有者权益（亿元）	226.24	280.87	291.83
长期债务（亿元）	65.78	135.85	182.28
全部债务（亿元）	315.14	433.15	519.22
营业收入（亿元）	1,239.38	2,140.89	480.31
净利润（亿元）	13.16	18.17	2.46
EBITDA（亿元）	27.91	41.74	--
经营性净现金流（亿元）	-19.37	-56.48	-45.20
营业利润率（%）	4.65	3.27	3.62
净资产收益率（%）	6.86	7.17	--
资产负债率（%）	68.99	69.37	72.24
全部债务资本化比率（%）	58.21	60.66	64.02
流动比率（倍）	1.23	1.36	1.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.25	2.43	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.40	2.09	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、其他流动负债中的债务已计入公司短期债务；4、本报告中 2016 年财务数据为 2017 年审计报告的期初数/上年数。

评级观点

2017 年，厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”或“象屿集团”）作为厦门市国有大型集团之一，在物流供应链领域保持突出的行业地位，经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面仍具备较强的竞争优势，金属矿产、化工产品和农副产品三大类产品贸易规模快速扩大，收入和利润规模显著增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到大宗商品价格波动较大、公司面临存货跌价风险，应收账款和预付款项规模较大、公司面临上下游信用风险和资金占用风险，房地产项目尚需投资规模较大，供应链业务特性使得公司债务负担较重且以短期债务为主，非经常性损益对利润影响较大、经营净现金流持续为负等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来随着公司农产品深加工、仓储物流基地和贸易园区等在建工程逐步建成投产，公司综合竞争实力有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 象屿 01”和“18 象屿 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司是厦门市国有大型集团之一，在物流供应链领域行业地位突出，贸易业务具有较强的渠道优势，综合物流服务能力较强。

2．随着公司对供应链的整合升级、业务拓展，2017 年，公司金属矿产、化工产品和农副产品三大类产品贸易规模快速扩大，规模优势显著。

3．公司房地产项目主要分布在上海及其外环以及二线城市，区域分布情况较好，2017 年销售额保持增长。

4．2017 年，公司营业收入和净利润规模快

速增长，资产和所有者权益规模显著扩大。

关注

1．近年来，大宗商品价格波动幅度较大，加大了公司控制成本的难度；公司存货规模较大，面临存货跌价风险。

2．公司贸易业务大部分通过预付款采购，尤其粮食收储业务的预付款项规模较大，公司面临资金占用风险。

3．公司房地产项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

4．公司债务负担较重且以短期债务为主，权益稳定性较弱，非经常性损益对利润水平影响较大，经营性现金流持续净流出。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

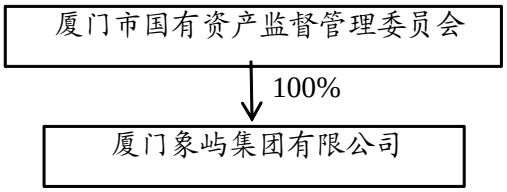
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”或“象屿集团”）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月正式成立，初始注册资本1.38亿元。根据厦门象屿保税区管理委员会和厦门市财政局的相关批复，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，公司注册资本及实收资本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”）。

图1　截至2018年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2011年8月，公司核心贸易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，公司对象屿股份的直接及间接持股比例合计55.44%。

2017年以来，公司经营范围及组织结构未发生变化。截至2018年3月底，纳入公司合并报表范围的二级子公司28家，公司在职员工8,104人。

截至2017年底，公司资产总额916.99亿元，负债合计636.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）280.87亿元，其中归属于母公司所有者权益114.82亿元。2017年，公司实现营业收入2,140.89亿元，净利润（含少数股东损益）18.17亿元，其中归属于母公司所有者的净利润9.95亿元；经营活动现金流量净额-56.48亿元，现金及现金等价物净增加额37.18亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1,051.12亿元，负债合计759.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）291.83亿元，其中归属于母公司所有者权益117.38亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入480.31亿元，净利润（含少数股东损益）2.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.23亿元；经营活动现金流量净额-45.20亿元，现金及现金等价物净增加额25.54亿元。

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、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“18 象屿 01”和“18 象屿 02”进行跟踪。截至 2018 年 5 月底，“18 象屿 01”募集资金已全部使用完毕，“18 象屿 02”募集资金已使用 4.95 亿元，资金用途均为支付货款和补流，与募集说明书承诺使用用途一致。截至本报告出具日，“18 象屿 01”和“18 象屿 02”尚未到第一个付息日。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
18象屿01	143493.SH	10.00	5（3+2）年	5.59	2018/3/15	公开
18象屿02	143581.SH	10.00	5（3+2）年	4.80	2018/4/20	公开

资料来源：Wind资讯
注：“18象屿01”债券全称为“厦门象屿集团有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”，上市日期为2018年3月23日；“18象屿02”债券全称为“厦门象屿集团有限公司公开发行2018年公司债券（第二期）”，上市日期为2018年5月10日。

三、行业分析

公司营业收入及利润主要来自大宗商品采购供应及综合物流服务和房地产销售，供应链管理服务行业和房地产行业对公司经营业绩及未来发展有重要影响。

1. 供应链管理行业

2017 年以来，随着去产能、降杠杆的逐步推进，我国经济整体回升好于预期，宏观经济延续平稳态势，防范金融风险和去杠杆成为政策指导主基调，货币政策在保持稳健的基础上更加灵活。在全面从严监管的背景下，部分企业的融资渠道有所减少，资金压力和融资成本上升，为供应链管理行业带来了机遇。供应链管理能够帮助企业加速资金周转，降低交易成本，一定程度上缓解企业的资金压力，提高企业的整体运营效率，供应链管理行业的市场空间显著扩大。但另一方面，货币政策收紧对产能过剩行业和财务杠杆较高的企业造成较大影响，资金压力和经营不确定性增加，加剧了资金链断裂的风险，一定程度上也加大了供应链管理企业的客户信用风险，对供应链管理企业的经营风险管理水平提出了更高的要求。

政策方面，2017 年 10 月 13 日，国务院办公厅印发《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，首次从国家层面出台了供应链专项政策，提出营造良好供应链创新与应用政策环境、积极开展供应链创新与应用试点示范、加强供应链信用和监管服务体系建设、推进供应链标准体系建设、加强培养多层次人才和加强供应链行业组织建设等六项保障措施，提出将我国建设成为全球供应链创新与应用的重要中心，培育 100 家左右的全球供应链领先企业的发展目标，我国供应链管理行业面临的政策环境改善。

具体到大宗商品供应链来看，目前，我国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多、行业集中度较低。随着我国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务已经走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，达到高效率、低成本。宏观经济波动、供给侧改革、生产企业兼并重组等各方面因素将推动大宗商品供应链管理行业集中度不断提升，大宗商品供应链业务将向资金实力雄厚、配套物流体系完善、一体化服务能力强的大企业集中，龙头企业收入和市场占有率有望进一步提升。

总体看，2017 年以来在全面从严监管的环境下，部分企业融资压力加大，一方面为供应链管理企业提供了较广阔的市场机遇，另一方面供应链管理企业的客户信用风险提升；供应链管理行业面临的政策环境改善，行业竞争激烈，大宗商品供应链管理行业的集中度有望进一步提升。

2. 房地产行业

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

行业政策方面，2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《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》，通知指

出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，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，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升；政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

四、管理分析

2017 年，由于工作变动原因，张水利先生不再担任公司总经理，董事会聘任陈方先生担任总经理。陈方先生，54 岁，博士学历，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裁助理、副总裁，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，公司总裁特别助理、党委委员、副总经理，现任公司党委副书记、总经理、董事。

总经理变动未对公司经营产生重大不利影响，公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司仍以供应链管理（贸易及物流）为主业，辅以开展房地产和类金融业务，实现营业收入 2,140.89 亿元，较上年增长 72.74%，主要系物流供应链业务规模扩大所致；实现净利润 18.17 亿元，较上年增长 38.13%，主要系业务规模扩大所致，但增幅小于营业收入增幅，主要系毛利率下

降及销售费用大幅增加所致。

表 2　公司营业业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物流供应链	1,190.67	96.07	3.40	2,032.91	94.96	2.32
房地产	38.57	3.11	48.21	74.06	3.46	26.75
类金融及其他	10.14	0.82	44.59	33.92	1.58	32.30
合计	**1,239.38**	**100.00**	**5.13**	**2,140.89**	**100.00**	**3.64**

资料来源：公司提供
注：物流供应链业务主要由传统的贸易及物流两部分构成，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。

从收入构成来看，2017 年，物流供应链收入较上年增长约 70.74%，主要系化工产品、金属矿产和农副产品三大类产品销售额均有所增加所致，收入占比小幅下降至 94.96%，仍是公司收入的主要来源；房地产收入较上年增长约 92.01%，公司结转规模快速扩大，主要系项目集中竣工交付所致，收入占比小幅提升；类金融及其他收入较上年大幅增长约 234.52%，主要系制造业相关子公司营业收入提升所致，但收入占比仍很低。

从毛利率来看，2017 年，公司物流供应链业务毛利率较上年下降 1.08 个百分点，一方面主要系公司正在加大对产业型客户的全流程供应链管理服务，不但参与原料采购，而且参与销售成品，并分别形成两次收入，但该模式尚在培育初期，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，毛利率水平较低所致，另一方面主要系公司近年来加大对核心物流资源的布局，短期内加大了固定成本负担所致；房地产业务毛利率较上年大幅下降 21.46 个百分点，主要系结转项目的土地成本上升所致；类金融及其他业务毛利率较上年下降 12.29 个百分点，主要系该板块中有一些尚在发展初期的子公司盈利能力较弱，拉低该板块整体毛利率所致。综上，2017 年，公司综合毛利率为 3.64%，较上年下降 1.49 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，较上年同期增长 13.12%，主要系大宗商品供应链服务业务规模进一步扩大所致；随着业务规模扩大，公司实现净利润 2.46 亿元，较上年同期增长 18.61%；公司主营业务毛利率为 3.78%，较 2017 年全年水平有所回升。

总体看，2017 年，公司物流供应链、房地产、类金融和其他三大主业板块收入较上年均有所增长，营业收入规模增长较快，收入结构变化不大，但综合毛利率水平有所下滑。

2. 物流供应链业务

公司物流供应链业务主要由象屿股份运营。2017年，象屿股份进入《财富》（中文版）2017年“中国500强”排行榜第57名，位列交通运输、物流、仓储业第1位，并获评2017年度中国物流企业50强第4位、2017年度“中国物流杰出企业奖”，行业地位突出，经营规模较大，在供应链管理与服务领域具备很强的竞争优势。

（1）大宗商品采购供应

2017年，公司在原有的五大核心产品供应链基础上进一步整合、提炼，构筑形成农副产品供应链、金属材料及矿产品供应链、能源化工供应链、机电产品供应链、民生物资供应链的“3+X”供应链服务体系，并向产业链上下游相关领域适当延伸，逐步培育新的增长点。公司业务模式较上年未发生较大变动，仍分为低风险业务和自营业务两大类，以低风险业务为主。。

目前，公司主营产品品种包括化工材料、金属矿产和农副产品等三大类。其中，化工材料主要

包括塑料（PE、PP、PVC等）、化工（甲醇、甲苯等）、聚酯原料（PTA、MEG）；金属矿产主要包括钢铁（长材、板材、型材）、有色金属（铜、铝、锌、镍、铬）、各类矿产（矿砂）、煤炭；农副产品主要包括粮食谷物、食品原料（油脂、白糖、奶粉等）及饲料原料（鱼粉、乳清粉等）。2017年，上述三大类产品贸易业务收入占比分别为23.09%、69.32%和4.71%，化工产品占比较上年提升较显著。

表3 公司贸易产品分类销售情况（单位：亿元、%）

产品	2016年		2017年		2018年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
化工产品	205.83	17.88	457.85	23.09	76.53	16.85
金属矿产	796.56	69.21	1,374.68	69.32	333.55	73.43
农副产品	75.53	6.56	93.50	4.71	34.98	7.70
其他	73.01	6.34	57.13	2.88	9.20	2.03
合计	**1,150.93**	**100.00**	**1,983.17**	**100.00**	**454.26**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：公司商品供应链板块自2017年起按照新的商品类别归类，2016年数据不做追溯调整。

2017年，公司化工产品销售额较上年大幅增长122.44%，主要系乙二醇不断深化平台服务内容和价值链条、二甲苯因象屿石油合资公司引入业务量大幅增加所致。公司不断深耕能源化工产品供应链重点市场和核心客户，加强与物流体系联动，完善服务模式，全年销量接近900万吨，聚酯业务经营量居全国榜首。公司化工产品销售对象约90%为终端下游工厂，以期在降低风险的同时实现供应链的发展，销售网络遍布全国。此外，公司积极推动保税业务和离岸业务，开发国内保税市场和海外的印度、越南、中东市场和部分非洲国家市场。

2017年，公司金属矿产销售额较上年增长72.58%，主要系黑色金属和有色金属贸易收入大幅增长所致。公司聚焦核心客户，嵌入物流服务带动业务向产业链上下游延伸，全年实现销量逾7,200万吨。具体来看，公司不锈钢业务板块进一步巩固并加深与重要客户的供料代销合作，服务能力得到强化，业务规模大幅增长；铝产品板块业务实力进一步加强，在全国市场的占有率有所提升，成为全国前三大的氧化铝供应链服务商之一。唐山、天津的钢材物流园区保持领先的市场占有率，成为当地的龙头企业。

2017年，公司农副产品销售额较上年增长23.79%，主要系粮食供应链平台服务与“北粮南运”业务实现突破，业务规模相应增长所致。子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）全年完成1,300万吨在库国家临储粮保管业务，在北方三大港口（锦州、营口、大连港）的吞吐量位居全国前列。此外，公司鱼粉、棕榈油、木材等产品贸易量同样位居市场前列，是全国市场份额前十的油脂商品交易商。象屿农产设立了大连粮食综合贸易平台，形成了多元化的粮食采购与分销服务平台，打通“北粮南运”通道，实现了多粮食品种运作，并逐步向开放式交易平台发展，成为粮食物流交易的集散地。

2017年，公司贸易业务仍以国内贸易为主，国内贸易额占比为81.40%，业务结构较上年基本维持稳定。在国际贸易摩擦加大的环境下，以内贸为主的业务结构对公司贸易业务的稳定经营起到了良好的支撑作用。

从毛利率来看，2017年，公司正在加大对产业型客户的全流程供应链管理服务，不但参与原料采购，而且参与销售成品，并分别形成两次收入，由于该模式处在培育初期，对客户的增值服务收益尚未充分挖掘体现，因此收益水平尚未匹配收入增幅。2017年，全流程供应链管理及核心大客户

业务规模由上年的不到300亿元大幅增长至约620亿元，从而拉低了公司整体业务的毛利率水平。。

表4 公司贸易产品毛利率情况（单位：%）

产品	2016年		2017年		2018年1~3月	
	国内贸易	进出口贸易	国内贸易	进出口贸易	国内贸易	进出口贸易
化工产品	0.94	3.38	0.71	2.02	2.37	0.06
金属矿产	2.18	5.19	1.59	1.63	1.90	3.97
农副产品	4.79	1.04	9.09	3.54	9.55	1.57
其他	3.20	2.44	1.54	2.12	2.92	1.83
合计	**2.07**	**3.82**	**1.70**	**1.96**	**2.52**	**2.52**

资料来源：公司提供

2018年1~3月，公司贸易产品合计销售额454.26亿元，其中化工产品、金属矿产和农副产品销售额分别占16.85%、73.43%和7.70%，仍以国内贸易为主；国内贸易和进出口贸易综合毛利率均为2.52%，较2017年毛利率水平均有所上升。

总体看，2017年，随着公司进一步强化物流服务能力和对产业链上下游的延伸，公司化工产品、金属矿产和农副产品销售额均快速增长，贸易结构仍以内贸为主；但受部分商品价格下跌及新型业务模式仍在培育初期的影响，综合毛利率水平有所下滑。2018年一季度，公司贸易业务综合毛利率水平有所回升。

（2）粮食综合物流

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、粮食代收等业务。目前，象屿农产自有和合作仓容已超过1,500万吨，辐射周边粮源2,500万吨。自2016年起，公司以自身小贷公司开展粮食银行业务，对预付款项的占用大幅减少。2017年，粮食综合物流获得各类收入共计11.18亿元，其中包括仓储收入10.69亿元、烘干收入0.06亿元、装卸收入0.43亿元。截至2017年底，象屿农产粮食仓储能力达到1,510.31万吨。2017~2018年收粮季中，象屿农产共代收国储粮食125万吨，较上年增长13.19%，主要系仓容扩大以及国家临储政策调整所致。随着粮食仓储能力的持续扩大，未来仓储收入有望进一步增长。

总体看，2017年，象屿农产粮食仓储能力进一步提升，粮食收储业务对预付款项的占用减少。

（3）综合物流服务

公司在发展贸易业务的过程中，逐渐培植起集物流园区、仓储、内贸海运、运输、配送、国际货运代理、进口清关、码头、堆场等业务为一体的综合物流服务和物流平台运营能力。2017年，公司物流业务收入25.89亿元，较上年增长28.50%；物流业务综合毛利率为12.08%，较上年基本保持稳定。随着厦门、泉州、福州物流园区的开发建设，公司物流园区网络在福建省内的布局初步形成，同时，上海物流园区的进一步拓展为公司综合物流服务在关键区域的分工协作、系统管理打下基础。目前，公司规划在天津、广州和重庆设立物流中心，以上物流园区开发完毕后，公司将形成全国性物流平台网络，第三方综合物流服务能力将进一步提升。

总体看，2017年，公司综合物流服务收入增长较快，综合毛利率基本保持稳定；未来随着全国性物流平台网络的建成，公司第三方综合物流服务能力将进一步提升。

3. *房地产业务*

公司房地产业务主要由象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）运营，所开发的房地产项目主要位于上海及周边（昆山、太仓、常熟）、重庆、天津、福建、江苏昆山、湖南长沙等地，

以一线城市的外环和二、三线城市的刚需住宅项目开发为主，2017年公司房地产业务收入中，上海项目收入占56%，昆山项目收入占36%，重庆项目收入占3%。在中国房地产TOP10研究组发布的“2017中国房地产百强企业”中，象屿地产位列第98名。

2017年，公司房地产开发投资91.57亿元，新增土地储备74.75万平方米，整体开发投资和拿地规模一般。截至2017年底，公司土地储备163.56万平方米，从区域分布来看，福州占34.48%，天津占29.85%，福建南平占23.30%，苏州占7.40%，重庆占2.72%，上海占2.24%，主要分布在二线城市，部分位于一线和三线城市，土地储备规模一般，但区域分布情况较好。

表5　公司房地产业务运营情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
房屋竣工面积	76.43	35.53	0.00
房屋销售面积	38.79	34.25	6.82
新增土地储备情况	83.29	74.75	0.00
平均销售单价	1.83	2.27	2.45
实际销售额	71.06	77.27	16.05

资料来源：公司提供

2017年，公司房屋销售面积34.25万平方米，较上年有所减少，但随着平均销售单价的上涨，实际销售额达77.78亿元，较上年增长约9.46%。2017年，公司房屋竣工面积35.53万平方米，较上年有所减少，但结转收入达74.06亿元，较上年大幅增长，主要系结转项目主要位于上海及昆山，项目销售单价较高所致。

截至2018年3月底，公司项目总建筑面积（含并表项目和非并表项目）830万平方米，总投资额752亿元，已投资514亿元，尚需投资238亿元。公司在建及拟建项目主要位于上海、昆山、福州、天津、重庆、南平、苏州、常熟，其中上海及昆山在建及拟建项目总建筑面积占比超过37%。未来随着公司项目的逐步开发销售，尤其是上海、昆山地区多个项目的开发，房地产业务仍将是公司重要的利润来源。但房地产业务尚需投资额较大，公司将面临一定的资金压力。

总体看，2017年，公司房地产整体开发投资和土地储备规模一般，但项目的区域分布情况较好，主要位于一线城市外环和二线城市，部分位于三线城市，全年销售额有所增长；公司在上海和昆山仍有多个项目在建或拟建，未来随着项目的逐步开发销售，房地产业务仍将是公司重要利润来源，但项目开发也将使公司面临一定资金压力。

4. 类金融及其他业务

厦门象屿金融控股集团有限公司（以下简称“象屿金控”）作为公司产业金融和新金融的平台，致力于打造立体低成本融资平台，一方面服务公司各产业发展，推动公司产资结合、产融结合，并为产业链上下游客户提供不良资产处置、委托贷款、担保、小额贷款、商业保理、第三方支付、融资租赁等多样化的金融增值服务；另一方面通过合资、合作、引进、嫁接等多种形式，逐步向金融全业态迈进。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，象屿金控实现营业收入3.92亿元，净利润2.67亿元。

此外，公司还涉足工业、其他服务业等股权投资，主要投资领域包括金融类股权（如国都证券和兴业证券）、与公司主业相关联的公司（如厦门国际物流港有限责任公司）和公司上下游客户（如太阳电缆领域）。

总体看，公司类金融及其他业务收入规模不大，但为公司贡献了一定规模的利润来源。

5. 经营关注

（1）商品价格波动风险

公司大宗商品采购与供应业务中，经营的主要品种有化工塑料、农副产品、金属等几大类产品，如 PVC、EVA、PP/PE、MEG、鱼粉、棕榈油、钢材等。其中农副产品受季节气候因素影响较大，价格容易出现波动；化工塑料产品为石油的衍生提取产品，受国际油价波动影响，此类产品的价格也容易出现相应波动，钢材随铁矿石价格的变化也将有所波动，上述大宗产品价格的波动往往随着全球经济周期变化而同向变化，加大了公司控制成本的难度。同时考虑到公司存货规模较大，若大宗商品价格大幅波动，将存在较大的减值风险。

（2）上下游信用风险和资金占用风险

公司对上游大宗商品的供应商的结算方式方面，钢材以预付货款的形式结算，其他商品约60%~70%采用预付货款方式结算，如粮食收储业务的预付粮食款规模也较大，预付款项对公司资金将形成较大占用。公司对下游客户的应收账款规模均较大。若因上下游企业出现信用风险，公司应收账款和预付账款将出现坏账风险。

（3）房地产业务尚需投资规模较大

截至 2018 年底，公司房地产项目尚需投资额 238 亿元，投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

6. 未来发展

公司未来发展战略是以供应链平台、自贸区平台和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。

具体来看，在物流供应链板块，公司将在进一步夯实和优化商品采购供应、综合物流服务、物流园区开发运营等三大服务平台的基础上，继续巩固并强化原有的农副产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等供应链服务体系，实现多条供应链的全产业链运作，根据投入产出比，调整产业结构，优化资源配置，巩固和提升核心优势品种的市场占有率。

在城市服务配套板块，公司将从地产销售模式向资源整合型、基础设施型、居住建设型和城市营销型为一体的综合城市运营模式转型，实现金融化、资本化、证券化、区域拓展与深耕化发展。住宅业务仍是未来五年的主营业务方向，但同时，公司也将寻求与住宅业务的结合点，培育新的赢利点，逐步向产城一体化的城市运营商转变。

在类金融板块，公司致力于构建象屿金融生态圈，一方面服务公司各产业发展，推动公司产资结合、产融结合，并为产业链上下游客户提供多样化金融解决方案和增值服务；另一方面通过合资、合作、引进、嫁接等多种形式，逐步向金融全业态迈进，获取金融全牌照，为服务自贸区金融创新、对接国内外两个金融市场创造条件。

总体看，公司制定了明确的发展规划，未来在保持现有业务健康发展的同时，将积极推进各板块的整合和转型，符合自身发展需要。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的

审计意见；2018 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。本报告中 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告的期初数/上年数。2017 年，公司新增纳入合并范围的子公司 37 家，不再纳入合并范围的子公司 3 家，对财务数据的可比性有一定影响。

截至2017年底，公司资产总额916.99亿元，负债合计636.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）280.87亿元，其中归属于母公司所有者权益114.82亿元。2017年，公司实现营业收入2,140.89亿元，净利润（含少数股东损益）18.17亿元，其中归属于母公司所有者的净利润9.95亿元；经营活动现金流量净额-56.48亿元，现金及现金等价物净增加额37.18亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额1,051.12亿元，负债合计759.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）291.83亿元，其中归属于母公司所有者权益117.38亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入480.31亿元，净利润（含少数股东损益）2.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.23亿元；经营活动现金流量净额-45.20亿元，现金及现金等价物净增加额25.54亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 916.99 亿元，较年初增长 25.68%，主要系流动资产增加所致；其中，流动资产占 72.37%，非流动资产占 27.63%，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 663.64 亿元，较年初增长 26.88%，主要系货币资金、预付款项和其他流动资产增加所致；流动资产主要由货币资金（占 13.73%）、预付款项（占 12.60%）、其他应收款（占 6.48%）、存货（占 47.23%）和其他流动资产（占 14.84%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 91.09 亿元，较年初大幅增长 131.84%，主要系近年来金融政策收紧，公司为今后的到期融资和经营需要提前筹备一定量资金所致；其中，受限资金 16.07 亿元，占 17.64%，主要包括定期存款和各类保证金等，受限程度尚可。

截至 2017 年底，公司预付款项 83.59 亿元，较年初增长 61.86%，主要系供应链管理业务规模扩大所致。公司预付款项规模较大，对公司资金形成占用。

公司其他应收款主要包括房地产项目的合作股东的利润预付、支付合资公司合作项目营运款及预付拍地保证金等。截至 2017 年底，公司其他应收款 43.03 亿元，较年初减少 15.63%，主要系支付合资公司合作项目运营款减少所致；其中，账龄 1 年以内的占 61.00%，1~2 年的占 19.94%，2~3 年的占 5.12%，3 年以上的占 13.67%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备 5.16 亿元，考虑其他应收款的性质，计提较充分；前五大其他应收款合计占比 51.96%，集中度较高，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

截至 2017 年底，公司存货 313.45 亿元，较年初增长 6.23%，主要系供应链管理业务的库存商品增加所致；公司累计计提存货跌价准备 4.58 亿元，整体计提比例为 1.44%，主要针对库存商品计提，近年来大宗商品价格波动性较大，公司面临一定的存货跌价风险；公司存货账面价值主要由开发成本（占 48.10%）、库存商品（占 38.28%）和开发产品（占 8.71%）等构成。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 98.49 亿元，较年初增长 77.26%，主要系贷款业务规模扩大所致；公司其他流动资产主要由贷款业务（占 32.75%）、理财产品（占 20.79%）、委托贷款（占 18.51%）、预缴及待抵扣税费（占 11.09%）等构成。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 253.34 亿元，较年初增长 22.64%，主要系长期股权投资和固

定资产增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.58%）、长期股权投资（占 18.75%）、投资性房地产（占 9.11%）、固定资产（占 32.43%）、在建工程（占 6.01%）、无形资产（占 6.81%）和其他非流动资产（占 9.13%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 34.40 亿元，较年初增长 1.67%；其中，按公允价值计量的占 68.39%，按成本计量的占 21.44%，累计计提减值准备 60.00 万元。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 47.50 亿元，较年初增长 81.49%，主要系对非合并范围内物流体系、房地产板块及金融租赁行业的股权投资增加所致。2017 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益 1.59 亿元。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 23.08 亿元，较年初增长 32.66%，主要系商业发展两岸贸易中心项目验收通过，计入投资性房地产所致。公司投资性房地产采用成本模式计量，具有一定升值空间。

截至 2017 年底，公司固定资产 82.17 亿元，较年初增长 15.70%，主要系公司购置房屋及建筑物、机器设备所致；公司累计计提折旧 10.30 亿元，固定资产成新率为 88.86%，成新率较高；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 60.32%）、机器设备（占 27.86%）、构筑物及其他设施（占 9.83%）等构成。

截至 2017 年底，公司在建工程 15.22 亿元，较年初增长 49.87%，主要系镍钴冶炼工厂厂区建设和南通象屿船舶生产改造项目投入增加所致。

截至 2017 年底，公司无形资产 17.25 亿元，较年初增长 1.49%，变化不大，主要为土地使用权。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 23.12 亿元，较年初增长 5.13%，主要系预付工程款增加所致；其他流动资产主要包括预付工程款、委托贷款、土地出让金、预付投资款、预付设备款等。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 146.03 亿元，占资产总额的 15.92%，受限程度一般，主要包括存货（受限比例 34.55%）、货币资金（受限比例 17.64%）、固定资产（受限比例 15.80%）、投资性房地产（受限比例 25.66%）和应收票据（受限比例 43.29%），用途主要为抵押借款。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1,051.12 亿元，较年初增长 14.63%，主要系预付款项和存货增加所致；其中，流动资产占 75.57%，占比较年初小幅上升。

总体看，2017 年，随着供应链管理业务规模扩大，公司资产规模增长较快，仍以流动资产为主；公司货币资金规模尚可，资产受限程度一般，但较大规模和预付款项和存货对公司资金形成占用，且存货面临一定的跌价风险。公司整体资产质量仍属尚可。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2017年底，公司负债合计636.12亿元，较年初增长26.37%，流动负债与非流动负债均有较大增长；其中，流动负债占76.62%，非流动负债占23.38%，流动负债占比较年初下降8.05个百分点。

截至2017年底，公司流动负债487.38亿元，较年初增长14.35%，主要系短期借款增加所致；流动负债主要由短期借款（占49.18%）、应付票据（占6.75%）、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。

截至2017年底，公司短期借款239.69亿元，较年初增长64.04%，主要系随着供应链管理业务规模扩大，营运资金需求增加所致；其中，信用借款占43.42%，保证借款占47.14%，贸易融资借款占9.29%。

截至2017年底，公司应付票据32.91亿元，较年初增长1.05%，变动不大，大部分为银行承兑汇

票。

截至2017年底，公司应付账款56.51亿元，较年初增长21.51%，主要系物流供应链业务规模扩大，应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致。

截至2017年底，公司预收款项75.93亿元，较年初减少5.44%，主要由预收房款、预收货款保证金、船舶建造预收款等构成。

截至2017年底，公司其他应付款35.73亿元，较年初增长25.89%，主要系下属公司收到合作股东投入的合作项目运营款增加所致；其他应付款主要包括公司与其他企业之间的往来款、客户期货保证金、代收客户契税等。

截至2017年底，公司非流动负债148.74亿元，较年初增长92.74%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占57.81%）和应付债券（占33.52%）构成。

截至2017年底，公司长期借款85.98亿元，较年初大幅增长104.20%，主要系供应链管理业务及房地产开发资金需求增加所致。

截至2017年底，公司应付债券49.87亿元，较年初大幅增长110.66%，主要系发行公司债券及中期票据所致；公司应付债券的期限结构集中程度尚可，公司集中偿付压力一般。

表6　截至2017年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行时间	债券期限	期末余额	票面利率
11厦门象屿债	2011/7/8	7年	8.70	6.68
15象屿MTN002	2015/10/26	5年	5.00	4.29
16象屿债	2016/4/7	7（5+2）年	4.99	3.80
16象屿MTN002	2016/6/23	5年	4.99	4.02
17象屿MTN001	2017/3/8	3年	12.48	4.90
17象屿MTN002	2017/7/17	5年	7.49	4.98
17象屿MTN004	2017/10/24	5年	4.99	5.23
17象屿01	2017/9/19	5（3+2）年	9.94	5.18
合计	--	--	**58.57**	--

资料来源：公司审计报告、Wind资讯
注：含一年内到期的应付债券。

截至2017年底，公司全部债务433.15亿元，较年初增长37.45%；其中，短期债务占68.64%，长期债务占31.36%，长期债务占比较年初显著提高，但仍以短期债务为主；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%，较年初分别上升了0.38个百分点、2.45个百分点和10.07个百分点。若将公司发行的永续债券45.00亿元计入长期债务测算，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将分别为74.28%、66.97%和43.40%，公司债务负担较重。

截至2018年3月底，公司负债合计759.29亿元，较年初增长19.36%，主要系预收款项和应付债券增加所致；其中，流动负债占74.42%，较年初变动不大。

截至2018年3月底，公司全部债务519.22亿元，较年初增长19.87%，主要系发行公司债券所致；其中，短期债务占64.89%，长期债务占35.11%，短期债务占比较年初有所下降，但仍以短期债务为主；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%，较年初分别上升2.87个百分点、3.35个百分点和5.85个百分点。若将公司发行的永续债券49.00亿元计入长期债务测算，截至2018年3月底，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将分别为76.90%、70.06%和48.78%，公司债务负担重。

总体看，2017年，随着公司债务规模增加，公司负债规模增长，仍以流动负债为主；公司债务结构有所改善，但仍以短期债务为主，债务负担较重。2018年一季度，公司债务规模进一步增长，债务负担重。

（2）所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益280.87亿元，较年初增长24.15%，主要系少数股东权益、其他权益工具和未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占40.88%，少数股东权益占59.12%，少数股东权益占比较高。归属于母公司所有者权益114.82亿元，较年初增长21.13%，主要系新发行永续债券15.00亿元所致；其中，实收资本占13.72%，其他权益工具占39.19%，资本公积占12.20%，未分配利润占28.00%。公司权益稳定性仍属较弱。

截至2018年底，公司所有者权益291.83亿元，较年初增长3.90%；其中，归属于母公司所有者权益占40.22%，少数股东权益占59.78%，权益结构较年初变化不大。

总体看，2017年，受少数股东权益增加和发行永续债券影响，公司所有者权益规模增长较快，但权益稳定性仍属较弱。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 2,140.89 亿元，较上年增长 72.74%，主要系物流供应链业务规模扩大所致；实现净利润 18.17 亿元，较上年增长 38.13%，主要系业务规模扩大所致，但增幅小于营业收入增幅，主要系毛利率下降及销售费用大幅增加所致；实现归属于母公司所有者的净利润 9.95 亿元，较上年增长 36.94%。

从期间费用来看，2017 年，公司费用总额 51.73 亿元，较上年增长 55.59%，主要系销售费用增加所致；其中，销售费用占 58.70%，管理费用占 14.12%，财务费用占 27.18%。2017 年，公司销售费用较上年增长 72.88%，主要系业务规模扩大、销售运营费用增加所致；管理费用较上年增长 31.31%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用较上年增长 38.94%，主要系利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 2.42%，较上年小幅下降，费用控制能力仍属较强。

从利润构成来看，2017 年，公司资产减值损失 4.91 亿元，主要来自存货跌价损失，占营业利润的 20.80%；公允价值变动收益 3.78 亿元，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债，占营业利润的 16.03%；投资收益 4.64 亿元，主要来自处置可供出售金融资产取得的投资收益、理财收益、权益法核算的长期股权投资收益等，占营业利润的 19.66%；其他收益和营业外收支对利润影响不大。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 3.27%，较上年下降 1.38 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.11%、4.64%和 7.17%，较上年分别上升了 0.33 个百分点、0.33 个百分点和 0.31 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，较上年同期增长 13.12%，主要系大宗商品供应链服务业务规模进一步扩大所致；随着业务规模扩大，公司实现净利润 2.46 亿元，较上年同期增长 18.61%。

总体看，2017 年，公司营业收入及净利润均快速增长，费用控制能力仍属较强，但主营业务盈利能力有所下降，存货跌价损失对利润形成较大侵蚀，非经常性收益对利润影响较大。公司整体盈利能力仍属尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入较上年增长 68.43%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出较上年增长 69.99%，主要系营运资金支出增加所致；综上，经营活动现金流量净额-56.48 亿元，净流出规模较上年增长 191.52%，净流出规模大幅增加。2017 年，公司现金收入比率为 115.32%，较上年基本保持稳定，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入较上年增长 42.73%，主要系收回的期货套保保证金及理财款增加所致；投资活动现金流出较上年减少 14.29%，主要系支付的股权投资款减少所致；综上，投资活动现金流量净额-40.34 亿元，净流出规模较上年减少 64.82%，但净流出规模仍较大。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入较上年减少 12.21%，主要系综合借款规模减少所致；筹资活动现金流出较上年减少 14.45%，主要系偿债规模减少所致；综上，筹资活动现金流量净额 135.22 亿元，净流入规模较上年减少 1.45%。但仍保持很大规模，公司较依赖融资活动。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-45.20 亿元；投资活动现金流量净额-20.50 亿元；筹资活动现金流量净额 91.88 亿元。

总体看，2017 年，公司收入实现质量仍属尚可，但经营性现金净流出规模大幅增长，投资活动净流出规模仍较大，公司较依赖筹资活动。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.36 倍和 0.72 倍，较年初有所上升；现金短期债务比从年初的 0.16 倍上升至 0.33 倍，主要系公司大量储备货币资金所致，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍属一般。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.41 倍和 0.77 倍，现金短期债务比为 0.39 倍，指标均小幅上升。整体看，公司短期偿债能力有所增强，仍属尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 41.74 亿元，较上年增长 49.56%，主要系利润总额增加所致；其中，折旧和摊销占 8.47%，计入财务费用的利息支出占 33.32%，利润总额占 58.21%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数从上年的 2.25 倍上升至 2.43 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可；EBITDA 全部债务比从上年的 0.09 倍小幅上升至 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度仍较弱。整体看，公司长期偿债能力仍属一般。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的金融机构授信额度合计 1,224.73 亿元，其中未使用的授信额度 590.31 亿元，公司间接融资渠道畅通。象屿股份作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 33.58 亿元，包括子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保 4.84 亿元，象屿地产下属项目公司为购房者提供按揭贷款担保 6.80 亿元，公司对合资公司的银行融资提供担保 21.24 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 0.70 亿元。公司对外担保主要与业务正常开展有关，或有负债风险可控。

截至 2018 年 3 月底，公司及下属子公司诉讼标的金额合计 16.61 亿元，占净资产的 5.91%，公司面临一定的或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码G1035020600240090T），截至2018年6月4日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，已结清信贷中有4笔关注类贷款、2笔关注类贸易融资类贷款、1笔关注类银行承兑汇票和9笔关注类信用证，主要系银行内部系统与中国人民银行系统对接之间发生问题所致。

总体看，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标一般，但考虑到公司作为厦门市国有大型贸易集团企业之一，并在政府支持和综合物流区域地位等方面保持显著优势，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）和净资产分别是公司待偿债券本金合计（20.00 亿元）的 6.58 倍和 14.59 倍，覆盖程度高。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 是待偿债券本金合计的 2.09 倍，覆盖程度高。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入量是待偿债券本金合计的 127.31 倍，覆盖程度很高。

综合上述分析，并考虑到公司作为厦门市国有大型集团之一，行业地位突出，区域竞争力较强，业务快速发展，融资渠道畅通，联合评级认为，公司对“18象屿01”和“18象屿02”的偿还能力极强。

八、综合评价

2017 年，公司作为厦门市国有大型集团之一，在物流供应链领域保持突出的行业地位，经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备较强的竞争优势，金属矿产、化工产品和农副产品三大类产品贸易规模快速扩大，收入和利润规模显著增长。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动较大、公司面临存货跌价风险，应收账款和预付款项规模较大、公司面临上下游信用风险和资金占用风险，房地产项目尚需投资规模较大，供应链业务特性使得公司债务负担较重且以短期债务为主，非经常性损益对利润影响较大等因素可能对公司信用状况产生的不利影响。

未来随着公司农产品深加工、仓储物流基地和贸易园区等在建工程逐步建成投产，公司综合竞争实力有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 象屿 01”和“18 象屿 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　厦门象屿集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	729.64	916.99	1,051.12
所有者权益（亿元）	226.34	280.87	291.83
短期债务（亿元）	249.36	297.30	336.95
长期债务（亿元）	65.78	135.85	182.28
全部债务（亿元）	315.14	433.15	519.22
营业收入（亿元）	1,239.38	2,140.89	480.31
净利润（亿元）	13.16	18.17	2.46
EBITDA（亿元）	27.91	41.74	--
经营性净现金流（亿元）	-19.37	-56.48	-45.20
应收账款周转次数（次）	45.60	75.21	--
存货周转次数（次）	5.06	6.70	--
总资产周转次数（次）	2.04	2.60	--
现金收入比率（%）	115.70	115.32	120.71
总资本收益率（%）	4.78	5.13	--
总资产报酬率（%）	4.31	4.64	--
净资产收益率（%）	6.86	7.17	--
营业利润率（%）	4.65	3.27	3.62
费用收入比（%）	2.68	2.42	2.43
资产负债率（%）	68.99	69.37	72.24
全部债务资本化比率（%）	58.21	60.66	64.02
长期债务资本化比率（%）	22.53	32.60	38.45
EBITDA 利息倍数（倍）	2.25	2.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	--
流动比率（倍）	1.23	1.36	1.41
速动比率（倍）	0.53	0.72	0.77
现金短期债务比（倍）	0.16	0.33	0.39
经营现金流动负债比率（%）	-4.55	-11.59	-8.00
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.40	2.09	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、其他流动负债中的债务已计入公司短期债务，长期应付款中的债务已计入公司长期债务；4、本报告中 2016 年财务数据为 2017 年审计报告的期初数/上年数。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款
短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。