跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1443 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：

二〇一九年六月二十一日

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2019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	2018/6/27
18象屿02	3+2年	10.00亿元	AAA	AAA	2018/6/27

跟踪评级时间：2019年6月21日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	916.99	1,159.74	1,281.07
所有者权益（亿元）	280.87	358.66	365.42
长期债务（亿元）	135.85	235.68	259.54
全部债务（亿元）	433.15	537.03	650.69
营业收入（亿元）	2,140.89	2,414.61	567.96
净利润（亿元）	18.17	25.06	8.16
EBITDA（亿元）	44.17	54.57	--
经营性净现金流（亿元）	-56.48	35.20	-105.25
营业利润率（%）	3.27	3.37	3.77
净资产收益率（%）	7.17	7.84	2.25
资产负债率（%）	69.37	69.07	71.48
全部债务资本化比率（%）	60.66	59.96	64.04
流动比率（倍）	1.36	1.39	1.33
EBITDA全部债务比（倍）	0.10	0.10	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.57	2.34	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.21	2.73	--

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、其他流动负债中的应付短期债券已计入公司短期债务；4、本报告中2017年财务数据为2018年审计报告的期初数/上年数。

评级观点

跟踪期内，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，在行业地位、经营规模、贸易渠道、大宗商品物流服务能力等方面仍具备很强的竞争优势。2018年，公司初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，大宗商品物流服务能力显著提升；金属矿产、能源化工和农产品三大类产品供应链规模快速扩大，收入和利润规模快速增长；房地产项目销售额保持增长。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，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金占用较大，房地产项目和在建项目尚需投资规模较大，整体债务负担较重且短期偿债压力较大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、全国性物流平台网络和镍钴冶炼工厂项目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．公司作为厦门市国有大型集团之一，在物流供应链领域行业地位仍突出，供应链业务具有较强的渠道优势和综合物流服务能力。

2．公司通过掌握铁路物流网络核心资产，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，大宗商品物流服务能力有所提升；金属矿产、能源化工和农产品三大类产品供应链规模快速增长，规模优势显著。

3．公司房地产项目区域分布情况较好，2018年销售额保持增长。

4．公司营业收入和净利润规模快速增长，总资产和所有者权益规模显著扩大。

关注

1．大宗商品价格易受宏观经济、季节性因素及供求关系变化的影响，公司存货规模较大，存在一定跌价风险且对运营资金存在占用。

2．公司大宗商品贸易结算产生的应收票据及应收账款规模较大且快速增长，对公司运营资金占用较大。

3．公司房地产项目和在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

4．公司债务负担仍较重且短期偿债压力较大，资产受限程度较高；非经常性损益对利润水平影响较大。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

李　昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@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。

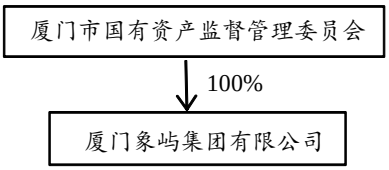
分析师：

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 2019 年 3 月底，公司实收资本 16.76 亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。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 2019 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%。截至 2019 年 3 月底，公司共质押 179,110,786 股象屿股份股票，占象屿股份总股本的 8.30%，占公司所持股份数的 15.36%。

图1　截至2019年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2018 年底，公司经营范围及组织结构未发生变化，公司职能部门设置较上年未作调整。截至 2019 年 3 月底，纳入公司合并报表范围的二级子公司 18 家，公司在职员工 10,407 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 1,159.74 亿元，负债合计 801.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 358.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 163.07 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,414.61 亿元，净利润（含少数股东损益）25.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.18 亿元；经营活动现金流量净额 35.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 43.63 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,281.07 亿元，负债合计 915.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 365.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 171.80 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 567.96 亿元，净利润（含少数股东损益）8.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.01 亿元；经营活动现金流量净额-105.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-41.03 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

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕328 号文核准，公司获准向社会公开发行面值不超过人民币 20.00 亿元的公司债券，公司共分两期发行。

厦门象屿集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）

“厦门象屿集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”发行工作于 2018 年 3 月 15 日结束，发行总额为 10.00 亿元人民币，期限为 5 年期，票面利率为 5.59%，附第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，于 2018 年 3 月 23 日在上海证券交易所挂牌交易，证券交易代码为“143493.SH”，证券简称为“18 象屿 01”。公司已于 2019 年 3 月 15 日支付了上

一计息年度的全部利息。截至 2019 年 3 月底，“18 象屿 01”募集资金已经按照募集说明书约定，全部用于支付货款和补充流动资金。

厦门象屿集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）

“厦门象屿集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”发行工作于 2018 年 4 月 20 日结束，发行总额为 10.00 亿元人民币，期限为 5 年期，票面利率为 4.80%，附第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，于 2018 年 5 月 10 日在上海证券交易所挂牌交易，证券交易代码为“143581.SH”，证券简称为“18 象屿 02”。公司已于 2019 年 4 月 22 日支付了上一计息年度的全部利息。截至 2019 年 3 月底，“18 象屿 02”募集资金已经按照募集说明书约定，全部用于支付货款和补充流动资金。

三、行业分析

1．供应链管理行业

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。在全面从严监管的背景下，部分企业的融资渠道有所收窄，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；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，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。

对外贸易方面，2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点；出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，分别同比增长 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降；贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重为 57.8%，较 2017 年上升 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.4 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

政策方面，2018 年 1 月，国民经济行业分类明确了供应链管理服务单列统计类别：商业服务业-7224-供应链管理服务，这将对供应链管理服务业持续、健康、有序发展发挥重要作用。2018 年 6 月，商务部、财政部联合发布《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建〔2018〕101 号，以下简称“通知”），“通知”提出按照“市场主导、政策引导、聚焦链条、协同推进”原则，以城市为载体，聚焦民生消费行业领域，开展现代供应链体系建设；要求充分发挥“链主”企业的引导辐射作用，供应链服务商的一体化管理作用，加快推动供应链各主体各环节设施设备衔接、数据交互顺畅、资源协同共享，促进资源要素跨区域流动和合理配置，整合供应链、发展产业链、提升价值链，加快发展大市场、大物流、大流通，实现供应链提质增效降本；强调要围绕供应链组织形态推进供应链体系的标准化、智能化、协同化和绿色化，推动供应链体系的标准统一、物流规范、采购协同、信息互通、平台共享。

具体到大宗商品供应链来看，目前，在经济增长趋缓的环境下，制造业企业的核心竞争力将不再完全依赖直接生产成本的降低，寻求资源配置效率更高、流通成本更优的供应链解决方案成为制造业企业转型升级的必然选择。在此背景下，供应链管理行业的结构调整和产业升级有望持续深入，传统依靠低价取胜、垄断资源、单打独斗的时代已经结束，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强将带动大宗商品供应链服务领域的发展，并对大宗商品物流产生较大的推动作用，物流服务也从单一环节的传统服务向供应链一体化、信息化和智能化转变，行业集中度将进一步提升。贸易物流一体化、规模化运作将成为当前供应链服务企业的主要发展方向。

总体看，2018 年，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，对企业在资金、货源和物流网络等方面形成较大的综合性挑战。

2．房地产行业

2018 年，全国房地产开发投资 120,264 亿元，同比增长 9.53%，较上年上升 2.49 个百分点；其中，住宅投资 85,192 亿元，同比增长 13.37%，较上年上升 3.99 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.84%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，较上年下降 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，2018 年，东部地区房地产开发投资 64,355 亿元，同比增长 10.91%；中部地区投资 25,180 亿元，同比增长 5.43%；西部地区投资 26,009 亿元，同比增长 8.93%；东北地区投资 4,720 亿元，同比增长 17.56%。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。

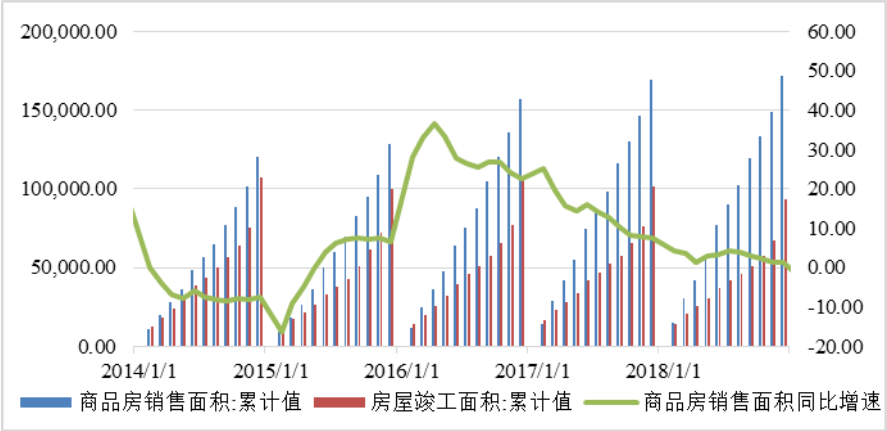
土地供应方面，2018 年，100 大中城市供应土地占地面积 7.94 亿平方米，同比增长 16.90%，整体供应量继续增长；成交土地占地面积 6.73 亿平方米，同比增长 11.00%。2018 年，一线城市供地节奏放缓，全年成交土地占地面积累计同比减少 4.51%；二线城市土地成交量增加，同比增长 6.66%；三线城市成交土地占地面积为 3.18 亿平方米，同比增长 15.84%。

资金来源方面，2018 年，全年房地产开发企业到位资金 165,963 亿元，同比增长 6.35%，增速较上年下降 1.85 个百分点；其中，国内贷款 24,005 亿元，同比减少 4.90%；利用外资 108 亿元，同比减少 35.79%；自筹资金 55,831 亿元，同比增长 9.75%；定金及预收款 55,418 亿元，同比增长 13.81%；个人按揭贷款 23,706 亿元，同比减少 0.84%。

施工面积方面，2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300 万平方米，同比增长 5.20%；其中，住宅施工面积 569,987 万平方米，同比增长 6.30%。房屋新开工面积 209,342 万平方米，同比增长 17.20%；其中，住宅新开工面积 153,353 万平方米，同比增长 19.70%。房屋竣工面积 93,550 万平方米，同比减少 7.80%；其中，住宅竣工面积 66,016 万平方米，同比减少 8.10%。

市场供需方面，2018 年，商品房销售面积 171,654 万平方米，同比增长 1.33%，较上年下降 6.40 个百分点；其中，住宅销售面积增长 2.20%，办公楼销售面积减少 8.30%，商业营业用房销售面积减少 6.80%。商品房销售额 149,973 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点；其中，住宅销售额增长 14.70%，办公楼销售额减少 2.60%，商业营业用房销售额增长 0.70%。

图 2　近年全国商品房供求情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind、联合评级整理

竞争格局方面，2018 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%，分别较上年提高 2.73 和 5.86 个百分点，反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。房地产行业表现出明显的强者恒强趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。

行业政策方面，2018 年，政策上坚持对房地产调控总基调，坚决遏制房价上涨，但更倾向于因城施策，年底部分城市调控政策出现小幅松动。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。2018 年 5 月住房城乡建设部《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，坚持调控政策的连续性稳定性，认真落实稳房价、控租金，降杠杆、防风险，调结构。2018 年 7 月，中共中央政治局会议提出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。2018 年 12 月，部分城市出台房地产调控松动的政策，对新房市场中的改善型和投资型需求或有一定信心提振，但考虑到限售政策更偏向于供给端政策，因而预计对需求提振有限。

总体看，2018 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道继续收紧，行业集中度进一步提升；政府强调稳定房地产市场，坚持因城施策，提出加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。

四、管理分析

2019 年，公司根据《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于万红丹等免职的通知》（厦国资组〔2019〕134 号），免去万红丹女士公司监事会主席、监事职务，免去曾庆培先生、宋燕梅女士公司监事会监事职务。

监事会成员变动未对公司经营产生重大不利影响，公司将根据相关规定，适时补选监事人员。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

2018 年，公司仍以物流供应链板块为主业，辅以开展房地产和类金融业务，实现营业收入 2,414.61 亿元，较上年增长 12.79%，主要系物流供应链业务规模扩大所致；实现净利润 25.06 亿元，较上年增长 37.93%，主要系经营规模扩大及投资收益增加所致。

表 1　2016~2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	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	2,340.08	96.91	2.75
房地产	38.57	3.11	48.21	74.06	3.46	26.75	29.88	1.24	31.47
类金融及其他	10.14	0.82	44.59	33.92	1.58	32.30	44.66	1.85	28.29
合计	**1,239.38**	**100.00**	**5.13**	**2,140.89**	**100.00**	**3.64**	**2,414.61**	**100.00**	**3.58**

资料来源：公司提供
注：物流供应链业务主要由贸易及物流两部分构成，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，2018 年，物流供应链收入 2,340.08 亿元，较上年增长 15.11%，主要系能源化工、金属矿产和农产品三大类产品销售额均有所增加所致，仍是公司收入的主要来源；房地产收入 29.88 亿元，较上年大幅减少 59.65%，主要系竣工项目尚未交房结转收入所致，收入占比下降至 1.24%；类金融及其他收入 44.66 亿元，较上年增长 31.66%，主要系制造业相关子公司收入提升所致，收入占比提升至 1.85%。

从毛利率来看，2018 年，公司物流供应链业务毛利率 2.75%，较上年上升 0.43 个百分点，主要系能源化工贸易毛利率提高所致；房地产业务毛利率 31.47%，较上年上升 4.72 个百分点，主要系结转项目的销售价格上升所致；类金融及其他业务毛利率 28.29%，较上年下降 4.01 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，2018 年，公司综合毛利率为 3.58%，较上年下降 0.06 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 567.96 亿元，较上年同期增长 18.25%，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 8.16 亿元，较上年同期增长 232.43%，主要系业务规模扩大及投资收益增加所致；公司主营业务毛利率为 3.87%，较 2017 年有所上升。

总体看，2018 年，公司物流供应链和类金融及其他收入较上年均有所增长，房地产收入有所下降；收入结构小幅调整，综合毛利率水平有所下降。

2．物流供应链业务

公司物流供应链业务包括大宗商品采购分销服务和大宗商品物流服务，以大宗商品物流服务为核心，主要由子公司象屿股份经营。

（1）大宗商品采购分销

公司主营产品包括能源化工、金属矿产和农产品，2018 年，三类产品贸易业务收入占比分别为 28.63%、62.15%和 7.59%。

表2 2016~2018年公司贸易产品分类销售情况（单位：亿元、%）

产品	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
能源化工	205.83	17.88	457.85	23.09	647.27	28.63
金属矿产	796.56	69.21	1,374.68	69.32	1,404.95	62.15
农产品	75.53	6.56	93.50	4.71	171.50	7.59
其他	73.01	6.34	57.13	2.88	36.75	1.63
合计	**1,150.93**	**100.00**	**1,983.17**	**100.00**	**2,260.47**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：公司商品供应链板块自2018年起按照新的商品类别归类，2016及2017年数据未做追溯调整。

2018 年，公司能源化工销售额 647.27 亿元，经营货量超过 3,600 万吨，其中烯烃、聚酯、PTA 经营量居全国前列；金属矿产销售额 1,404.95 亿元，金属矿产经营货量 5,700 万吨，有色金属氧化铝贸易收入大幅增长，氧化铝经营量同比增长超过 4 倍，市场占有率有所提升；农产品销售额 171.50 亿元，较上年大幅增长 83.42%，主要系粮食贸易收入增长所致。

2018 年，公司贸易业务仍以国内贸易为主，国内贸易额占比为 82.12%，金额较上年增长 14.99%；销售区域主要集中在华东地区、华南地区、华北地区。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，2018 年，公司国内贸易毛利率 2.01%，较上年上升 0.31 个百分点，主要系能源化工毛利率提升所致；进出口贸易毛利率 2.90%，较上年上升 0.94 个百分点，主要系金属矿产毛利率提升所致。

表3 2016~2018年公司贸易产品毛利率情况（单位：%）

产品	2016年		2017年		2018年	
	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
能源化工	0.94	3.38	0.71	2.02	1.77	2.25
金属矿产	2.18	5.19	1.59	1.63	1.52	3.62
农产品	4.79	1.04	9.09	3.54	7.79	1.70
其他	3.20	2.44	1.54	2.12	1.92	3.98
合计	**2.07**	**3.82**	**1.70**	**1.96**	**2.01**	**2.90**

资料来源：公司提供

2018 年，随着供应链服务的逐步完善，公司继续保持与上下游客户合作，开展实体企业全程供应链服务项目，公司业务资源较为丰富。

实体企业全程供应链服务项目模式有两种，第一种模式下，公司不仅介入生产型企业的采购与销售环节，还参与其生产调度和生产计划。2018 年，该模式项目共 3 个，业务品种为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。该模式为金属材料贸易贡献营业收入 353.84 亿元，毛利率 0.80%，较上年提高 0.21 个百分点，因该模式仍处在培育初期，毛利率较低，收益水平尚未匹配收入增幅。

第二种模式为代采代销，公司仅介入生产型企业的采购与销售环节，不参与其生产调度，生产计划由客户确定。2018 年，该模式下长期稳定且体量较大的主要合作客户有 1 家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁，该模式为金属材料贸易贡献收入 349.69 亿元，毛利率 1.52%，较上年下降 1.81 个百分点。

总体看，2018 年，随着公司进一步强化物流服务能力并向产业链上下游延伸，公司能源化工、金属矿产和农产品销售额增长较快，贸易结构仍以内贸为主，主要贸易品种毛利率较上年有所上升。

（2）大宗商品物流服务

公司在发展贸易业务的过程中，构建并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务体系、和铁路物流服务体系。2018 年，公司通过掌握铁路物流网络核心资产，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路。

基础物流服务体系方面，截至 2019 年 3 月底，公司在厦门和福州的自营场堆面积为 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。截至 2019 年 3 月底，公司自营仓库 43.82 万平方米，其中保税仓库面积 1.78 万平方米，非保税仓库面积 42.04 万平方米，主要分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海宝山区、广州黄埔港区。

表4　截至2019年3月底公司自营场堆情况（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	115,177.00	138,419.00	21,807.00	62,897.00
场装面积	37,843.00	21,597.00	1,813.00	3,220.00
修箱场面积	19,317.00	21,562.00	1,800.00	1,200.00
冷藏箱插座	180.00	60.00	32.00	24.00

资料来源：公司提供

农产品物流服务体系方面，2018 年，公司“农业全产业链服务”体系不断完善。在产业链上游，公司提供土地流转、种肥农机服务和合作种植服务。在产业链中游，公司提供粮食收购、烘干、仓储、运输等各环节流通服务：2018~2019 年收粮季，公司共代收国储粮食 28 万吨，较上年减少 97 万吨，主要系玉米临储政策取消及水稻收储量减少所致；粮食总出库量 236.90 万吨，较上年增长 25.66%；2018 年，公司粮食综合物流获得各类收入共计 10.80 亿元，包括仓储收入 9.67 亿元、烘干收入 0.16 亿元和装卸收入 0.96 亿元。在产业链下游，公司为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农副产品采购供应服务。截至 2018 年底，公司在北方港口中转通货能力 1,000 万吨，南方港口吞吐量 800 万吨。

铁路物流服务体系方面，2018 年，公司完成对厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）20%股权收购实现控股，获得了铁路物流网络核心资产，在此基础上继续推进河南、贵州等地铁路货运场站的物流配套设施和铁路专用线建设，提升网点服务能力，实现铁路物流服务收入 8.81 亿元[1]，毛利率 20.10%。2018 年，象道物流共经营货量 1,234 万吨，发送 566 万吨、到达 351 万吨、仓储 317 万吨，主要品种为煤炭、氧化铝、铝锭、瓷砖；实现营业收入 19.17 亿元，净利润 1.82 亿元。公司以铁路物流服务为核心，推动构建多式联运运输线路，初步形成北粮南运、北煤南运、氧化铝跨省流通等多条高效物流通道。

总体看，2018 年，随着完成控股象道物流，公司大宗商品物流服务业务快速发展，逐步构建起以铁路为核心的多式联运线路；未来随着全国性物流平台网络的建成，公司第三方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，房地产项目包括综合住宅商品房、持有型商业物业和长租公寓，以综合住宅商品房为主。公司房地产项目主要位

[1]铁路物流服务为象道物流 2018 年 6~12 月份经营情况（公司于 2018 年 5 月底通过非同一控制实现合并）

于上海及周边（昆山、太仓、常熟）、重庆、天津、福建等地，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。2018 年公司房地产业务收入中，上海贡献收入 65%、重庆贡献收入 27%、江苏区域贡献收入 7%。

2018 年，公司房地产开发投资 59.24 亿元，较上年减少 33.98%；新增土地储备 6.93 万平方米，较上年大幅减少 67.82 万平方米，整体开发投资和拿地规模有所下降。截至 2018 年底，公司土地储备 136.53 万平方米，其中福州占 38%、天津占 33%、南平占 24%，主要分布在二线城市，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
房屋竣工面积	76.43	35.53	65.24
房屋销售面积	38.79	34.25	49.39
新增土地储备面积	83.29	74.75	6.93
平均销售单价	1.83	2.27	2.48
实际销售额	71.06	77.78	122.49

资料来源：公司提供

2018 年，公司房屋销售面积 49.39 万平方米，较上年增长 44.20%，平均销售单价 2.48 万元/平方米，较上年增长 9.25%，在量价齐升影响下，2018 年实际销售额达 122.49 亿元，较上年增长 57.48%。2018 年，公司房屋竣工面积 65.24 万平方米，较上年增长 83.62%。

截至 2019 年 3 月底，公司项目总建筑面积（含并表项目和非并表项目）831.83 万平方米，总投资额 779.56 亿元，已投资 573.91 亿元，尚需投资 205.65 亿元。公司在建及拟建项目主要位于昆山、南平、上海、太仓、重庆、常熟，其中天津及南平在建及拟建项目总建筑面积占比超过 51%。未来随着公司项目的逐步开发销售，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。

持有型商业物业方面，公司在厦门和上海均持有商业物业。厦门自贸金融中心建筑面积约 84,000 平方米，可租面积 62,285 平方米，截至 2019 年 3 月底，已出租面积 42,791 平方米，出租率 68.70%；上海象屿大厦总建筑面积 10,000 平方米，可租面积 9,427 平方米，截至 2019 年 3 月底，已出租 9,094 平方米，出租率 96.47%。

长租公寓方面，公司践行多元化经营战略，在上海、江苏分别尝试长租公寓业务。2019 年 3 月，公司竞得松江永丰街道租赁用地正式战略布局长租公寓业务，项目总投资 4 亿元，占地 15,973 平方米，总建筑面积 45,381 平方米，可出租面积 31,025 平方米，预计 2022 年面向市场。

总体看，2018 年，公司房地产整体开发投资和土地储备规模有所下降，但项目的区域分布情况较好，全年销售额大幅增长；公司在主要布局地域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；持有型商业物业出租率较高，布局长租公寓，房地产经营模式趋于多元化。

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2018年底，象屿金控资产总额90.27亿元，所

有者权益31.94亿元；2018年，象屿金控实现营业收入4.78亿元，净利润0.86亿元。

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、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）。

总体看，2018年，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。

5．在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目共 10 项，计划总投资 241.79 亿元，主要为镍钴冶炼工厂项目、货场建设项目及铁路发放系统项目和东北地区粮食种植与加工项目，其中镍钴冶炼工厂项目入选国家发改委“一带一路重点项目”。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目已投资 127.67 亿元，投资进度 52.80%；2019 年 4 月至 2020 年底，计划投资 89.31 亿元，公司面临一定的资金支出压力。项目建成后，将提升公司的综合竞争能力，巩固行业地位。

表6　截至2019年3月底公司在建工程项目情况（单位：万元、%）

序号	项目名称	计划总投资	已投资	投资进度	2019.4~2020 年底计划投资额
1	镍钴冶炼工厂项目	1,404,895.52	635,660.00	45.25	769,235.00
2	绥化深加工项目	380,634.00	361,198.00	94.90	19,436.00
3	厦门大嶝对台小额商品交易市场	351,924.00	101,853.74	28.94	2,000.00
4	富锦金谷铁路发放系统项目	51,583.00	44,662.00	86.58	6,921.00
5	江苏大丰铁矿石加工项目	35,972.00	29,142.00	81.00	6,830.00
6	绥化象屿金谷 30 万吨罩棚项目	15,857.76	11,667.88	73.58	4,189.88
7	中心渔港冷库	11,000.00	9,192.82	83.57	1,807.18
8	巩义象道货场建设项目	40,067.87	23,074.08	57.59	16,993.79
9	安阳象道货场建设项目	80,723.00	34,758.00	43.06	45,965.00
10	息烽象道货场建设项目	45,214.47	25,459.53	56.31	19,754.94
合计		**2,417,871.62**	**1,276,668.05**	**52.80**	**893,132.79**

资料来源：公司提供

6．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，农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物，易受国际油价波动影响；钢材随铁矿石价格的变化也将有所波动，上述大宗产品价格往往随着全球经济周期变化而同向波动，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，部分产品以预付货款的形式结算，对公司资金形成较大占用。此外，公司对下游客户的应收账款规模增长较快。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）房地产业务及在建工程尚需投资规模较大

截至 2019 年 3 月底，公司房地产项目尚需投资额 205.65 亿元，在建项目尚需投资 89.31 亿元，投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

7．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、大宗商品物流服务、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，公司积累产业地产开发经验，探索经营模式，形成项目商业价值链，培育新的盈利点，同时寻求与住宅业务的结合点，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 2018 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。2019 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部 2018 年发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），并对可比期间数据相应调整，对公司财务数据的可比性影响不大。

2018 年，公司纳入合并范围的子公司 24 家，较上年减少 4 家；其中，注销子公司 2 家，因股权变更不再纳入合并范围子公司 3 家，新纳入合并范围子公司 1 家，整体规模变化不大，对财务数据的可比性影响不大。

截至2018年底，公司资产总额1,159.74亿元，负债合计801.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）358.66亿元，其中归属于母公司所有者权益163.07亿元。2018年，公司实现营业收入2,414.61亿元，净利润（含少数股东损益）25.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润13.18亿元；经营活动现金流量净额35.20亿元，现金及现金等价物净增加额43.63亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1,281.07亿元，负债合计915.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）365.42亿元，其中归属于母公司所有者权益171.80亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入567.96亿元，净利润（含少数股东损益）8.16亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.01亿元；经营活动现金流量净额-105.25亿元，现金及现金等价物净增加额-41.03亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 1,159.74 亿元，较年初增长 26.47%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中，流动资产占 66.35%，非流动资产占 33.65%，非流动资产占比年初有所上升。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 769.43 亿元，较年初增长 15.94%，主要系存货、货币资金和应收票据及应收账款增加所致；流动资产主要由货币资金（占 18.49%）、应收票据及应收账款（占 8.79%）、预付款项（占 9.06%）、存货（占 47.86%）、其他应收款（占 5.30%）和其他流动资产（占 8.35%）等构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 142.24 亿元，较年初大幅增长 56.16%，主要系近年来金融政策收紧以及经济环境不确定性加大，公司为未来到期融资和经营需要提前筹备资金所致；其中，银行存款占 83.08%，其他货币资金占 16.92%。截至 2018 年底，公司受限资金 23.59 亿元，占货币资金的比例为 16.59%，主要包括定期存款和各类保证金等，受限程度一般。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款账面价值 67.65 亿元，较年初大幅增长 119.77%；其中应收票据 19.55 亿元，较年初增长 207.67%，主要系供应链业务规模扩大所致；应收账款 48.11 亿元，较年初增长 96.91%，主要系公司采用赊销和信用证结算的业务增加所致。截至 2018 年底，公司一年以内的应收账款账面余额的占比为 89.02%，账龄较短；累计计提坏账准备 3.67 亿元，计提比例 7.09%；公司应收账款前五名客户（均为非关联方）应收款项合计占应收账款余额的 32.53%，应收账款集中度较高。

截至 2018 年底，公司预付款项 69.71 亿元，较年初减少 16.61%，对公司资金形成一定占用。

公司其他应收款主要包括对房地产项目合作股东的利润预付、对合资公司合作项目运营款的支付及预付拍地保证金等。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 40.58 亿元，较年初减少 5.71%，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 45.00%，1~2 年的占 27.06%，2~3 年的占 8.73%，3 年以上的占 19.53%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备 5.63 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 50.71%，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 2018 年底，公司存货账面价值 368.27 亿元，较年初增长 17.49%，主要系存货储备及房地产业务土地储备增加所致；公司累计计提存货跌价准备 3.94 亿元，整体计提比例为 1.06%，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 47.50%）和库存商品（占 38.66%）等构成。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 64.22 亿元，较年初减少 34.79%，主要系委托贷款和贷款业务减少所致；公司其他流动资产主要由理财产品（占 28.16%）、预缴及待抵扣、待认证、期末留抵税费（占 27.46%）、被套期项目（占 27.46%）和贷款及委托贷款（占 24.97%）等构成。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 390.31 亿元，较年初增长 54.06%，主要系公司布局制造业行业增加非流动资产所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.83%）、长期股权投资（占 16.84%）、投资性房地产（占 6.66%）、固定资产（占 30.66%）、在建工程（占 17.61%）、无形资产（占 6.14%）和其他非流动资产（占 12.12%）等构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 22.75 亿元，较年初减少 33.88%；其中，按公允价值计量的占 89.47%，按成本计量的占 18.32%；累计计提减值准备 60.00 万元。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 65.74 亿元，较年初增长 38.41%，主要系子公司苏州象屿地

产有限公司收到外部股东增资导致公司失去控制权调整为权益法核算，及本年新增重大影响的股权投资所致。2018 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益 4.56 亿元。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 26.01 亿元，较年初增长 12.65%，主要系公司自行建造的投资性房地产增加所致。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 2018 年底，公司固定资产 119.66 亿元，较年初增长 45.62%，主要系新设或新纳入合并的公司新增固定资产以及子公司在建工程转固定资产所致；公司累计计提折旧 16.12 亿元，固定资产成新率为 88.06%，成新率较高；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 45.53%）、构筑物及其他设施（占 24.65%）和机器设备（占 25.60%）等构成。

截至 2018 年底，公司在建工程 68.73 亿元，较年初增长 53.51 亿元，主要系收购象道物流股权并纳入合并，增加象道物流的在建工程，以及镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施、绥化生化 150 万吨玉米深加工项目投入增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 23.98 亿元，较年初增长 39.03%，主要系收购象道物流股权并纳入合并，新增象道物流的无形资产所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 47.31 亿元，较年初增长 104.62%，主要系预付房屋、设备款增加所致；其他非流动资产主要包括预付工程款、一年期以上委托贷款、土地出让金、预付投资款、预付设备款等。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 187.64 亿元，占资产总额的 16.18%，受限程度较高，主要包括存货（占 59.98%）、固定资产（占 17.64%）、货币资金（占 12.57%）和投资性房地产（占 5.30%），用途主要为抵押借款。

表7　截至2018年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目	受限账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	23.59	12.57	定期存款、保证金等
应收票据及应收账款	0.17	0.09	质押、应收账款保理借款
存货	112.55	59.98	期货仓单质押、抵押借款
其他流动资产	2.52	1.34	质押借款及开具承兑汇票
投资性房地产	9.94	5.30	抵押借款
固定资产	33.10	17.64	抵押借款
在建工程	0.52	0.28	抵押借款
无形资产	5.25	2.80	抵押借款
合计	**187.64**	**100.00**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,281.07 亿元，较年初增长 10.46%，主要系供应链业务规模扩大经营性款项增加、新并购子公司及项目建设增加所致；其中，流动资产占 67.01%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，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，但受限程度较高，应收账款和存货对公司资金形成一定占用，且存货面临一定的跌价风险；公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债合计801.09亿元，较年初增长25.93%，流动负债与非流动负债均有较大增长；其中，流动负债占68.96%，非流动负债占31.04%，流动负债占比较年初下降7.65个百分点。

截至2018年底，公司流动负债552.46亿元，较年初增长13.35%，主要系应付票据、预收款项及其他应付款增加所致；流动负债主要由短期借款（占34.67%）、应付票据及应付账款（占23.51%）、预收款项（占20.66%）和其他应付款（占8.70%）构成。

截至2018年底，公司短期借款191.54亿元，较年初减少20.09%，主要系公司调整债务结构所致；其中，信用借款占40.46%，保证借款占46.76%，贸易融资借款占12.10%。

截至2018年底，公司应付票据及应付账款129.87亿元，较年初增长45.23%，主要系经营规模扩大及采用票据结算的业务增加所致；其中，应付票据64.92亿元，较年初增长97.25%，主要系公司经营规模扩大，采用票据结算的业务增加所致；应付账款64.94亿元，较年初增长14.93%，主要系应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致。

截至2018年底，公司预收款项114.12亿元，较年初增长50.31%，主要系预收客户货款和保证金增加所致。公司预收款项主要由预收房款和预收货款保证金构成。

截至2018年底，公司其他应付款48.07亿元，较年初增长34.53%，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，押金及保证金等。

截至2018年底，公司非流动负债248.62亿元，较年初增长67.15%，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47.84%）和应付债券（占46.95%）构成。

截至2018年底，公司长期借款118.95亿元，较年初增长38.34%，主要系公司针对中长线项目资金投入增加中长期贷款比重所致。

截至2018年底，公司应付债券116.72亿元，较年初大幅增长134.08%，主要系发行公司债券及美元海外债所致；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。

截至2018年底，公司全部债务537.03亿元，较年初增长23.98%；其中，短期债务占56.12%，长期债务占43.88%，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69.07%，较年初下降0.30个百分点；全部债务资本化比率59.96%，较年初下降0.71个百分点；长期债务资本化比率39.65%，较年初上升7.05个百分点。若将公司发行的永续债券93.00亿元计入长期债务测算，截至2018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77.09%、70.34%和55.30%，公司债务负担较重。

截至2019年3月底，公司负债合计915.65亿元，较年初增长14.30%，主要系短期借款和长期借款增加所致；其中，流动负债占70.31%，较年初小幅上升。

截至2019年3月底，公司全部债务650.69亿元，较年初增长21.16%，主要系短期借款增加所致；其中，短期债务占60.11%，长期债务占39.89%，短期债务占比有所上升；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71.48%、64.04%和41.53%，较年初分别上升2.40个百分点、4.08个百分点和1.88个百分点。若将公司发行的永续债券93.00亿元计入长期债务测算，截至2019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78.73%、73.19%和56.41%，公司债务负担重。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，且仍以流动负债为主，负债水平较高；公司整体债务负担重，且仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

（2）所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益358.66亿元，较年初增长27.70%，主要系其他权益工具增加所

致；其中，归属于母公司所有者权益占45.47%，少数股东权益占54.53%，少数股东权益占比较高。归属于母公司所有者权益163.07亿元，较年初增长42.02%，主要系新发行永续债券15.00亿元所致；其中，实收资本占10.28%，其他权益工具（永续债）占57.03%，资本公积占8.80%，未分配利润占24.01%。

截至2019年3月底，公司所有者权益365.42亿元，较年初增长1.89%；其中，归属于母公司所有者权益占47.01%，少数股东权益占52.99%，权益结构较年初变化不大。

总体看，2018年底，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。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 2,414.61 亿元，较上年增长 12.79%，主要系物流供应链业务规模扩大所致；实现净利润 25.06 亿元，较上年增长 37.93%，主要系业务规模扩大及投资收益增加所致；实现归属于母公司所有者的净利润 13.18 亿元，较上年增长 32.54%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 66.86 亿元，较上年增长 29.25%，主要系销售费用和财务费用增加所致；其中，销售费用（占 55.53%）较上年增长 22.27%，主要系业务规模扩大、销售运营费用增加所致；管理费用（占 14.41%）较上年增长 34.98%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用（占 0.33%）较上年增长 34.09%，主要系研发材料费用增加所致；财务费用（占 29.72%）较上年增长 41.35%，主要系债务规模扩大、利息支出增加所致。2018 年，公司费用收入比为 2.77%，较上年小幅上升，费用控制能力仍属较强。

从利润构成来看，2018 年，公司资产减值损失 7.18 亿元，主要来自存货跌价损失和可供出售金融资产减值损失；投资收益 20.00 亿元，主要来自处置长期股权投资产生的投资收益、丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得、理财收益等，占营业利润的 69.52%，对公司营业利润影响较大；公允价值变动净收益、其他收益和营业外收支对利润影响较小。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 3.37%，较上年小幅上升；公司总资本收益率和净资产收益率为5.20%和7.84%，分别较年初上升0.09个百分点和0.67个百分点，总资产报酬率4.52%，较上年下降 0.12 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 567.96 亿元，较上年同期增长 18.25%，主要系大宗商品供应链服务业务规模进一步扩大所致；公司实现净利润 8.16 亿元，较上年同期增长 232.43%，主要系业务规模扩大和投资收益增加所致。

总体看，2018 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，投资收益对利润影响较大，公司整体盈利能力一般。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 2,851.20 亿元，较上年增长 11.97%，主要系供应链业务优化结算方式及粮食业务加速资金回笼所致；经营活动现金流出 2,815.99 亿元，较上年增长 8.19%，主要系业务规模扩大所致；综上，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 35.20 亿元，由净流出转为净流入。2018 年，公司现金收入比率为 113.07%，较上年基本保持稳定，收入实现质量仍属尚可。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 195.37 亿元，较上年增长 34.74%，主要系收回的投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 282.53 亿元，较上年增长 52.44%，主要系增加在建工程及设备投资所致；综上，2018 年，公司投资活动现金流量净额-87.16 亿元，净流出规模较

上年有所扩大。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 691.73 亿元，较上年减少 0.97%；筹资活动现金流出 597.69 亿元，较上年增加 6.10%，主要系偿还债务本金利息增加所致；综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 94.04 亿元，净流入规模较上年减少 30.45%，但仍保持较大规模，公司较依赖融资活动。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-105.25 亿元；投资活动现金流量净额-42.89 亿元；筹资活动现金流量净额 107.76 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，收入实现质量仍属尚可；投资活动净流出规模仍较大，对筹资活动依赖度较高。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.39 倍和 0.73 倍，较年初小幅上升；现金短期债务比从年初的 0.33 倍上升至 0.54 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。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 54.57 亿元，较上年增长 23.53%，主要系利润总额增加所致；其中，折旧和摊销占 13.95%，计入财务费用的利息支出占 30.79%，利润总额占 55.26%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数从上年的 2.57 倍下降至 2.34 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可；EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，较上年保持稳定，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 2019 年 3 月底，公司获得的金融机构授信额度合计 1,351.06 亿元，其中未使用的授信额度为 588.03 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为银行间市场及交易所市场储价发行资质人；子公司象屿股份作为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 44.16 亿元，包括子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 7.37 亿元，象屿地产下属项目公司为购房者提供按揭贷款担保 23.20 亿元，公司对合资公司的银行融资提供担保 12.46 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 1.14 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 2019 年 3 月底，公司及下属子公司诉讼标的金额合计 20.25 亿元，占净资产的 5.54%。

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 2019 年 5 月 16 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，跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所上升，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，在政府支持、综合物流和区域地位等方面仍保持显著优势，公司整体偿债能力仍属极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 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）为 145.15 亿元，约为“18 象屿 01”、“18 象屿 02”待偿本金（20.00 亿元）的 7.26 倍，覆盖程度很高；净资产 365.42 亿元，约为“18 象屿 01”、“18 象屿 02”待偿本金（20.00 亿元）的 18.27

倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 象屿 01”、“18 象屿 02”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 54.57 亿元，约为“18 象屿 01”、“18 象屿 02”待偿本金（20.00 亿元）的 2.73 倍，覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动现金流入 2,851.20 亿元，约为“18 象屿 01”、“18 象屿 02”待偿本金（20.00 亿元）的 142.56 倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度很高。

综合上述分析，公司对“18象屿01”、“18象屿02”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为厦门市国有大型集团之一，在行业地位、经营规模、贸易渠道、大宗商品物流服务能力等方面仍具备很强的竞争优势。2018 年，公司初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，大宗商品物流服务能力显著提升；金属矿产、能源化工和农产品三大类产品供应链规模快速扩大，收入和利润规模快速增长；房地产项目销售额保持增长。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动较大，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金占用较大，房地产项目和在建项目尚需投资规模较大，整体债务负担较重且短期偿债压力较大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、全国性物流平台网络和镍钴冶炼工厂项目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	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	916.99	1,159.74	1,281.07
所有者权益（亿元）	280.87	358.66	365.42
短期债务（亿元）	297.30	301.36	391.15
长期债务（亿元）	135.85	235.68	259.54
全部债务（亿元）	433.15	537.03	650.69
营业收入（亿元）	2,140.89	2,414.61	567.96
净利润（亿元）	18.17	25.06	8.16
EBITDA（亿元）	44.17	54.57	--
经营性净现金流（亿元）	-56.48	35.20	-105.25
应收账款周转次数（次）	75.21	60.94	--
存货周转次数（次）	6.70	6.75	--
总资产周转次数（次）	2.60	2.33	0.47
现金收入比率（%）	115.32	113.07	112.66
总资本收益率（%）	5.11	5.20	--
总资产报酬率（%）	4.64	4.52	--
净资产收益率（%）	7.17	7.84	2.25
营业利润率（%）	3.27	3.37	3.77
费用收入比（%）	2.42	2.77	2.93
资产负债率（%）	69.37	69.07	71.48
全部债务资本化比率（%）	60.66	59.96	64.04
长期债务资本化比率（%）	32.60	39.65	41.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	--
流动比率（倍）	1.36	1.39	1.33
速动比率（倍）	0.72	0.73	0.68
现金短期债务比（倍）	0.33	0.54	0.37
经营现金流动负债比率（%）	-11.59	6.37	-16.35
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.21	2.73	--

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、其他流动负债中的应付短期债券已计入公司短期债务；4、本报告中 2017 年财务数据为 2018 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。