跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1280 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：

二〇二〇年 六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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	5 年（3+2）	10.00 亿元	AAA	AAA	2019/6/21
18 象屿 02	5 年（3+2）	10.00 亿元	AAA	AAA	2019/6/21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	916.99	1,159.74	1,393.67	1,590.00
所有者权益（亿元）	280.87	358.66	435.55	441.97
长期债务（亿元）	135.85	235.68	247.71	271.39
全部债务（亿元）	433.12	537.03	591.88	813.43
营业收入（亿元）	2,140.89	2,414.61	2,841.82	680.95
净利润（亿元）	18.17	25.06	25.91	3.62
EBITDA（亿元）	44.17	54.57	64.55	--
经营性净现金流（亿元）	-56.48	35.20	33.52	-181.15
营业利润率（%）	3.27	3.37	3.87	2.16
净资产收益率（%）	7.17	7.84	6.52	0.83
资产负债率（%）	69.37	69.07	68.75	72.20
全部债务资本化比率（%）	60.66	59.96	57.61	64.79
流动比率（倍）	1.36	1.39	1.27	1.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.34	2.74	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.21	2.73	3.23	--

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. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入相关债务指标核算；4. 截至 2019 年末应收款项融资中的应收票据已调入现金类资产核算；5. 2020 年 1－3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

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，在经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面仍具备很强的竞争优势。2019 年，公司进一步完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，综合物流服务能力明显增强，房地产业务收入结转情况良好，共同带动公司营业收入和净利润增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到贸易行业受宏观经济波动影响较大，大额存货、应收及预付类款项对公司营运资金占用明显，房地产项目和在建项目尚需投资规模较大，整体债务负担重且以短期债务为主，经营现金流量净额波动大以及或有负债风险较大等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司供应链物流业务模式逐步完善，农产品深加工项目产能陆续释放以及印尼镍钴冶炼工厂建成投产，公司综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 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．**综合竞争力强。**公司作为厦门市国有大型集团之一，以供应链物流为主业，多元化经营房地产、类金融业务，综合竞争力强。

2．**综合物流服务能力提升。**2019 年，公司基于较为完善的物流服务体系，能源化工、金属矿产和农产品三类核心产品业务量保持增长，供应链物流业务实现收入 2,724.12 亿元，同比增长 16.41%。

3．**房地产业务收入结转情况良好。**2019

年，公司房地产业务结转收入 64.58 亿元，同比增长 116.13%。公司土地储备较为充足，未来业务可持续性良好。

4．**重点项目顺利投产。**公司在东北地区布局的玉米深加工项目以及响应国家“一带一路”战略建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已部分投产，未来随着产能逐步释放，有望成为新的收入及利润增长点。

5．**现金类资产规模较大，融资渠道畅通。**公司现金类资产及净资产规模较大，直接及间接融资渠道畅通，经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强。

关注

1．**宏观经济波动。**跟踪期内，国际贸易摩擦仍然存在，加之 2020 年新冠肺炎疫情影响，全球经济发展面临较大不确定性，可能对公司经营产生一定不利影响。

2．**营运资金占用明显，经营活动现金流波动较大。**2019 年，随着供应链业务规模扩张及房地产业务持续投入，公司流动资产中存货、应收及预付类款项快速增长，对营运资金形成一定占用，经营活动现金流量净额波动大。

3．**公司债务负担重且短期偿债压力较大。**随着物流资源布局、粮食深加工及海外项目投资，公司债务规模保持增长。考虑到所有者权益中永续债务占比高，公司整体债务负担重且以短期债务为主，债务结构有待优化。

4．**投资收益波动影响利润稳定性。**2019 年，受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益为 7.17 亿元，同比下降 64.14%，对营业利润影响较大。

5．**对外担保和未决诉讼规模大，存在或有负债风险；子公司委贷逾期部分存在资金回收风险。**截至 2020 年 3 月末，公司合并口径对外担保余额为 45.47 亿元（其中融资担保余额 17.89 亿元），涉及重大未决诉讼标的金额合计 27.20 亿元，存在一定或有负债风险。公司类金融业务中部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，考虑到委托贷款逾期款项附有足额抵押物，整体资金回收风险可控。

6．**公司本部偿债压力大。**公司本部作为控股型集团企业自身收入规模很小，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展；公司本部货币资金余额偏低，整体债务负担重，对再融资依赖程度高。

分析师

候珍珍　登记编号（R0040215120003）
李敬云　登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85171281
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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。

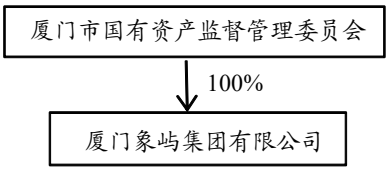
分析师：

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。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”。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，其中2019年、2020年公司获得新增资本金分别为1.00亿元和1.205亿元。截至2020年3月末，公司注册资本为17.76亿元，实收资本为18.96亿元[1]。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”）。截至2020年3月末，公司对象屿股份的直接及间接持股比例合计55.44%，公司共质押1.79亿股象屿股份股票，占其总股本的8.30%，占公司直接持有象屿股份股权的15.36%。

图1　截至2020年3月末公司股权结构



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围及组织结构未发生变更，公司职能部门设置较上年未作调整。截至 2020 年 3 月末，纳入公司合并报表范围的二级子公司共 19 家，公司在职员工 11,601 人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,393.67亿元，负债合计958.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计435.55亿元，其中归属于母公司所有者权益199.91亿元。2019年，公司实现营业收入2,841.82亿元，净利润（含少数股东损益）25.91亿元，其中归属于母公司所有者的净利润15.20亿元；经营活动产生的现金流量净额为33.52亿元，现金及现金等价物净增加额-34.43亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,590.00亿元，负债合计1,148.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计441.97亿元，其中归属于母公司所有者权益217.95亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入680.95亿元，净利润（含少数股东损益）3.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.19亿元；经营活动产生的现金流量净额为-181.15亿元，现金及现金等价物净增加额25.67亿元。

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）”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，

[1]除新增资本金外，2020 年公司获厦门市国资委财政返还 10,850 万元、项目配资 1,200 万元，截至本报告出具日未完成验资及工商变更

证券交易代码为“143493.SH”，证券简称为“18 象屿 01”。公司已于 2020 年 3 月 16 日支付了上一计息年度的全部利息。截至本报告出具日，“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）”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 2020 年 4 月 20 日支付了上一计息年度的全部利息。截至本报告出具日，“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

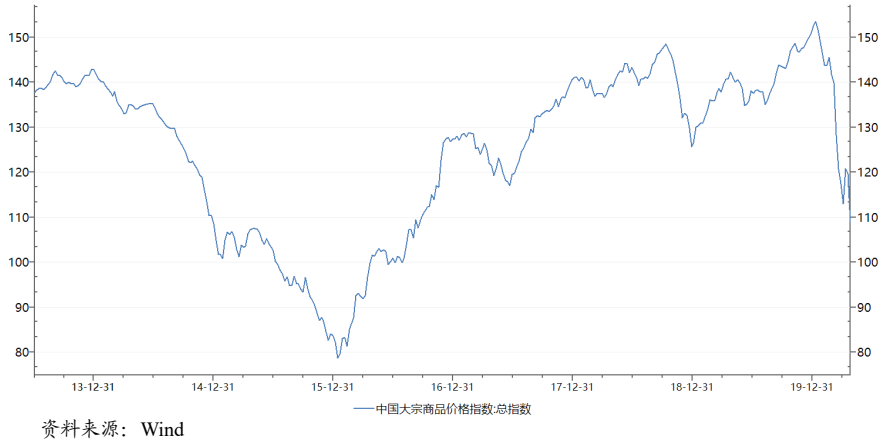
1. 供应链管理行业

2019 年以来，我国大宗商品价格指数持续上扬，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。供应链管理服务作为贸易、物流和金融领域的重要组成部分，正在受到越来越多的政府政策支持。

供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面的因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。从我国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，主要大宗商品价格指数均呈现下跌趋势，2015 年末达历史低位。但 2016 年初，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，经历了 15 年的触底之后，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017 年中期在经历短暂价格回调之后，我国大宗商品价格指数持续上扬，截至 2019 年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，导致原油市场大幅波动且全球经济大幅萎缩，2020 年 1 月起我国大宗商品价格指数降幅明显。

图 2　近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind

不考虑新冠疫情扰动的情况下，2019 年，随着大宗商品价格指数上扬，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

2019 年 11 月 19 日，中共中央、国务院提出《关于推进贸易高质量发展的指导意见》，指出要从加快创新驱动、优化贸易结构、促进均衡协调、培育新业态、建设平台体系和健全保障体系等方面推进贸易高质量发展。《关于推进贸易高质量发展的指导意见》提出到 2022 年，贸易结构更加优化，贸易效益显著提升，贸易实力进一步增强，建立贸易高质量发展的指标、政策、统计、绩效评价体系。

2. *房地产行业*

2019 年，国家从房地产企业资金端进行调控，房企融资渠道收紧；同时各地限购政策的持续执行，使商品房销量有所下降。房地产行业发展整体承受较大压力，未来将面临结构性调整。

2019 年，国家从“供给端”即房地产企业的融资端进行调控，收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债三个重要融资渠道，重点对高杠杆经营的大型房地产企业融资行为进行监控，融资政策收紧是影响未来房地产企业经营行为以及行业发展趋势的重要因素。

2019 年，我国房地产开发企业到位资金 178,609.00 亿元，同比增长 7.62%。其中，国内贷款 25,229.00 亿元（占 14.13%）、自筹资金 58,158.00 亿元（占 32.56%）、利用外资 176.00 亿元（占 0.10%）、其他资金来源 95,046.00 亿元（占 53.21%）。受国家房地产调控政策影响，其他资金来源占比有所上升，该类资金来源包括定金及预收款、个人按揭贷款和其他资金。

销售情况方面，2019 年，全国商品房销售面积 171,558.00 万平方米，较上年下降 0.06%。随着房地产政策环境由松趋紧，各地持续执行限购政策，商品房销售增速有所下降，整体商品房市场需求较为疲软。

未来，随着市场集中度逐步提高，中小房地产开发企业受资金规模限制，项目竞争力有限，部分面临项目转让及投资退出压力；高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临一定资金链风险，运营风险增大；大型优质房企凭借在土储规模、融资渠道、资金成本等方面具有优势，

经营有望保持稳定。在我国经济持续转型阶段，房地产调控政策将向常态化和长期化方向发展，以抑制房价过快上涨、保持房地产行业健康稳定增长。

四、管理分析

2019 年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司物流供应链、房地产和类金融及其他收入较上年均有所增长；收入结构小幅调整，综合毛利率水平有所上升。

2019 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 2,841.82 亿元，较上年增长 17.69%，主要系物流供应链业务规模扩大所致；实现净利润 25.91 亿元，较上年增长 3.37%。

表 1　近年来公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务种类	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	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	2,032.91	94.96	2.32	2,340.08	96.91	2.75	2,724.12	95.86	3.10	669.27	98.28	1.72
房地产	74.06	3.46	26.75	29.88	1.24	31.47	64.58	2.27	41.74	0.92	0.13	32.62
类金融及其他	33.92	1.58	32.30	44.66	1.85	28.29	53.12	1.87	25.33	10.76	1.58	32.78
合计	**2,140.89**	**100.00**	**3.64**	**2,414.61**	**100.00**	**3.58**	**2,841.82**	**100.00**	**4.40**	**680.95**	**100.00**	**2.25**

注：物流供应链收入为象屿股份合计收入，含象屿股份子公司少量烘干装卸及船舶业务
资料来源：公司提供

从收入构成来看，2019 年，物流供应链收入 2,724.12 亿元，较上年增长 16.41%，主要系物流供应链业务规模扩大所致，仍是公司收入的主要来源；房地产收入 64.58 亿元，较上年大幅增长 116.13%，主要系项目结算的周期性影响所致，收入占比增至 2.27%；类金融及其他收入 53.12 亿元，较上年增长 18.94%，主要系制造业相关收入增加所致，收入占比提升至 1.87%。

从毛利率来看，2019 年，公司物流供应链业务毛利率 3.10%，较上年上升 0.35 个百分点，主要系公司加强提质增效及精细化管理所致；房地产业务毛利率 41.74%，较上年上升 10.27 个百分点，主要系当期结算项目土地成本较低，毛利率较高所致；类金融及其他业务毛利率 25.33%，较上年下降 3.96 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，2019 年，公司综合毛利率为 4.40%，较上年上升 0.82 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 680.95 亿元，较上年同期增长 19.89%，主要系大宗商品供应链服务业务规模进一步扩大所致；实现净利润 3.62 亿元，较上年同期下降 55.61%，主要系投资收益减少以及公允价值变动净损失 1.26 亿元所致。

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，主要运营主体为子公司象屿股份。

（1）大宗商品采购分销

2019 年，公司围绕产业链不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系，能源化工、金属矿产和农产品业务量保持扩张，带动大宗商品采购分销服务收入快速增长。

公司大宗商品采购分销业务主要涵盖能源化工、金属矿产和农产品三类。2019 年，三类产品贸易业务收入占比分别为 25.63%、64.42%和 8.83%。

表2　近年来公司大宗商品采购分销业务产品分类收入情况（单位：亿元、%）

商品类别	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
能源化工	647.27	28.63	1.88	676.25	25.63	3.04	159.12	24.51	1.12
金属矿产	1,404.95	62.15	1.77	1,699.85	64.42	2.12	434.13	66.86	1.17
农产品	171.50	7.59	6.17	233.07	8.83	5.93	54.06	8.32	3.00
其他	36.75	1.63	3.67	29.38	1.11	2.97	2.04	0.31	1.27
合计	**2,260.47**	**100.00**	**2.17**	**2,638.55**	**100.00**	**2.70**	**649.35**	**100.00**	**1.31**

注：能源化工包括塑料原料（PE、PP、PVC 等）、化工（甲醇、甲苯等）、化纤原料（PTA、MEG 等）、煤炭；金属矿产包括钢铁、有色金属、矿产、矿砂；农产品包括粮食谷物、食品原料（油脂、白糖、奶粉）、饲料原料（鱼粉、乳清粉、豆粕等）、林产品（原木、锯材、木浆等）；其他产品包括汽车、船舶、工程机械、民生物资等
资料来源：公司提供

跟踪期内，该板块业务模式、采购模式与销售模式未发生重大变化。2019 年，公司前五大供应商采购总额合计 560.81 亿元，占采购总额的比重为 21.30%。公司前五大客户销售额合计 298.09 亿元，占销售总额的比重为 10.94%。整体看，公司上下游集中度一般。

能源化工

2019年，公司能源化工产品大宗商品采购分销服务实现收入676.25亿元，同比增长4.48%；当期能源化工产品经营货量5,562.54万吨，同比增长54.51%，其中煤炭供应链经营货量超4,700万吨，同比增长超60%，煤炭进口量稳居全国前列；化工供应链经营货量近800万吨，同比增长14.00%。2019年，能源化工产品毛利率为3.04%，同比上升1.27个百分点，毛利率显著增加主要系煤炭、有机化学品等毛利率上升所致。2020年1－3月，公司化工产品实现收入159.12亿元，毛利率为1.12%。

金属矿产

2019 年，公司金属矿产实现收入 1,699.85 亿元，同比增长 20.99%；金属类合计销售数量 [2]8,209.39 万吨，同比增长 43.69%，主要源于有色金属、铝产品供应链的增长；毛利率为 2.12%，较上年上升 0.35 个百分点。2020 年 1－3 月，公司金属矿产实现收入 434.13 亿元，毛利率为 1.17%。

象屿集团下属子公司 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目一期已于 2020 年 2 月投产，该项目是国家发改委“一带一路”重点项目，整体建设内容包括年产250万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机1,440兆瓦火力发电厂和年吞吐能力4,000万吨多功能码头。因项目仍在试运行阶段，2020 年一季度公司与 OSS 公司开展业务实现收入合计 4.08 亿元。未来，公司将依托自身的供应链服务优势为 OSS 公司提供原材料采购和产成品的销售服务，2020 年预计公司将为 OSS 公司提供商品采购（钢坯、镍铁）金额 100 亿元，销售商品（硅铁、硅锰、无烟煤等原材料）金额 40 亿元。公司与象屿集团下属 OSS 公司的合作有助于公司做大做强在东南亚地区的不锈钢产业供应链业务，并进一步完善在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局，提升公司供应链综合服务能力，成为新的收入增长点。

[2] 2019 年起新增部分非吨计量的产品，未包含在数量统计中

农产品

2019 年，农产品实现收入 233.07 亿元，同比增长 35.90%，主要是由于黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）持续发挥产地优势、港区的物流优势以及销区的销售优势，业务规模增长所致；毛利率为 5.93%，同比下降 0.25 个百分点，主要系因非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷所致。2020 年 1－3 月，农产品实现收入 54.06 亿元，毛利率下降至 3.00%，主要系会计准则调整销售费用确认方式所致。

目前，公司玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心，整合黑、吉、辽、蒙四省的粮源，通过在渤海湾建立集散中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供粮食资源；同时，公司积极开展“自种+合作种植”双轮驱动的种植业务模式，2019 年公司自有种植面积约 19 万亩，较上年增长 24.51%。2019 年，公司与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。跟踪期内，公司粮食贸易供应商及主要客户结算方式未发生变化。

其他贸易产品

2019 年，公司其他贸易产品合计收入 29.38 亿元，同比下降 20.07%；毛利率为 2.97%，较上年下降 0.70 个百分点。

公司经营的其他贸易产品包括平行进口汽车、五金集采、船舶出口等。受国家政策及商用车景气度下行影响，汽车供应链规模有所下降，但公司以新能源汽车产业发展为契机初步构建“新能源原料—动力电池—电动汽车”全产业链服务，对其他贸易产品收入形成一定支撑。2019 年，公司采购平行进口车 3,713 台，较上年同期 9,700 台大幅下降 61.72%；采购金额为 18,006 万美元，较上年同期 40,590 万美元大幅下降 55.64%，主要系国内商用车景气度下行所致。

（2）大宗商品物流服务

2019 年，公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系和铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，并通过子公司象道物流不断推进铁路网点布局建设，物流服务整体收入规模变动不大，综合服务收益有所提升。

综合物流服务

公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系。2019 年，公司实现综合物流服务收入 35.13 亿元，同比下降 6.89%；毛利率为 10.43%，同比上升 0.57 个百分点，主要是公司充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益所致。

2019 年，公司自营堆场面积及类型、自营仓库面积及类型、运输服务能力及物流园区持有等方面未发生重大变动。截至 2020 年 3 月末，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 33.83 万平方米、场装 6.45 万平方米、修箱场 4.38 万平方米和冷藏箱插座 296 个。公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，为客户提供仓储服务，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 34.18 万平方米，在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。2019 年，公司自营仓库面积较上年末有所下降，主要系部分仓库租约到期未进行续租所致。

农产品物流服务

农产品物流服务经营主体主要为象屿农产。跟踪期内，农产品物流服务盈利模式未发生变动，公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费。同时通过经营粮食临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。农产品物流服务的结算方式一般采用现结，即完成服务后以现金或银行汇款

结算，其中国储补贴由政府相关部门按月以银行汇款结算给公司。

粮食收储方面，2019－2020 年产季完成粮食收购量（仅国储粮，不含贸易粮）60.20 万吨，同比增长 115.00%。国储粮仓储补贴标准逐年略有下降，2018 年 9 月由原来的 80 元/吨下降为 74 元/吨，2019 年 9 月继续下降至 66 元/吨。粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓，2019 年粮食出库 150 万吨。截至 2019 年末，公司经营和管理的粮食仓容达 1,500 万吨，管理国储粮食库存约 900 万吨，较上年末（1,086 万吨）有所下降，其中水稻库存约占 50%，剩余仓容主要用于储存贸易粮，仓容使用率为 90%左右。受管理国储粮食库存下降及补贴标准下降影响，公司 2019 年农产品物流业务实现收入合计 7.76 亿元，同比下降 20.54%；毛利率为 61.23%，同比变化不大。

表3　近年来农产品物流业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
仓储收入	9.67	7.27	1.48
装卸收入	0.96	0.48	0.03
烘干收入	0.16	0.01	--
合计	**10.80**	**7.76**	**1.51**

资料来源：公司提供

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2020年3月末，象屿小贷发放贷款余额合计4.56亿元，其中自营贷款余额1.46亿元，其余为象屿农产通过象屿小贷发放给农户的委托贷款，全部为对农户的放贷，截至2020年3月末，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

铁路物流服务

公司以厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局，2019 年，象道物流有超过 2 万平米货场和 3 条铁路专用线（位于河南巩义）建成并投入使用，目前在建货场建设项目包括巩义、安阳、息烽三处，未来将陆续投入使用。截至 2019 年末，公司在河南三门峡、陕西咸阳、江西高安、河南巩义、湖南澧县、青海湟源、河南安阳、贵州息烽等大宗商品集散区域建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场，19 个铁路货运场站（自有及租赁），配套约 50 公里铁路专用线，逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库，约 3 万个自备集装箱，年运力超 1,600 万吨，拥有遍布全国的 20 个常驻业务网点，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

盈利模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户根据资信情况给予一定的账期，并通过动态调整发货节奏，降低回款风险。2019 年，象道物流共经营货量 1,225 万吨，同比变动不大，主要品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为51.24%；下游前五大客户占营业收入比例为48.07%，集中度高，其中下游关联销售收入占23.78%，主要为象屿物流及其下属子公司。

3. *房地产业务*

2019 年，公司房地产业务收入结转情况良好，且土地储备较为充足，业务可持续性良好，但未

来投资额较大，存在一定资金压力；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。

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，房地产业务包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等。公司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。

2019 年，公司结转房地产收入 64.58 亿元，同比增长 116.13%，主要源于上海（占 55.64%）、重庆（占 6.74%）和江苏（占 37.61%）的房地产项目。

2019年，公司房地产开发投资额为92.72亿元（非并表项目71.40亿元、并表项目21.32亿元），较2018年投资规模59.24亿元增长56.52%。

表4　近年来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	2017年	2018年	2019年	2020年1－3月
房屋竣工面积	35.53	65.24	68.43	0.00
房屋销售面积	34.25	49.39	49.97	5.39
新增土地储备面积	74.75	6.93	18.23	0.00
平均销售单价	2.27	2.48	2.05	1.95
实际销售额	77.78	122.46	102.87	11.00

资料来源：公司提供

2019 年，公司房屋竣工面积 68.43 万平方米，较上年增长 4.89%。2019 年，公司房屋销售面积 49.97 万平方米，较上年小幅增长，平均销售单价 2.05 万元/平方米，较上年下降 17.34%，2019 年实际销售额为 102.87 亿元，较上年下降 16.00%。

截至 2020 年 3 月末，公司房地产项目合计 30 个，主要分布在上海、昆山、重庆、天津和福建等地，其中并表项目 17 个，非并表项目 13 个。公司在建、拟建房地产项目（含并表、非并表项目）情况如下表所示，公司未来尚需投资 199.00 亿元，存在一定资金压力。

表 5　截至 2020 年 3 月末公司房地产在建、拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	总用地面积	总建筑面积	总投资	累计投入	未来拟投入
非并表项目	261.73	555.84	419.08	262.64	156.44
并表项目	133.10	355.77	445.30	402.74	42.56
合计	**394.84**	**911.61**	**864.38**	**665.38**	**199.00**

资料来源：公司提供
注：表中投资额数据为全口径，非权益口径

商业物业方面，象屿地产在厦门和上海持有两处商业物业，为厦门自贸金融中心和上海象屿大厦，项目总建筑面积合计 9.50 万平方米，可租面积合计 7.17 万平方米，截至 2020 年 3 月末，商业物业已出租 6.19 万平方米，2019 年实现租金收入 4,754 万元。

作为厦门市国资委下属企业，公司承担了厦门市部分市政配套项目建设任务，在填海造地、市政道路、水工工程等领域具备领先的技术水平并发挥着重要作用，运营主体为下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司，截至 2020 年 3 月末，公司在建代建项目投资总额达 80.86 亿元。代建中的工程款由业主支付，公司不承担项目的融资职能，并以实际总投资额的 0.4%～3%收取代建费用。2019 年，公司实现代建收入 1,892 万元。

4. 类金融及其他业务

（1）类金融业务

2019年，公司类金融业务规模增长较快，客户以民营企业为主，存在一定业务风险，部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，考虑到委托贷款逾期款项附有足额抵押物，整体资金回收风险可控。

公司类金融业务主要运营主体为厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金控”）、厦门象屿担保有限公司（拥有融资性担保许可证）、厦门象屿金象融资租赁有限公司、深圳象屿商业保理有限责任公司（以下简称“象屿保理”）、厦门象屿小额贷款股份有限公司和厦门象屿资产管理运营有限公司等子公司。

象屿金控业务收入主要来自产业金融（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等平台体现）收入、消费金融（主要是以小贷公司及二手车融资租赁）收入、资产管理（主要是不良资产包处置）收入及传统类业务等，其中产融业务客户对象主要为集团内部产业相关的上下游企业。2019年，象屿资产实现营业收入19,470.74万元，实现净利润23,369.75万元；象屿担保实现收入609.53万元，净利润796.24万元；小额贷款公司实现收入7,597.29万元，净利润3,542.65万元。

截至2020年3月末，象屿金控产融结合类委托贷款业务借款余额22.39亿元，其中已逾期本金金额4.89亿元；产融结合类保理业务借款余额17.16亿元，其中已逾期本金金额为1.28亿元；产融结合类资管余额、融资租赁余额及其他类余额分别为6.16亿元、3.27亿元和3.17亿元未出现逾期。消费金融业务中小贷借款余额5.57亿元，逾期本金为612.15万元；二手车业务借款余额6.25亿元，逾期本金为190.94万元。前期投入的非产融类委托贷款合计借款余额9.45亿元，其中已逾期本金金额7.65亿元。截至2019年末，象屿担保对外提供担保余额5.46亿元，未出现代偿情形。

截至2020年3月末，象屿金控以上业务逾期本金合计13.89亿元，存在一定资金回收风险，逾期委托贷款和应收保理款均附有足额抵押物，且象屿金控正通过法律诉讼、处置抵押物等手段进行追偿，2019年和2020年一季度公司共收回逾期本金2635万元。截至2020年3月末，象屿金控针对上述逾期本金累计计提减值损失准备641.99万元。

此外，公司也进行股权投资和基金投资，涉及二级市场定增、金融类股权（如国都证券、兴业证券股份有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司）、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）等。2019年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计1.95亿元。公司所持变现能力良好的上市公司股权等金融资产对公司偿债能力形成一定支撑。

（2）玉米深加工业务

跟踪期内，公司玉米深加工业务产能陆续建成投产，销售收入保持增长，但因原材料价格上涨未传导至产成品等因素暂时性亏损，未来随着公司持续优化工艺以及产能充分释放后，深加工业务有望形成新的收入和利润增长点。

公司玉米深加工板块运营主体为黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）。主要运营富锦产业园、北安产业园、绥化产业园三大园区，产品包含淀粉、淀粉糖、氨基酸、生物发酵饲料等，广泛应用于制糖、造纸、纺织、食品、医药、啤酒发酵、饲料等行业。其中，富锦及北安深加工项目每年可加工淀粉约 20 万吨，加工农产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等约 40 万吨；绥化项目预计满产后可年产结晶葡萄糖 70 万吨、发酵用糖 28.40 万吨，年产苏氨酸 10 万吨、色氨酸 1 万吨，截至 2020 年 4 月末各产线试车效果已基本达到预期，全面进入提产增效阶段。截至 2020 年 3 月末，金象生化主要深加工项目产量及收入贡献情况见下表。

表 6　金象生化深加工项目产量及销售收入情况（单位：万吨、亿元）

项目		2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
富锦	产量	78.00	79.00	19.00
	销售收入	16.44	17.45	2.77
北安	产量	76.00	82.00	20.00
	销售收入	16.23	17.42	3.23
绥化	产量	--	60.00	26.20
	销售收入	--	1.65	3.98
合计	**产量**	**154.00**	**221.00**	**65.00**
	销售收入	**32.67**	**37.34**	**10.13**

注：上述产量指全部产成品吨数
资料来源：公司提供

2019 年，金象生化实现营业收入 37.34 亿元，净利润-0.95 亿元；2020 年一季度，金象生化实现营业收入 10.13 亿元，净利润-0.54 亿元，金象生化经营亏损主要系玉米等原材料价格上涨未充分传导至产品端所致。随着项目投产以来公司持续优化工艺、调整设备，实现能耗稳步下降，深加工业务有望成为公司未来新的收入及利润增长点。

5．在建项目

截至 2020 年 3 月末，除房地产项目以外，公司在建项目仍需要一定规模资金投入；项目建成后，公司综合实力有望进一步增强。

截至 2020 年 3 月末，除房地产项目以外，公司在建项目主要包括镍钴冶炼工厂项目等，项目计划总投资为 200.55 亿元，已完成投资 124.27 亿元。2020 年 4－12 月，公司计划投资 18.68 亿元，存在一定的资金支出压力。

镍钴冶炼工厂项目计划总投资 140.49 亿元，截至 2020 年 4 月末已经基本完成钢厂 3 台 AOD 炉、1 个精炼炉、1 条连铸生产线建设，铁厂完成 2 台矿热炉建设，电厂完成 4 台发电机组建设、码头 3 个泊位的建设，以及相关的道路，公辅等设施建设，目前整体建设进度符合预期。钢厂已于 2020 年 2 月份开始 2 条生产线生产，首批产成品不锈钢方坯均通过象屿股份供应链平台销往中国国内；预计 2020 年全年可生产不锈钢钢坯超过 100 万吨。该项目建成后，公司综合实力有望进一步增强。

表7　截至2020年3月末公司在建工程项目情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	计划总投资	已投资	投资进度	2020 年 4－12 月计划投资额
1	厦门大嶝对台小额商品交易市场	35.19	10.25	29.13	0.05
2	中心渔港冷库	1.10	0.95	86.52	0.04
3	镍钴冶炼工厂项目	140.49	100.40	71.46	15.93
4	象屿总部大楼	13.07	4.03	30.87	0.60
5	巩义象道货场建设项目	2.82	2.61	92.46	0.21
6	安阳象道货场建设项目	5.40	4.13	76.40	1.27
7	息烽象道货场建设项目	2.48	1.90	76.45	0.58
合计		**200.55**	**124.27**	**61.96**	**18.68**

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 2020 年 3 月末，公司房地产项目尚需投资额 199.00 亿元，在建项目尚需投资 18.68 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。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2020 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2019 年，公司纳入合并范围内子公司较上年减少 6 家，因非同一控制下企业合并增加子公司 1 家。截至 2019 年末，公司合并范围内二级子公司共 19 家。2020 年一季度，公司合并范围较上年末无变化。总体看，公司合并范围规模变化不大，财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额1,393.67亿元，负债合计958.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计435.55亿元，其中归属于母公司所有者权益199.91亿元。2019年，公司实现营业收入

2,841.82亿元，净利润（含少数股东损益）25.91亿元，其中归属于母公司所有者的净利润15.20亿元；经营活动产生的现金流量净额为33.52亿元，现金及现金等价物净增加额-34.43亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,590.00亿元，负债合计1,148.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计441.97亿元，其中归属于母公司所有者权益217.95亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入680.95亿元，净利润（含少数股东损益）3.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.19亿元；经营活动产生的现金流量净额为-181.15亿元，现金及现金等价物净增加额25.67亿元。

2. 资产质量

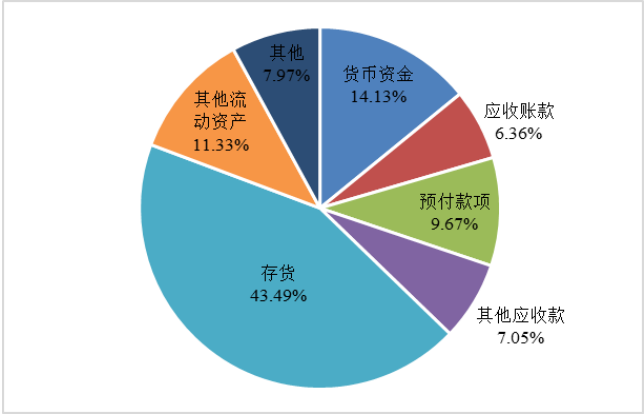
截至 2019 年末，公司资产规模增长较快，仍以流动资产为主；公司货币资金规模尚可，但受限程度较高，应收账款、存货和预付款项对公司资金形成一定占用；因绥化深加工项目、镍铁冶炼工厂项目建设推，公司非流动资产规模增长较快。考虑到象屿金控委托贷款逾期规模大，存在一定资金回收和减值风险，且公司资产受限规模有所上升，公司整体资产质量仍属一般。

截至 2019 年末，公司资产总额合计 1,393.67 亿元，较上年末增长 20.17%，其中，流动资产占 63.68%，非流动资产占 36.32%，以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 887.52 亿元，较上年末增长 15.35%，主要系存货、货币资金和应收票据及应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.13%）、应收账款（占 6.36%）、预付款项（占 9.67%）、其他应收款（占 7.05%）、存货（占 43.49%）和其他流动资产（占 11.33%）构成。

图 3　截至 2019 年末公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2019 年末，公司货币资金为 125.42 亿元，较上年末下降 11.83%。其中银行存款占 72.05%，其他货币资金占 27.94%。货币资金中有 41.20 亿元受限资金，受限比例为 32.85%，包括保证金 22.46 亿元、定期存款 11.15 亿元和预售监管账户资金 7.22 亿元，受限规模较大。

截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 56.41 亿元，较上年末增长 17.25%。其中，一年以内的应收账款账面余额占 89.42%，账龄较短；累计计提坏账准备 4.38 亿元，计提比例 7.21%；公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的 29.68%，集中度尚可。

截至 2019 年末，公司预付款项为 85.85 亿元，较上年末增长 23.15%，其中账龄在一年以内的占 97.84%；期末余额前五大合计占余额的 46.59%，其中对响水德丰金属材料有限公司预付款（江苏德龙子公司）余额 25.50 亿元，集中度较高。

截至 2019 年末，公司其他应收款为 62.55 亿元，较上年末增长 53.30%，主要系支付合资公司合作项目营运款增加及期货保证金增加所致。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 2019 年末，公司其他应收款中，账龄 1 年以内的占 66.00%，1～2 年的占 10.45%，2～3 年的占 9.76%，3 年以上的占 13.70%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备 5.90 亿元，考虑到其他应收款的性质，计提较充分；前五大其他应收款合计占比为 50.77%，集中度较高，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

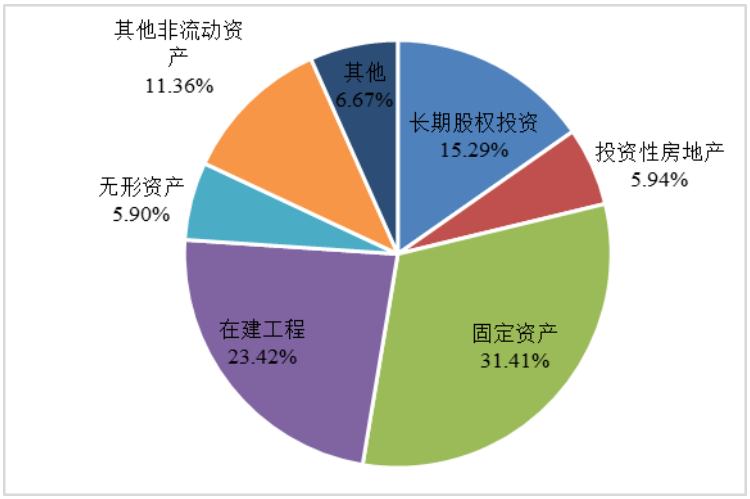
截至 2019 年末，公司存货账面价值为 386.01 亿元，较上年末增长 4.82%，公司累计计提存货跌价准备 2.29 亿元，计提比例为 0.59%；公司存货账面价值主要由库存商品（占 47.56%）、房地产开发成本（占 36.06%）、原材料（占 9.72%）和等构成。

截至 2019 年末，公司其他流动资产为 100.56 亿元，较上年末增长 56.58%，主要是新增贷款、资产包业务、预缴及待抵扣税费增加所致；公司其他流动资产主要包括理财产品 22.83 亿元、预缴及待抵扣、待认证、期末留抵税费 22.82 亿元、资产包 13.63 亿元、委托贷款 3.95 亿元和贷款业务余额 37.02 亿元等构成。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 506.15 亿元，较上年末增长 29.68%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 15.29%）、投资性房地产（占 5.94%）、固定资产（占 31.41%）、在建工程（占 23.42%）、无形资产（占 5.90%）和其他非流动资产（占 11.36%）构成。

图 4　截至 2019 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 77.38 亿元，较上年末增长 17.71%，主要系公司对子公司失去控制权和对参股公司派有董事产生重大影响，转为长期股权投资权益法核算，以及新增参股公司投资款所致。2019 年，公司对长期股权投资权益法下确认的投资收益 2.74 亿元，确认宣告发放现金股利或利润 1.95 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值为 30.08 亿元，较上年末增长 15.67%，主要系地产商业项目结转，计划出租转入投资性房地产所致。投资性房地产主要为房屋建筑物 24.58 亿元和土地使用权 5.50 亿元，累计计提折旧 4.53 亿元。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 2019 年末，公司固定资产账面价值为 158.96 亿元，较上年末增长 32.85%，主要系绥化玉

米深加工项目在建工程转固所致。固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 40.43%）、构筑物及其他设施（占 20.59%）和机器设备（占 33.78%）等构成。公司累计计提折旧 23.75 亿元，固定资产成新率 86.84%

截至 2019 年末，公司无形资产账面价值为 29.88 亿元，较上年末增长 24.61%，主要系公司主要是预付土地出让金满足条件结转为无形资产所致。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 57.52 亿元，较上年末增长 21.58%，主要包括预付工程款 14.39 亿元、资产包 10.74 亿元、待抵扣进项税 9.06 亿元、委托理财 6.16 亿元、借款 4.45 亿元和委托贷款 3.91 亿元等。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 214.06 亿元，占资产总额的 15.36%，受限程度一般。

表8　截至2019年末公司受限资产情况（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	41.20	2.96	定期存款、保证金等
应收款项融资	0.21	0.02	质押
交易性金融资产	2.91	0.21	质押
应收票据	0.22	0.02	质押
存货	114.51	8.22	质押、抵押借款
其他流动资产	10.50	0.75	质押
投资性房地产	7.90	0.57	抵押借款
固定资产	29.26	2.10	抵押借款
无形资产	6.84	0.49	抵押借款
在建工程	0.52	0.04	抵押借款
合计	**214.06**	**15.36**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 1,590.00 亿元，较上年末增长 14.09%，主要系供应链业务规模扩大经营性款项增加所致，其中流动资产占 67.63%，较上年末变化不大。

3. 负债及所有者权益

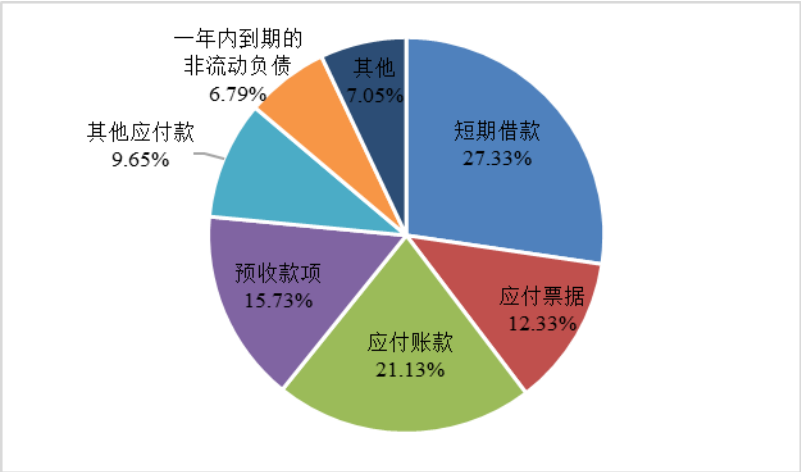
（1）负债

截至 2019 年末，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。

截至2019年末，公司负债总额为958.12亿元，较上年末增长19.60%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占72.85%，非流动负债占27.15%，仍以流动负债为主。

截至2019年末，公司流动负债为698.01亿元，较上年末增长26.34%，主要系应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占27.33%）、应付票据（占12.33%）、应付账款（占21.13%）、预收款项（占15.73%）、其他应付款（占9.65%）和一年内到期的非流动负债（占6.79%）构成。

图 5　截至 2019 年末公司流动负债构成情况



资料来源：审计报告

截至2019年末，公司短期借款为190.73亿元，较上年末变化不大，主要由保证借款（占70.52%）和信用借款（占24.11%）构成。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据和应付账款快速增长，截至 2019 年末，公司应付票据为 86.07 亿元，较上年末增长 32.57%，主要为银行承兑汇票；应付账款为 147.46 亿元，较上年末增长 127.07%，其中账龄一年以内的应收账款占 96.93%，整体账龄短。

截至2019年末，公司其他应付款为67.33亿元，较上年末增长23.16%，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。公司其他应付款主要包括往来款50.42亿元、押金及保证金7.72亿元等；前五名的单位期末余额合计占其他应付款余额的54.84%，集中度高。

截至2019年末，公司预收款项109.83亿元，较上年末下降3.76%，变化不大，主要为预收房款和预收货款，其中账龄一年以内的预收款项占96.20%，整体账龄短。

截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为47.37亿元，较上年末增长141.01%，主要系即将到期的长期借款、应付债券转入所致。

截至2019年末，公司非流动负债为260.11亿元，较上年末增长4.62%，主要由长期借款（占49.91%）和应付债券（占37.28%）构成。

截至2019年末，公司长期借款为129.83亿元，较上年末增长9.14%，主要由保证借款（占44.86%）和抵押加保证借款（占46.37%）构成。

截至2019年末，公司应付债券为96.97亿元，较上年末下降16.92%，主要系主要系部分债券即将于一年内到期转入流动负债所致。

截至2019年末，公司全部债务591.88亿元，较上年末增长10.21%，其中，短期债务占58.15%，长期债务占41.85%，债务结构较为均衡。短期债务344.16亿元，较上年末增长14.20%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。长期债务247.71亿元，较上年末增长5.11%，主要系部分债券即将于一年内到期转入流动负债所致。截至2019年末，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68.75%、57.61%和36.25%，较上年末分别下降0.33个百分点、下降2.35个百分点和下降3.40个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2019年末，公司全部债务增至708.78亿元。其中短期债务344.16亿元（占48.56%），长期债务364.61亿元（占51.44%）；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77.14%、68.99%和53.36%，较调整前分别上升8.39个百分点、11.38个百分点和17.11个百分点。

截至2020年3月末，公司负债总额为1,148.04亿元，较上年末增长19.82%，主要系短期借款增长所致。其中，流动负债占75.43%，非流动负债占24.57%，负债结构较上年末变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 813.43 亿元，较上年末增长 37.43%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 542.05 亿元（占 66.64%），较上年末增长 57.50%，主要系短期借款增加及发行超短期融资券所致。长期债务 271.39 亿元（占 33.36%），较上年末增长 9.56%，主要系发行公司债券所致。截至 2020 年 3 月末，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 72.20%、64.79%和 38.04%，较上年末分别上升 3.46 个百分点、上升 7.19 个百分点和上升 1.79 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月末，公司全部债务增至 930.33 亿元；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 79.56%、74.11%和 54.43%，较调整前分别上升 7.35 个百分点、9.31 个百分点和 16.39 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益保持增长，主要来源于其他权益工具和少数股东权益增加，以及利润的累积。公司接受厦门市国资委注资增厚实收资本，同时持续上缴国有资本收益及进行现金分红。整体看，公司所有者权益稳定性仍属较弱。

截至2019年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）435.55亿元，较上年末增长21.44%，主要未分配利润累积、子公司与银行合作债转股业务以及子公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。其中，归属于母公司所有者权益占45.90%，少数股东权益占54.10%，少数股东权益占比较高。

截至2019年末，公司归属于母公司所有者为199.91亿元。其中，实收资本占8.88%，其他权益工具（永续债）占58.47%，资本公积占8.67%，其他综合收益占0.77%，盈余公积占0.74%，未分配利润占22.37%。截至2019年末，公司股东权益分别为17.33亿元和235.64亿元，较上年末分别增加2.99亿元和40.05亿元，主要由于象屿股份下属子公司厦门象屿物流集团有限责任公司开展债转股业务引入少数股东投资20.00亿元，以及成立合资公司少数股东所有者投入资本增加所致；其他权益工具116.90亿元，较上年末增长25.70%，主要系新发行可续期公司债券和可续期贷款所致。2019年，公司持续分红，其中公司本部上缴国有资本收益2.86亿元，重要子公司象屿股份分两次派发2018年现金股利合计5.18亿元。公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益稳定性仍属较弱。

截至2020年3月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）441.97亿元，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为49.31%，少数股东权益占比为50.69%。所有者权益结构较上年末变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入及净利润均保持增长，费用控制能力仍属较强，非经常性损益波动对经利润影响较大，公司整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 2,841.82 亿元，较上年增长 17.69%，主要物流供应链业务规模扩大所致；实现净利润 25.91 亿元，较上年增长 3.37%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 82.14 亿元，较上年增长 22.86%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成看，销售费用（占 62.46%）较上年增长 38.19%，主要系业务规模扩

大、销售运营费用增加所致；管理费用（占 13.95%）较上年增长 18.94%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用（占 0.44%）较上年增长 60.95%，主要系研发材料费用增加所致；财务费用（占 23.15%）较上年下降 4.32%，主要系汇兑费用规模下降所致。2019 年，公司费用收入比为 2.89%，较上年上升 0.12 个百分点，费用控制能力仍属较强。

从利润构成来看，2019 年，公司发生资产减值损失及信用减值损失合计-3.86 亿元，较上年同期的-7.18 亿元大幅下降，主要系公司受益于市场行情上涨，商品价格上升，公司信用减值损失和存货跌价损失减少所致；2019 年，公司实现投资收益 7.17 亿元，较上年下降 64.14%，主要系公司当期处置交易性金融资产和以公允价值计量且其变动计其他综合收益的金融资产终止确认分别产生亏损 1.48 亿元和 1.09 亿元所致。公司投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、合作种植、理财收益等，受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 3.87%，较上年上升 0.51 个百分点，较上年变化不大；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.77%、4.28%和 6.52%，较上年分别下降 0.45 个百分点、0.24 个百分点和 1.31 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 680.95 亿元，较上年同期增长 19.89%，主要系大宗商品供应链服务业务规模进一步扩大所致；实现净利润 3.62 亿元，较上年同期下降 55.61%，主要系投资收益减少以及公允价值变动净损失 1.26 亿元所致。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量小幅下降；投资活动净流出规模大幅增加，对筹资活动依赖度较高。

从经营活动来看，随着业务规模扩张，2019 年，公司经营活动现金流入量为 3,256.55 亿元，较上年增长 14.22%；经营活动现金流出量为 3,223.03 亿元，较上年增长 14.45%。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 33.52 亿元，较上年下降 4.77%。2019 年，公司现金收入比为 107.94%，较上年下降 5.13 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 183.09 亿元，较上年下降 6.29%；投资活动现金流出量为 310.30 亿元，较上年增长 9.83%，主要系公司增加工厂工程及设备投资、支付项目合作款项及为提高资金使用效率，购买短期理财产品所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出量为 127.21 亿元，较上年增长 45.95%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 1,056.12 亿元，较上年增长 52.68%，主要为取得借款收到的现金 940.16 亿元和吸收投资收到的现金 102.93 亿元，其中吸收投资收到的现金主要源于少数股东出资；筹资活动现金流出 996.87 亿元，较上年增长 66.79%，主要为偿还债务所支付现金。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 59.25 亿元，较上年下降 36.99%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出量为 181.15 亿元，较上年同期增长 72.12%，主要系供应链业务规模扩张采购备货所致；投资活动现金净流出量为 9.30 亿元，较上年同期下降 78.31%，主要系公司回收部分短期理财资金所致；筹资活动现金净流入量为 215.86 亿元，较上年同期增长 100.31%，主要系借款增加所致。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司存在一定短期偿债压力，但考虑到公司直接及间接融资渠道畅通，且作为厦门

市国资委直属企业，政府支持力度强，公司偿债能力仍属极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 1.39 倍和 0.73 倍分别下降至 1.27 倍和 0.72 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务较上年末持平，仍为 0.54 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍属一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 64.55 亿元，较上年增长 18.29%。其中，折旧占 13.70%、摊销占 1.67%、利润总额占 53.70%，计入财务费用的利息支出占 30.93%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.34 倍上升至 2.74 倍，EBITDA 对利息的保障程度提升；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍上升至 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度小幅提升。

截至 2020 年 3 月末，公司共获各大银行等金融机构授信额度 1,556.60 亿元，其中未使用的授信额度为 695.80 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司象屿股份为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 45.47 亿元。其中，子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 5.46 亿元，象屿地产的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 22.12 亿元，以及融资担保余额 17.89 亿元（对合资公司的银行融资提供担保 15.97 亿元、对社会公益项目的银行融资提供担保 1.92 亿元）。

截至 2020 年 3 月末，公司及下属子公司涉及未决诉讼标的金额合计 27.20 亿元（含象屿股份诉讼金额 12.41 亿元，象屿金控及下属子公司诉讼金额 13.55 亿元），占 2020 年 3 月末净资产的 6.15%，存在一定或有负债风险。

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 2020 年 5 月 7 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。公司对外担保业务中被担保业务余额存在 2000.00 万元关注类，根据公司提供说明，主要系公司下属类金融板块子公司与厦门农村商业银股份有限公司（以下简称“厦门农商行”）为关联方，其向厦门农商行的借款被列为关注类所致。公司过往债务履约情况良好。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产规模略有下降，货币资金余额偏低，以其他应收款和长期股权投资为主。公司本部作为控股型集团企业，自身经营性业务规模不大，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，利润主要来源于投资收益。考虑到权益中包含较大规模的其他权益工具，公司本部整体债务负担重；短期偿债压力大，对再融资依赖度高。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 290.96 亿元，较上年末下降 3.39%，主要系流动资产下降所致。其中，流动资产 134.75 亿元（占比 46.31%），非流动资产 156.22 亿元（占比 53.69%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 90.83%）和其他流动资产（占 5.17%）构成。其中，公司本部其他应收款及应收利息合计为 62.55 亿元，期末余额前五大全部为合并范围内关联方往来款 72.53 亿元，包括应收象屿保理 20.20 亿元、象屿金控 14.64 亿元、象屿地产 13.85 亿元、厦门象盛镍业有限公司 12.92 亿元和象屿资管 10.92 亿元；非流动资产主要为长期股权投资（占 89.86%）。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 5.37 亿元，相较于公司本部负债规模，货币资金余额偏低。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 154.89 亿元，较上年末下降 15.95%。其中，流动负债 93.72 亿元（占比 60.51%），非流动负债 61.17 亿元（占比 39.49%），以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 46.42%）、其他应付款（占 11.00%）、一年内到期的非流动负债（占 20.24%）

和其他流动负债（占 21.37%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 14.08%）和应付债券（占 85.71%）构成。公司本部 2019 年资产负债率为 53.23%，较上年末下降 7.96 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 136.07 亿元，较上年末增长 16.41%，主要系其他权益工具增加所致。公司本部所有者权益主要为实收资本（占 13.05%）和其他权益工具（占 85.91%）。考虑到公司本部所有者权益中包含其他权益工具 116.90 亿元，若将其调整入债务计算，则公司本部全部债务合计 260.44 亿，资产负债率为 93.41%，债务负担重。

2019 年，公司本部营业收入为 0.30 亿元，净利润为 0.76 亿元，投资收益为 3.89 亿元。

截至 2019 年末，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-0.36 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 15.61 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-21.42 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

截至 2019 年末，公司已发行公司债券“18 象屿 01”和“18 象屿 02”的待偿本金为 20.00 亿元。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资中的应收票据）为 176.59 亿元，约为待偿本金（20.00 亿元）的 8.83 倍，覆盖程度很高；净资产 435.55 亿元，约为待偿本金（20.00 亿元）的 21.78 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 象屿 01”和“18 象屿 02”的按期偿付起到很好的保障作用。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 64.55 亿元，为待偿本金（20.00 亿元）的 3.23 倍，公司 EBITDA 对待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 3,256.55 亿元，为待偿本金（20.00 亿元）的 162.83 倍，公司经营活动产生的现金流入对待偿本金的覆盖程度很高。

综合上述分析，公司对“18象屿01”和“18象屿02”的偿还能力极强。

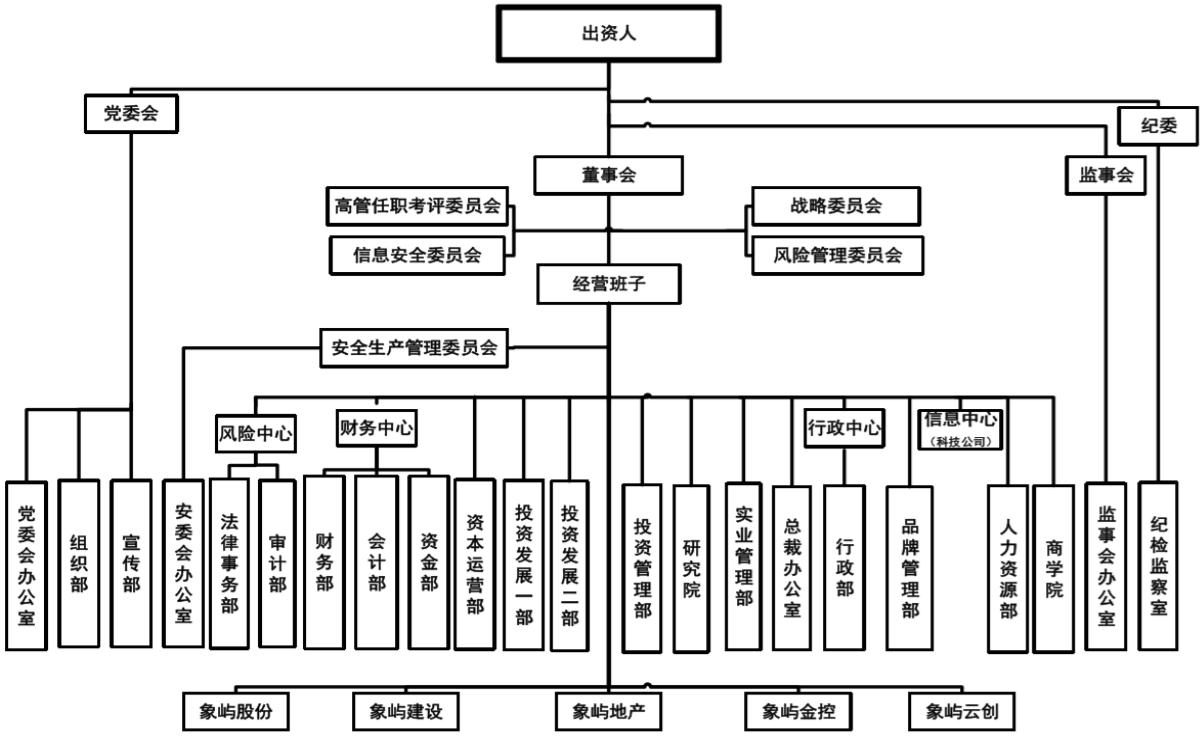
八、综合评价

跟踪期内，公司作为厦门市国有大型集团之一，在经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面仍具备很强的竞争优势。2019 年，公司进一步完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，综合物流服务能力明显增强，房地产业务收入结转情况良好，共同带动公司营业收入和净利润提升。同时，联合评级也关注到贸易行业受宏观经济波动影响较大，大额存货、应收及预付类款项对公司资金占用明显，房地产项目和在建项目尚需投资规模较大，整体债务负担重且以短期债务为主，经营现金流量净额波动大以及或有负债风险较大等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司供应链物流业务模式逐步完善，农产品深加工项目产能陆续释放以及印尼镍钴冶炼工厂建成投产，公司综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 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　截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



附件 2　厦门象屿集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	916.99	1,159.74	1,393.67	1,590.00
所有者权益（亿元）	280.87	358.66	435.55	441.97
短期债务（亿元）	297.27	301.36	344.16	542.05
长期债务（亿元）	135.85	235.68	247.71	271.39
全部债务（亿元）	433.12	537.03	591.88	813.43
营业收入（亿元）	2,140.89	2,414.61	2,841.82	680.95
净利润（亿元）	18.17	25.06	25.91	3.62
EBITDA（亿元）	44.17	54.57	64.55	--
经营性净现金流（亿元）	-56.48	35.20	33.52	-181.15
应收账款周转次数（次）	75.21	60.94	50.49	--
存货周转次数（次）	6.70	6.75	7.14	--
总资产周转次数（次）	2.60	2.33	2.23	0.46
现金收入比率（%）	115.32	113.07	107.94	114.90
总资本收益率（%）	5.33	5.20	4.77	--
总资产报酬率（%）	4.64	4.52	4.28	--
净资产收益率（%）	7.17	7.84	6.52	0.83
营业利润率（%）	3.27	3.37	3.87	2.16
费用收入比（%）	2.42	2.77	2.89	1.89
资产负债率（%）	69.37	69.07	68.75	72.20
全部债务资本化比率（%）	60.66	59.96	57.61	64.79
长期债务资本化比率（%）	32.60	39.65	36.25	38.04
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.34	2.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	0.11	--
流动比率（倍）	1.36	1.39	1.27	1.24
速动比率（倍）	0.72	0.73	0.72	0.69
现金短期债务比（倍）	0.33	0.54	0.51	--
经营现金流动负债比率（%）	-11.59	6.37	4.80	-20.92
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.21	2.73	3.23	--

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. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入相关债务指标核算；4. 截至 2019 年末应收款项融资中的应收票据已调入现金类资产核算；5. 2020 年 1－3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

附件 3　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	
应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
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

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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 4　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。