

信用等级公告

联合[2018] 543 号

联合资信评估有限公司通过对厦门象屿股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 厦门象屿股份有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年八月十六日



厦门象屿股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 基础发行规模 5 亿元,
发行金额上限 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还银行借款和补充营运资金

评级时间: 2018 年 8 月 16 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.69	22.39	48.66	56.20
资产总额(亿元)	260.98	339.10	455.56	551.49
所有者权益(亿元)	89.93	110.00	160.43	163.48
短期债务(亿元)	113.07	130.46	155.00	209.14
长期债务(亿元)	1.65	7.20	20.46	22.51
全部债务(亿元)	114.72	137.66	175.46	231.66
营业收入(亿元)	599.23	1190.67	2032.91	466.88
利润总额(亿元)	5.86	8.06	12.86	4.90
EBITDA(亿元)	12.37	15.80	24.36	--
经营性净现金流(亿元)	29.23	22.22	-28.94	-48.47
营业利润率(%)	3.72	3.29	2.24	2.94
净资产收益率(%)	5.14	6.12	6.20	--
资产负债率(%)	65.54	67.56	64.78	70.36
全部债务资本化比率(%)	56.06	55.58	52.24	58.63
流动比率(%)	111.59	108.82	124.87	120.19
经营现金流动负债比(%)	17.59	10.34	-10.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.28	8.71	7.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	3.12	3.16	--

注: 1、2018 年一季度财务数据未经审计; 2、现金类资产已剔除受限货币资金; 3、2017 年及 2018 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元永续信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据; 4、其他应付款中有息债务已调入短期债务。

分析师

刘嘉敏 郭察理 刘伟炬

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”)对厦门象屿股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为厦门市供应链管理与服务企业之一,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的优势。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,2016 年国家玉米临储政策取消导致公司收储、合作种植规模及相关投资收益下滑明显,业务规模快速增长推升公司资金需求,公司债务负担很重且短期偿债压力大,经营获现能力波动大和物流供应链业务盈利能力较弱等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2017 年 12 月,公司完成配股发行,募集资金 17.50 亿元,资本实力进一步提升;2018 年 5 月,公司完成厦门象道物流有限公司(以下简称“象道物流”)20%股权的收购并将其纳入合并范围,物流网点布局进一步完善。未来,随着供应链业务的不断完善以及业务转型的逐渐推进,公司盈利能力有望得到提高。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

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很低,安全性很高。

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. 公司大宗商品采购及综合物流服务主业突出，已逐步形成了集货运代理、堆场、运输、仓储、物流园区等业务为一体的综合物流平台，区域地位突出，从业经验丰富，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，供应链业务与客户合作进一步加深，收入规模大幅增长。
4. 2017 年 12 月，公司完成配股发行，募集资金 17.50 亿元，资本实力进一步提升；2018 年 5 月，公司完成象道物流 20% 股权的收购并将其纳入合并范围，物流网点布局进一步完善。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

关注

1. 公司供应链业务盈利能力弱，且受宏观经济波动影响较大，面临较为激烈的同业竞争。
2. 近年来，业务规模的快速拓展推升公司资金需求，公司经营活动现金流波动很大，债务规模迅速增长，整体债务负担很重，且以短期债务为主，短期偿债压力大。
3. 受国家玉米临储政策取消影响，公司粮食收储及合作种植规模近年来持续收缩，随着收储政策的变动和陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模或将下滑。
4. 公司流动资产中存货和预付款项占比大，对公司资金形成一定占用。
5. 截至 2018 年 3 月底，公司存在未决诉讼或仲裁 106 起，涉及应收账款和其他应收款

余额合计 5.81 亿元，回收情况存在一定不确定性，公司针对上述未决诉讼或仲裁已计提坏账准备 41145.08 万元及存货跌价准备 1867.23 万元。

6. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由厦门象屿股份有限公司（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。

厦门象屿股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）前身为厦门特贸房地产开发公司，成立于1992年，注册资本为500万元。1999年以来，公司经过多次增资扩股和股权变更，于2008年10月变更为股份有限公司，并更名为“厦门象屿股份有限公司”，折股后股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）持有公司股本91.5%，股东象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）持有总股本8.5%。2011年，公司再次更名为“厦门象屿物流集团有限责任公司”，同时股东象屿集团和象屿地产将合计持有的公司100%股份全部转让给夏新电子股份有限公司（以下简称“夏新电子”），夏新电子更名为“福建省厦门象屿股份有限公司”，公司成功借壳夏新电子在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH。2012年8月30日，“福建省厦门象屿股份有限公司”更名为“厦门象屿股份有限公司”。2018年1月，公司完成配股发行，股本增至14.58亿元。截至2018年3月底，公司股本为14.58亿元，象屿集团直接持有公司股权54.03%，通过象屿地产间接持有公司股权1.41%，为公司控股股东，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”）为公司实际控制人。

公司经营范围：经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；谷物、豆及薯类批发；饲料批发；林业产品批发；其他农牧产品批发；其他预包装食品批发；其他散装食品批发；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；建材批发；其他化工产品批发（不含危险化学品和监控化学品）；五金产品批发；汽车零配件批发；摩托车零配件批

发；其他机械设备及电子产品批发；化肥批发；石油制品批发（不含成品油、危险化学品和监控化学品）；纺织品、针织品及原料批发；棉、麻批发；服装批发；其他未列明批发业（不含需经许可审批的经营项目）；供应链管理；贸易代理；其他贸易经纪与代理；国际货运代理；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；房地产开发经营；其他未列明房地产业；商务信息咨询；软件开发；其他未列明信息技术服务业（不含需经许可审批的项目）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额455.56亿元，所有者权益160.43亿元（含少数股东权益50.97亿元）；2017年，公司实现营业收入2032.91亿元，利润总额12.86亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额551.49亿元，所有者权益163.48亿元（含少数股东权益52.24亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入466.88亿元，利润总额4.90亿元。

公司注册地址：厦门市现代物流园区象屿路99号厦门国际航运中心E栋7层08单元；法定代表人：张水利。

二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据额度10亿元，本期拟发行2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模5亿元，发行金额上限10亿元，本期中期票据无担保。公司计划将募集资金用于偿还银行借款和补充营运资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依

据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。如在前述赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率方式。前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。如果公司不行使赎回权，则自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率，每次利率重置后，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定；票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本；（3）在本期中期票据计息年度内支付存续债务本金或利息。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清

算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）公司中期票据除发生普通股分红、公司减少注册资本以及在本期中期票据计息年度内支付存续债务本金或利息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。本期中期票据如发生利息递延，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息；从成本角度分析，本期中期票据递延利息的重置利率调整幅度大。公司本部未分配利润于 2016 年度转为正数，2017 年 7 月，公司派发 2016 年现金股利 1.17 亿元；2018 年 6 月，公司派发 2017 年现金股利 1.46 亿元。公司历史分红情况良好，未来持续盈利且逐年持续分红可能性较大。同时考虑到公司如果在本期中期票据计息年度内支付存续债务本金或利息，公司将不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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性改革面临挑战。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，基础设施投资建设增速或将小幅回落；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 个百分点，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。

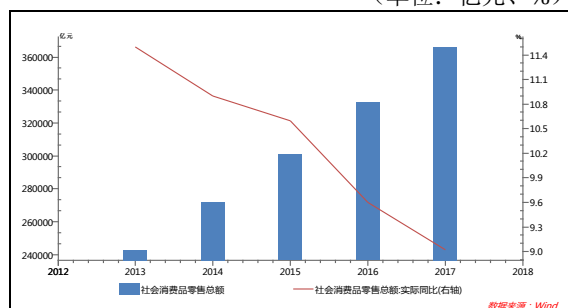
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值

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，人民群众生活水平显著提高，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，维护市场正常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。

贸易保护趋势增长，国家间非关税壁垒日益凸显

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，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。

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对象，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家，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

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。从基本层面来看，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/美元升至 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 年国内基本面略趋缓，但受美联储加息以及美国贸易保护主义抬头影响下的国际经济形势动荡影响，美元兑人民币汇率总体呈增长态势，人民币贬值压力大。

图 2 美元兑人民币汇率走势图（单位：元/美元）



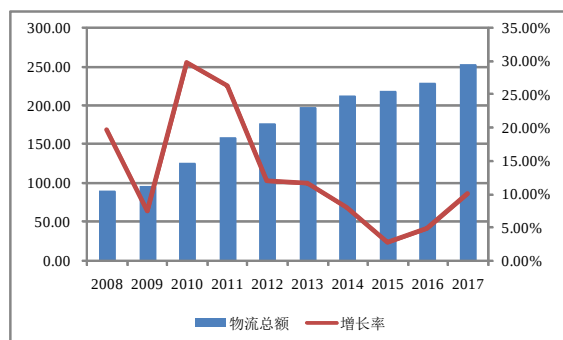
资料来源: Wind 资讯

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。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. 物流行业

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2017 年全国社会物流总额 252.80 万亿元，同比增长 10.03%，增速比上年增加 5.24 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 234.50 万亿元，同比增长 9.59%，增速比上年增加 4.69 个百分点；进口货物物流总额 12.50 万亿元，同比增长 18.96%，增速比上年增加 18.36 个百分点；农产品物流总额 3.70 万亿元，同比增长 2.46%，增速同比减少 2.14 个百分点；再生资源物流总额 1.10 万亿元，同比增长 14.89%，增速同比增加 14.89 个百分点；单位与居民用品物流总额 1.00 万亿元，同比增长 35.15%，增速同比减少 10.55 个百分点。从物流市场结构看，工业品、进口货物及再生资源物流总额保持增长；农产品和快递快运为主的单位与居民物品物流业务增速有所放缓。

图3 中国物流总额及增长率（单位：万亿）



资料来源：Wind 资讯

物流费用方面，2017 年社会物流总费用 12.10 万亿元，同比增长 9.38%，增速同比增加 7.04 个百分点；其中，运输费用 6.60 万亿元，同比增长 10.90%，增速同比增加 7.60 个百分点；保管费用 3.90 万亿元，同比增长 6.70%，增速同比增加 5.40 个百分点；管理费用 1.60 万亿元，同比增长 8.30%，增速同比增加 2.70 个百分点。2017 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.60%，同比下降 0.30 个百分点；该比率连续五年下降，表明近年来物流运行质量和效率有所提升。物流收入方面，2017 年物流业总收入 8.80 万亿元，比上年增长 11.39%，增速同比增加 6.85 个百分点。

从福建省情况来看，物流业从 90 年代末开始起步，总体规模较小，但发展迅速。根据省委《关于制定福建省国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，“十三五”期间福建省应建设现代交通运输网络。优化基础设施布局，着力互联互通，打造对接两洲、服务中西部、便利两岸往来的综合枢纽，推进综合交通、智慧交通、绿色交通、平安交通发展，完善以“客”为主、便捷舒适的公众出行服务体系和以“货”为主、经济高效的现代交通物流服务体系。从厦门市情况来看，目前厦门市从事物流相关经营的企业有 2000 多家，其中具有一定经营规模的有 200 多家，包括一大批国内外的知名物流企业，如马士基、伯灵顿、联邦快递、TNT、大通、中远、中海、中外运、华贸等。为了更好地促进厦门物流产业的发展，厦门市已相继完成了“四大物流园区（东渡—象屿—航空港

物流园区、海沧物流园区、杏林物流园区、浏五店物流园区）”的规划工作。

整体看，受宏观经济复苏影响，2017 年，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化、运行效率有所提升。

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。

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。

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%。

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，公司股本为14.58亿元，象屿集团直接持有公司股权54.03%，通过象屿地产间接持有公司股权1.41%，为公司控股股东，厦门市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是由象屿集团旗下供应链服务相关子公司重组而成的大型供应链管理、投资及运营服务商，于2011年8月29日在上海证券交易所重组上市（股票代码：600057）。公司基于“立足供应链，服务产业链”的经营理念，通过物流、商流、资金流、信息流四流合一的一体化流通服务平台，在塑化产品、金属材料、林产品、进口汽车和农产品等五大类产品上形成了较强的供应链服务能力。公司物流业务的客户包含世界500强在内的众多跨国公司、国内大型企业等，截至2017年底，公司在主要口岸自营和包租管理仓库面积超过115万平方米、堆场面积28万平方米，可提供每年120万吨的钢材开平纵剪加工及6万吨的化工塑料灌包加工服务。

公司于2014年以来开展黑龙江产区的粮食收储业务，粮食仓储能力及仓容规模不断扩大，截至2017年底，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268.11万吨。

公司位列2017年财富中国500强（上市公司）榜单第57位，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强第四位、2017年度“中国物流杰出企业奖”、中国货代物流百强第三名，获评福建省第八轮农业产业化省级重点龙头企业和厦门市农业产业化市级重点龙头企业。

总体看，公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，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

公司董事会成员共9名，其中董事长1名，副董事长1名，董事4名（含董事兼任总经理1名），独立董事3名；监事会成员5名，其中监事会主席1名，监事1名，职工监事3名；高管6名，其中总经理1名，副总经理5名。

张水利先生，1965年出生，公司董事长。现任象屿集团董事长、党委副书记。曾任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，象屿集团副总裁、总裁。

邓启东先生，1970年出生，研究生学历，现任公司董事、总经理兼厦门象屿物流集团有限责任公司总经理。曾任象屿集团贸易中心副总经理、贸易中心常务副总经理、象屿集团总裁助理兼贸易中心总经理。

截至2018年3月底，公司（合并口径）员工总数5388人。从学历构成来看，研究生及以上占3.80%，大专和本科学历占51.71%，中专学历占12.31%，高中及以下占32.18%；从年龄结构看，30岁以下占37.99%，30~40岁占33.61%，40~50岁占20.42%，40岁及以上占7.98%。

总体来看，高管人员在公司任职时间长，从业及管理经验丰富；公司员工以中青年员工为主，文化素质较高，有利于公司稳定长远发展。

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》要求建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

公司设股东大会。公司依据证券登记机构提供的凭证建立股东名册，股东名册是证明股东持有公司股份的充分证据。股东大会依法行使以下职权：决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董

事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或减少注册资本作出决议；修改公司章程等。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构；董事会由9名董事组成；董事会设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名；董事会任期3年。按照《公司法》和《公司章程》相关规定，全体董事由股东大会选举产生；董事长和副董事长由董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。

董事会行使下列职权：负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、回购公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项；决定公司内部管理机构的设置等公司章程以及股东大会授予的其他职权。

公司设立监事会，监事会由5名监事组成；监事会设主席1名；监事会任期3年。按照《公司法》和《公司章程》的相关规定，监事会成员中三名职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生；两名监事由股东大会选举产生；监事会主席由监事会选举产生。

监事会行使下列职权：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司的财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正；提议召开临时股东大会，在董事会不履行《公

司法》规定的召集和主持股东大会职责时召集和主持股东大会等公司章程规定或股东大会授予的其他职权。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司常务副总经理、副总经理、财务负责人等公司章程或董事会授予的其他职权。

2. 管理水平

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《制度建设管理办法》、《总经理工作细则》、《预算管理制度》、《对外担保管理制度》、《融资管理制度》等。

资金管理和控制方面，公司建立了《货币资金管理制度》、《应收账款管理制度》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对投资企业实行资金集约管理；公司投资企业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；除此之外，公司还对投资企业进行内部评信，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，公司财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，即一级财务机构为象屿股份本部财务中心，为公司及各业务板块决策机构服务；二级财务机构为下属各行业或子公司财务部，在各公司总经理的直接领导下和象屿股份本部财务中心的专业指导、管理、监督下开展财务工作，对各公司总经理负责。三级财务机构为各行业下属子公司、孙公司，在公司总经理的直接领导下和上级财务机构的专业指导、管理、监督下开展财务工作。公司的财务治理体系以“管理职能向上收拢，管理

对象向下延伸”为目标，兼顾纵横两个维度的管控要求，明确制度管人，流程管事及团队建设的主流思想。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、预算管理、财务管理和控制、公司理财等财务会计方面的事权和责任。

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》并贯彻执行。公司坚持以市场为导向、以效益为中心、以资本运营为依托、以集约化规模化经营为手段的投资原则，致力于做大做强公司的主业，提高企业核心竞争力。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，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，并设立投资评审委员会对对外投资项目进行综合评审。公司投资管理部为公司投资项目管理的职能部门。

融资管理方面，公司制定《融资管理制度》，规范公司融资管理，明确各层级融资工作职责。将公司权益性融资和债务性融资（包括不限于发行股票、配股、增发、发行可转换公司债券、向银行或非银行金融机构贷款、融资租赁等）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。

预算管理方面，公司建立《预算管理制度》，推行全面预算管理，通过预算的制定，公司本部及下属子公司一起分析规划企业的发展举措，确定发展方向，跟踪并反馈预算执行情况，确保经营计划的实施和战略的执行。

担保制度方面，公司制定了《担保管理制度》并贯彻执行。公司仅对全资子公司、控股子公司提供担保，非经公司股东大会特别决议批准，公司不得对公司全资子公司、控股子公司以外的他人提供担保。按年为下属子公司提供担保的总额等事项提交董事会及股东大会审议后严格执行。

子公司管理方面，为明确母子公司各自的

责、权、利和相互运作关系，公司依据《公司法》和《公司章程》制定相关管理制度，规范各下属公司董事会的议事和决策程序，明确了下属公司董事会、经营层、集团职能部门的职责，进一步加强了对子公司的管理控制，规范子公司的经营行为。公司通过委派董事、总经理或财务总监实现对子公司的管理，建立内部结算中心，对子公司实行资金集约管理。通过资金调配、贷款担保、财务审计与稽核和投资项目审批及业绩考核等手段，指导和影响子公司的经营，减少子公司在市场经济中的风险。严格的风险控制机制和科学的投资决策机制有效地规避了经营风险。

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

1. 配股发行

2017年7月3日，公司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公司临时股东大会批准，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公司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，象屿股份配股有效认购数量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，公司股本变更为1457739247股，象屿集团直接持有公司股权53.97%，通过象屿地产间接持有公司股权

1.41%，仍为公司控股股东。2018年3月，象屿集团完成对公司股份的增持，直接持有公司股权比例进一步增至54.03%。

2. 收购厦门象道物流有限公司20%股权

2018年2月28日，公司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》，公司拟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。

象道物流于2017年6月5日设立，注册资金15亿元人民币，公司出资6亿元，持股40%，五店港物流出资9亿元，持股60%，象道物流是主营公铁运输、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。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的致同审字（2018）第350FC0358号审计报告，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。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的评估报告（中企华评报字（2018）第3205号），以2017年12月31日为基准日，采用资产基础法评估，象道物流20%股权的评估价值为人民币33468.78万元。

根据《股权转让协议》，公司拟在不高于经厦门市国资委核准的评估值的前提下，双方协商同意转让价格为31620万元。同时，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%¹。若象道物流的净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。象道物流及其全资子公司因经营资金需要，原则上由象道物流向金融机构申请融资，双方按股权变更后的股比向金融机构提供担保；若因公司没有与五店港物流共同按照股比提供担保导致象道物流及其全资子公司的日常运营资金不足，造成象道物流无法完成上述净利润目标的，在受影响金额范围内，五店港物流免除相应的业绩补偿责任。

截至2018年5月24日，本次交易议案已通过公司董事会及厦门市国资委审议通过，并完成20%股权的变更登记手续，变更后公司持有象道物流60%股份并获得其实际控制权。本次交易符合公司构建大物流布局体系、强化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。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以供应链管理（贸易及物流）为主业，

¹如2018年至2020年期间，象道物流进行了增资，则计算增资当年度及之后年度的利润承诺数时应以增资后的注册资本为准，即前述150000万元改为增资后的注册资本。

目前已在塑化产品、金属材料、林产品、进口汽车和农产品等五大类产品上形成了较强的供应链服务能力。2015~2017年，公司主营业务收入呈快速增长态势，2017年实现主营业务收入2029.92亿元，同比增长71.21%。从主营业务收入构成来看，近三年，公司主业大宗商品采购供应及综合物流服务业务占主营业务收入的比重均保持在99%以上，2017年大宗商品采购供应及综合物流服务实现收入2024.02亿元，同比大幅增长71.10%，主要是由于①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，与相关行业经营实体设立合资公司，综合带动大宗商品采购供应及综合物流服务业务收入大幅增加。公司物流平台（园区）开发运营业务规模较小，收入较稳定，2017年实现收入2.54亿元，同比变动不大。公司其他业务2017年实现收入3.37亿元，主要为新增造船业务收入贡献，对公司收入影响很小。

从毛利率来看，2015~2017年，公司大宗

商品采购供应及综合物流毛利率逐年下降；2017年，公司大宗商品采购供应及综合物流服务毛利率同比减少0.92个百分点至2.20%，主要是由于公司全流程供应链管理服务模式处在培育初期，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，短期内加大了固定成本负担，出现阶段性的毛利率下降所致。2015~2017年，物流平台（园区）开发运营业务毛利率呈逐年下降趋势，2017年为42.27%，仍处于较高水平，但受限于收入规模，对综合毛利率影响很小。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入466.29亿元，同比增长15.64%，其中大宗商品采购供应及综合物流服务收入同比增长15.58%，仍保持增长态势，占营业收入比重99.76%，毛利率水平有所提升，为2.92%。当期公司主营业务综合毛利率为2.98%，同比增加0.72个百分点。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
大宗商品采购供应及综合物流服务	591.68	99.63	3.30	1182.93	99.78	3.12	2024.02	99.71	2.20	465.20	99.76	2.92
物流平台（园区）开发运营	2.17	0.37	49.03	2.47	0.21	44.01	2.54	0.12	42.27	0.48	0.10	53.20
其他	0.04	0.01	100.00	0.20	0.02	100.00	3.37	0.17	19.23	0.62	0.13	14.45
合 计	593.89	100.00	3.47	1185.60	100.00	3.22	2029.92	100.00	2.28	466.29	100.00	2.98

资料来源：公司提供

注：1. 上表主营业务收入与营业收入差别主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）的装卸烘干等业务收入；2. 大宗商品采购供应及综合物流服务业务主要由贸易及物流两部分构成。

2. 大宗商品采购供应及综合物流服务

公司大宗商品采购供应及综合物流服务是公司营业收入的主要构成部分，经营主体为公司本部的贸易事业部及控股子公司。近年来公司依托自身物流平台、信息平台、资金规模、营销渠道等优势，积极整合资源要素，通过帮助上游供应商拓宽分销渠道，协助下游客户建立可靠的采购渠道，提高系统效率，获得协同效应。

（1）大宗商品采购供应

业务模式

大宗商品采购供应（即贸易业务）经营主体公司本部的贸易事业部及各控股子公司，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），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
合计	5705191.14	100.00	11509349.23	100.00	19831670.00	100.00	4542626.87	100.00

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²，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³，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，公司根据合作客户要求为其提供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，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，

²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。

³2017 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。

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”）。其中大连象屿农产是象屿农产子公司，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%⁴）；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

⁴ 2017 年 12 月，因象屿农产原参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，截至本报告出具日尚未完成。

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

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⁵、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

⁵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。

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⁶268.11 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。

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。

(2) 综合物流服务

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（公司合并持股比例 85.98%，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

⁶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。

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及网络平台为客户提供一体化物流方案。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。公司客户包括世界 500 强在内的众多跨国公司、国内大型企业，如英博雪津啤酒有限公司、厦工（三明）重型机器有限公司等。

物流业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；对于长期合作的客户则在一定信用额度内采用按月结算。

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
合计	159334.00	11.90	201489.00	12.43	258905.87	12.08	80560.87	10.18

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司物流业务收入持续增长，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%，同比减少 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%，

较上年同期减少 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；近年来，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和利润水平不断增长。

堆场方面，公司在厦门和福州的四个港区，自营堆场面积稳定增长，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	21807.00	62897.00
场装面积	37843.20	21596.66	1813.00	3220.00

修箱场面积	19317.17	21561.92	1800.00	1200.00
冷藏箱插座	180.00	60.00	32.00	24.00

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（包括保税区及非保税区）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。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司自营仓库情况（单位：万平方米）

地理位置	厦门岛内				厦门海沧	福州		上海	广州	青岛
	保税区	高崎	现代物流园区	保税物流园区	海沧港区	马尾港区	江阴港区	宝山区	黄埔区	黄岛区
仓储面积	1.89	1.06	1.06	0.03	0.89	0.18	0.32	4.04	1.79	1.81
仓库类型	保税	非保税	非保税	保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税

资料来源：公司提供

3. 物流平台开发运营

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，公司已投产物流园未发生变化，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，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。

表 7 公司物流园区基本情况（单位：平方米）

项目名称	占地面积	服务能力	位置	目前进展
五金机电物流集散中心	63615.00	中心总建筑栋数为 13 幢，总建筑面积为 66528.89 平方米。	厦门	于 2012 年 5 月份投入使用。
晋江物流园区	47432.00	室内仓库 26934 平方米。	晋江	于 2006 年 5 月份投入使用 9105.04 平方米，2007 年 10 月投入使用 13637 平方米，2011 年 8 月投入使用 4192.42 平方米。
上海宝山区罗泾物流园	76752.10	规划建设 5 万平方米仓库和 5 万平方米堆场的钢材仓储交易市场。	上海	整个项目分两期建设，一期 8300 平方米，二期 119500 平方米。项目一期于 2013 年 1 月建成、交付 2013 年 2 月投入使用。二期预计总投资约 5 亿元，暂无建设计划。
福州江阴物流园区	134717.80	7-2#地块为 24934.20 平方米的堆场，9#地块有 3 座仓库共计 8527.78 平方米。8#地一期已建成仓库面积 9516.21 平方米。	福州	包括为 7-2#、8#、9#地块，均已付清全部土地款。其中 7-2#地块上的堆场空置未使用，9#地块上三座仓库共 8527.78 平方米已全部出租。8#地块占地面积 68975.40 平方米，拟分为两期建设，一期仓库建筑面积 9516.21 平方米，投资 1424 万，2014 年 6 月已经建成，现已全部出租，二期暂无规划。
象屿国际物流仓储中心（29BC 仓）	18709.20	建筑面积 24277.58 平方米，一栋三层仓库。	厦门	2007 年 7 月已建成 24277.58 平方米仓库并投入使用，已全部出租。

库)				
30 号厂房	15851.06	建筑面积 11046.51 平方米，两栋均为单层建筑，用于生产、加工、仓储。	厦门	2002 年 7 月建成一期厂房 5964.50 平方米；2007 年 12 月建成二期厂房 5082.01 平方米，已全部出租。
合计	357077.16	--	--	--

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均逐年上升，三年均值分别为 51.44 次、15.86 次和 4.26 次，2017 年分别为 67.41 次、17.88 次和 5.12 次。总体看，公司经营效率高。

5. 在建工程

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目 2 个，项目总投资 8.38 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 6.27 亿元，2018 年 4~12 月计划投资 2.11 亿元，公司未来投资规模不大。

江苏大丰铁矿石加工项目总用地面积 400 亩，分二期建设；一期为一条年处理 65 万吨尾矿磁化焙烧生产铁矿石生产线和一条铁矿石选矿生产线，一期用地面积 193 亩。项目总投资 3.22 亿元，截至 2018 年 3 月底，已投资 66.08%；二期项目仍在规划中。

富锦金谷铁路发放系统项目建设主要包

括 2.5 万吨立筒库暂存仓，并配套建设铁路卸粮坑、汽车卸粮坑、输送栈桥等辅助设施工程。项目总投资 5.16 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 80.30%。

未来公司拟建项目共 3 个，总投资规模 22168.06 万元，包括：1) 绥化象屿金谷 30 万吨罩棚项目，预计总投资 15857.76 万元，项目已完成勘察设计招标，目前正在建设中，预计 2018 年末投入使用。2) 绥化象屿金谷铁路物流雨棚及配套项目，预计总投资 3755 万元，目前已完成勘察设计招标，目前正在建设中，预计 2018 年末投入使用。3) 绥化象屿米业项目，预计总投资 2555.3 万元，目前已完成立项、土地、规划许可证的办理工作和勘察设计招标工作，目前正在建设中，预计 2018 年底投入使用。

总体看，公司在建及拟建项目未来资金压力不大，但随着公司进一步拓展业务规模，融资需求将持续存在。

表 8 截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	投资进度	已投资	2018 年 4-12 月计划投资
江苏大丰铁矿石加工项目	32195	66.08%	21275	10920
富锦金谷铁路发放系统项目	51583	80.30%	41435	10148
合计	83778	--	62710	21068

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司定位为供应链管理与流通服务商，未来将依托先进的供应链管理理念与技术的应用能力、上下游渠道建设与整合能力、物流资源平台的强大支撑，在三大服务平台和“3+X”产品供应链体系的基础上，继续立足供应链、服务产业链，协调内生性增长和外延式发展、内部协同和外部整合、流通服务和实业资源、

线上平台和线下平台、产业和资本的关系，主动利用资本平台、培植上市资源、打造品牌效应。

公司的战略发展方向具体包括以下四个方面：一、在夯实现有“3+X”产品供应链的基础上，努力拓展形成新的核心产品供应链；二、加强物流服务企业与各贸易公司的协同联动，从贸易带动物流到彼此相互推动并以物流带动

为先，深化资源整合，发挥各自的资源优势和
服务能力，取长补短搭建供应链服务平台，共
同寻求增量，形成核心竞争能力；三、继续用
好资本工具，发掘新的投资项目，加速已经论
证的项目推进速度，加速合资企业的文化融合
与生产经营管理专项人才的引进，创新、优化
融资渠道以及信贷结构，降低资金成本；四、
在大宗商品采购供应、综合物流、物流园区平
台开发运营等三大服务平台基础上继续深耕
“3+X”产品供应链服务体系，充分发挥并且
进一步强化核心竞争力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015年至2017年财务报告，致
同会计师事务所（特殊普通合伙）对近三年财
务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见
的审计结论。公司2018年一季度财务报表未经
审计。

合并范围方面，2016年，公司合并范围较
2015年增加9家；2017年，公司合并范围较2016
年新增15家公司，减少3家公司。2018年1~3
月，公司合并范围新增8家子公司，减少子公司
1家。总体看，公司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
455.56亿元，所有者权益160.43亿元（含少数股
东权益50.97亿元）；2017年，公司实现营业收
入2032.91亿元，利润总额12.86亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额
551.49亿元，所有者权益163.48亿元（含少数股
东权益52.24亿元）；2018年1~3月，公司实现
营业收入466.88亿元，利润总额4.90亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模不断扩大，
年均复合增长率 32.12%。截至 2017 年底，公
司资产总额 455.56 亿元，同比增长 34.34%。截
至 2017 年底，公司流动资产占 73.01%，非流

动资产占 26.99%，公司资产结构仍以流动资产
为主。

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，
年均复合增长率 33.94%，截至 2017 年底，公
司流动资产 332.59 亿元，同比增长 42.24%，主
要由货币资金（占 14.52%）、预付账款（占
21.34%）和存货（占 36.67%）构成。

2015~2017年，公司货币资金快速增长，
年均复合增长率 49.16%，截至 2017 年底，公
司货币资金 48.30 亿元，同比大幅增长
116.76%，主要系公司完成配股发行股票募集资
金 17.50 亿元所致。公司货币资金中使用受限
的金额为 4.85 亿元，主要为定期存款、保证金
等。

2015~2017年，公司应收账款有所波动，
年均复合增长率 3.64%，截至 2017 年底，公司
应收账款 25.85 亿元，同比减少 8.07%，按账龄
法计提坏账的组合中（26.01 亿元），0-6 个月
的占 81.63%，7-12 个月的占 7.04%，整体账龄
较短。欠款方前五名共计占应收账款余额的
22.05%，集中度一般。公司共计提应收账款坏
账准备 3.00 亿元（其中对单项计提坏账准备的
应收账款 2.50 亿元计提坏账准备 2.19 亿元），
综合计提比例 10.40%。

2015~2017年，公司预付款项波动增长，
年均复合增长率 18.59%，截至 2017 年底，预
付款项 70.96 亿元，同比增长 43.43%，主要系
供应链业务规模扩大预付款增加所致。其中账
龄在 1 年以内的占 95.98%，整体账龄短。

2015~2017年，公司存货逐年增长，年均
复合增长率 46.90%，截至 2017 年底，公司存
货账面价值 121.96 亿元，同比增长 21.81%，主
要是供应链业务规模扩大导致库存商品的增
多。构成上公司存货以库存商品（占 94.68%）
为主，占公司存货账面价值的 94.65%。公司共
计提库存跌价准备 3.47 亿元，主要为计提存货
商品跌价准备 3.31 亿元和原材料跌价准备 0.16
亿元。

2015~2017年，公司其他流动资产波动增

长, 年均复合增长率 43.08%, 截至 2017 年底, 公司其他流动资产 47.15 亿元, 同比大幅增长 275.54%, 主要系公司子公司象屿小贷的贷款业务增加所致。截至 2017 年底, 其他流动资产主要包括理财产品 10.83 亿元和贷款业务 (28.44 亿元, 全部为象屿小贷收粮季发放的自营贷款余额, 截至 2018 年 3 月底收粮季临近结束已下降至 2191.48 万元)。

2015~2017 年, 公司非流动资产逐年增长, 年均复合增长率 27.55%, 截至 2017 年底, 公司非流动资产 122.97 亿元, 同比增长 16.80%, 主要由长期股权投资 (占 15.59%)、固定资产 (占 48.68%) 和无形资产 (占 9.89%) 构成。

2015~2017 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均复合增长率 51.32%, 截至 2017 年底, 公司长期股权投资 19.18 亿元, 同比增长 61.82%, 主要为公司 2017 年新增对象道物流 6.00 亿元的投资所致。

表 9 截至 2017 年底公司长期股权投资主要构成
(单位: 万元、%)

被投资单位名称	核算方式	金额	持股比例
厦门集装箱码头集团有限公司	权益法	76278.61	10.00
哈尔滨农村商业银行股份有限公司	权益法	33352.28	9.90
厦门象道物流有限公司	权益法	63428.46	40.00
厦门现代码头有限公司	权益法	5215.05	12.50
大连港象屿粮食物流有限公司	权益法	4759.71	49.00
合计	--	183034.12	--

资料来源: 公司提供

2015~2017 年, 公司固定资产逐年增长, 年均复合增长率 32.68%, 截至 2017 年底, 公司固定资产账面价值 59.86 亿元, 同比增长 22.61%, 主要是大丰年处理 350 万吨铁矿石加工、绥化象屿金谷 101 万吨粮食仓储设施等项目转固所致。公司固定资产以房屋及建筑物 (占 65.50%) 和机器设备 (占 18.91%) 为主, 公司共计提固定资产累计折旧 8.13 亿元, 未计提减值准备。

2015~2017 年, 公司无形资产逐年增长,

年均复合增长率 12.74%, 截至 2017 年底, 公司无形资产净值 12.16 亿元, 同比增长 16.27%, 构成上公司无形资产以土地使用权为主, 占无形资产净值总额的 87.34%。公司共计提累计摊销 1.27 亿元, 未计提减值准备。

2015~2017 年, 公司其他非流动资产波动下降, 年均复合下降 18.21%, 截至 2017 年底, 公司其他非流动资产 4.88 亿元, 同比减少 39.63%, 主要为预付投资款 2.06 亿元和贷款业务 1.95 亿元。

截至 2018 年 3 月底, 公司资产总额为 551.49 亿元, 较 2017 年底增长 21.06%; 流动资产占比为 77.92%, 仍以流动资产为主, 比重较 2017 年底有所提升。应收账款及预付账款均较 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 169.57 亿元, 较 2017 年底增长 39.04%, 主要是供应链业务发展需要增加存货储备所致; 其他科目变动不大。

近三年, 随着业务规模扩大, 配股发行的完成, 公司资产总额快速增长, 构成以流动资产为主, 存货和预付款项占比大, 非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。考虑到公司经营效率高, 公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近三年, 公司所有者权益总额逐年增长, 年均复合增长率 33.56%, 截至 2017 年底, 公司所有者权益为 160.43 亿元 (其中少数股东权益 50.97 亿元), 同比增长 45.84%, 主要系公司配股发行股票以及发行永续中期票据所致。其中归属于母公司权益 109.46 亿元中, 实收资本占 13.32%、资本公积占 46.79%、其他权益工具占 18.27%、未分配利润占 20.07%。公司实收资本和资本公积同比有所增长, 主要系公司配股发行股票净募集 17.38 亿元所致, 其中 2.87 亿元计入实收资本, 14.51 亿元计入资本公积。公司其他权益工具 20.00 亿元主要由 2017 年发

行的 10 亿元永续中期票据“17 象屿股份 MTN001”和 10 亿元的可续期信托贷款组成。截至 2017 年底，公司少数股东权益为 50.97 亿元，同比增长 18.24%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 163.48 亿元（其中少数股东权益 52.24 亿元），各科目较上年变化不大。

近三年，通过完成配股发行股票以及发行永续债券，公司所有者权益稳定增长，所有者权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长率 31.36%，截至 2017 年底，公司负债合计为 295.13 亿元，同比增长 28.83%，其中流动负债占 90.25%，构成以流动负债为主。截至 2017 年底，公司流动负债为 266.35 亿元，同比增长 23.96%，主要由短期借款（占 43.47%）、应付票据（占 12.06%）、应付账款（占 17.07%）和预收款项（占 19.22%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长率 16.86%，截至 2017 年底，公司短期借款为 115.78 亿元，同比增长 62.65%，主要系供应链业务规模增长，为满足业务需求增加短期借款所致；构成上短期借款包括保证借款（87.88 亿元）和信用借款（115.78 亿元）。

2015~2017 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长率 24.56%，截至 2017 年底，公司应付账款总额 45.46 亿元，同比增长 23.11%。构成上以应付货款为主，占总额的 85.13%。

2015~2017 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长率 69.67%，截至 2017 年底，预收款项 51.20 亿元，同比增长 74.50%，主要来自预收货款的增加，截至 2017 年底，预收货款占 98.65%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长率 43.77%，截至 2017 年底，公司其他应付款为 4.89 亿元，同比大幅下降 76.10%，主要是应付象屿集团的往来款大幅减少所致。

近三年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率 141.95%。截至 2017 年底，公司非流动负债 28.78 亿元，同比增长 102.33%，构成主要为长期借款（占 36.55%）、应付债券（占 34.53%）和递延收益（占 15.66%）。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长率 152.48%，截至 2017 年底，公司长期借款 10.52 亿元，同比增长 46.05%，构成上以保证借款为主，占长期借款总额的 84.12%。

截至 2017 年底，公司应付债券 9.94 亿元，主要系公司 2017 年发行了期限为 5 年，额度为 10 亿元的公司债券“17 象屿 01”所致。2015~2017 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长率 41.28%，截至 2017 年底，公司递延收益 4.51 亿元，同比减少 12.38%，主要是政府补助减少所致。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 388.01 亿元，较 2017 年底增长 31.47%。流动负债增长 34.24% 至 357.55 亿元，其中，短期借款较 2017 年底增长 25.65% 至 145.48 亿元，主要是供应链业务规模扩大，增加融资所致；预收款项较 2017 年底大幅增长至 91.48 亿元；其他应付款较 2017 年底增长 298.72% 至 19.51 亿元，主要是应付象屿集团往来款增加所致；其他流动负债增长至 10.04 亿元，主要是公司发行的两期额度均为 5 亿元的超短期融资券。

近三年，公司全部债务快速增长，年均复合增长率 23.67%。截至 2017 年底，公司全部债务 175.46 亿元，同比增长 27.46%；其中短期债务占 88.34%，以短期债务为主。公司 2017 年底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 11.31%、52.24% 和 64.78%。若将公司计入其他权益工具的 20 亿元永续债券纳入长期债务，上述三项指标分别为 22.37%、58.19% 和 69.17%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 231.66 亿元，较年初增长 32.03%，其中短期债务占 90.28%，构成变动不大。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、资产负债率分别为12.10%、58.63%和70.36%，较2017年底均有所提升；若将公司计入其他权益工具的20亿元永续债券纳入长期债务，上述三项指标分别为22.86%、63.69%和73.98%。

近三年，随着公司物流供应链业务规模快速扩张，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。

4. 盈利能力

近三年，随着供应链业务快速拓展，公司营业收入规模快速提升，2015~2017年，公司分别实现营业收入599.23亿元、1190.67亿元和2032.91亿元，年均复合增长84.19%，2017年同比增长70.74%，三年营业成本分别为576.39亿元、1150.23亿元和1985.73亿元，年均复合增长85.61%，增速略高于营业收入，2017年同比增长72.64%。营业利润率三年呈逐年下降趋势，分别为3.72%、3.29%和2.24%。

近三年，公司期间费用逐年增长，分别为20.44亿元、24.86亿元和35.63亿元，2017年同比增长43.30%，主要来自销售费用的增长，2017年销售费用为23.40亿元，同比增长56.09%，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1.75%，公司控制费用能力较好。

2017年，公司资产减值损失4.63亿元，同比变化不大，主要包括坏账损失1.58亿元和存货跌价损失3.03亿元。近三年，公司公允价值变动收益波动较大，其中2016年公允价值变动收益-3.25亿元，主要是期货合约浮亏所致；2017年，公司公允价值变动收益3.80亿元，主要是期货合约浮盈所致。公司投资收益近三年波动较大，分别为5.67亿元、-1.29亿元和1.81亿元，2017年同比增加3.10亿元，其中受玉米临储政策取消影响当期合作种植与合作收粮收益大幅下滑至27.68万元，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资

损失规模有所下降（-2.34亿元，主要为期货合约处置损失），套期工具产生套期无效部分取得的投资收益1.67亿元以及权益法核算的长期股权投资收益1.28亿元，综合作用下公司投资收益规模提升。

2017年，公司其他收益为1.19亿元，主要为各类政府补贴。2017年营业外收入主要包含赔偿金、违约金0.78亿元以及政府补助0.10亿元。2015~2017年，公司利润总额逐年增长，三年分别为5.86亿元、8.06亿元和12.86亿元，其中2017年同比增长59.43%，主要系公允价值变动收益当期实现扭亏所致。2017年，公司非经常性损益（公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入）为7.71亿元，占利润总额的59.96%，公司非经常性损益对利润总额影响大。从盈利指标看，总资本收益率和净资产收益率近三年平均值分别为5.01%和5.96%，2017年公司分别为5.26%和6.20%，均较2016年有所上升。

2018年1~3月，公司实现营业收入466.88亿元，同比增长15.72%，营业利润率为2.94%。获得投资收益0.54亿元，较上年同期（-5.01亿元）大幅增长，主要是套期保值亏损减少以及新增对象道物流的投资收益所致。公司实现利润总额4.90亿元，同比增长97.06%。

近三年，随着公司供应链业务的快速拓展，公司营业收入快速提升，非经常性损益对利润总额影响大，整体盈利能力尚可。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为668.06亿元、1366.31亿元和2390.86亿元，构成主要为销售商品、提供劳务收到的现金。公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出量也均呈逐年增长趋势，2017年分别为2369.72亿元和2419.80亿元，分别同比增长80.58%和80.03%。从收入实现能力看，近三年公司现金收入比逐年提升，分别为110.87%、113.96%和

117.31%，收入实现质量有所增强。近三年公司经营活动净现金流分别为 29.23 亿元、22.22 亿元和-28.94 亿元，2017 年大幅减少主要由于公司当期存货和预付款等经营性支出增加，且当年偿还较多与象屿集团的往来款所致。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入量分别为 19.35 亿元、10.02 亿元和 25.73 亿元，2017 年同比大幅增长 156.66%，主要由于公司收回投资收到的现金大幅增长至 21.46 亿元，主要为期货套保保证金及收回的理财款等。同期，随着公司对外投资的增加以及购建固定资产、无形资产支付的现金，公司投资活动现金流出量维持较高水平；近三年，公司投资活动现金流量净额持续为负，分别为-22.52 亿元、-35.95 亿元和-15.30 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.71 亿元、-13.73 亿元和-44.24 亿元，资金缺口逐年扩大，公司存在较大对外融资需求。筹资活动方面，随着供应链业务规模扩大，公司经营活动资金需求大幅增加，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量分别为 259.77 亿元、309.36 亿元和 502.63 亿元，2017 年同比增长 62.47%，主要为取得借款收到的现金 440.52 亿元；筹资活动现金流出量随偿还债务支付的现金增长而逐年增长，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.96 亿元、15.57 亿元和 67.53 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-48.47 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 558.13 亿元；公司对外投资规模增加，当期投资活动产生的现金流量净额为-5.63 亿元；公司供应链规模资金需求持续增加，当期筹资活动现金流量净额为 56.04 亿元。

总体看，随着供应链业务快速拓展，公司资金需求大幅增加，经营活动现金流转为净流出，公司日常经营活动和对外投资仍存在一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率、速动比率近三年均呈波动上升趋势，三年平均值分别为117.40%和73.72%，截至2017年底，两项指标分别为124.87%和79.08%；截至2018年3月底，上述两项比率分别为120.19%和72.76%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比率分别为17.59%、10.34%和-10.87%。考虑到公司存货及预付款项对资金形成占用，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 12.37 亿元、15.80 亿元和 24.36 亿元；EBITDA 利息倍数近三年逐年增长，分别为 2.32 倍、3.12 倍和 3.16 倍；全部债务/EBITDA 倍数逐年下降，分别为 9.28 倍、8.71 倍和 7.20 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司未决诉讼或仲裁 106 起，涉及应收账款和其他应收款余额合计为 58102.46 万元，占公司 2018 年 3 月底权益总额的 3.55%。其中，公司作为原告的案件有 91 件，涉及金额为 152713.60 万元，其中，已进入执行阶段或申请执行的案件共 69 起，涉及金额 118291.88 万元；作为被告的案件有 15 件，涉及金额为 7499.26 万元，其中已履行已结案 9 起，涉及金额 5385.89 万元。截至 2018 年 3 月底，公司针对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。考虑到公司未决诉讼较多，款项回收存在一定不确定性。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 655.11 亿元，尚未使用额度 335.49 亿元，间接融资渠道畅通；公司为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 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：G1035020600178260M），截至 2018 年 8 月 6 日，公司未结清贷款中有两笔欠息记录；已结清信贷中，有 2 笔欠息记录，

有 76 笔不良和关注类贷款、147 类贸易融资关注类贷款、7 笔关注类票据贴现、122 笔关注类银行承兑汇票、255 笔关注类信用证和 2 笔关注类保函。上述欠息及不良信贷记录的产生主要是由于公司于 2011 年借壳夏新电子上市，沿用原夏新电子营业执照、贷款卡等信息，发生在 2011 年 8 月 29 日前的所有贷款信息均为夏新电子重组前未偿还债务，与公司无关，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

8. 抗风险能力

公司作为厦门市供应链管理与服务企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道等方面具备优势，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基础发行额度为 5 亿元，发行金额上限为 10 亿元。若按上限发行，则分别占 2018 年 3 月底长期债务和全部债务的 44.42% 和 4.32%。本期中期票据的发行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 12.10%、58.63% 和 70.36%。以 2018 年 3 月底财务数据为基础，若将计入权益的永续中票（截至 2018 年 3 月底合计 20.00 亿元）调整计入长期债务，按本期发行金额上限计算，本期中期票据发行后则上述三项指标将升至 26.79%、64.58% 和 74.45%，公司债务压力进一步上升。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还银行借款，实际债务负担将低于测算值。

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 668.06 亿元、1366.31 亿元和

2390.86 亿元，分别为本期中期票据发行金额上限的 66.81 倍、136.63 倍和 239.09 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 12.37 亿元、15.80 亿元和 24.36 亿元，分别为中期票据发行金额上限额度的 1.24 倍、1.58 倍和 2.44 倍。总体看，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

十一、结论

公司为厦门市供应链管理与服务企业之一，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的优势。公司物流供应链与客户合作逐步加深，实体企业全程供应链、代采代销等贸易模式日趋成熟，主要贸易品种价格持续回暖，共同带动公司业务规模及收入大幅提升。同时，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，非经常性损益对公司利润水平影响大，经营性现金流量净额波动大。未来，随着公司供应链业务的不断完善以及业务转型的逐渐推进，公司盈利能力有望得到提高。

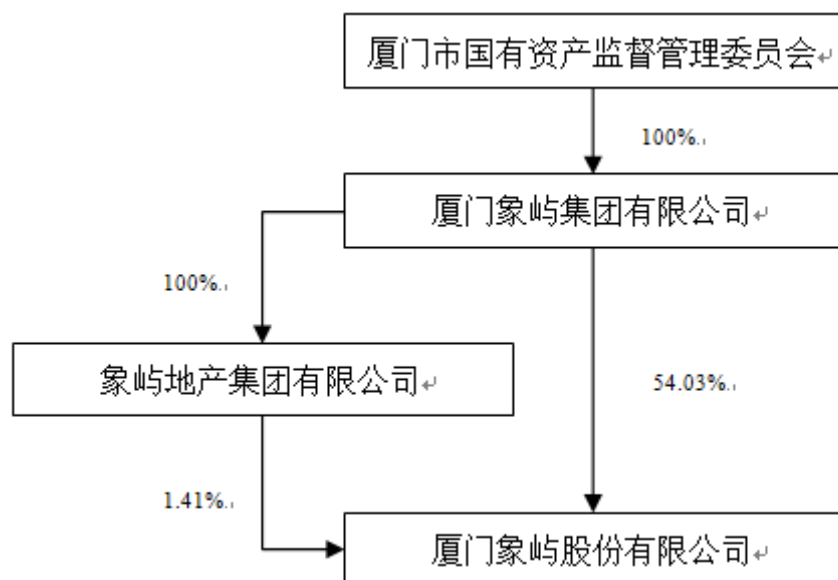
近年来，公司资产总额整体大幅增长，流动资产中存货及预付款项占比大，占用资金明显，资金需求不断推高债务水平，整体债务负担很重，短期偿债压力大。公司近三年资本支出规模较大，在建及拟建工程未来投资规模不大，但伴随着公司业务的进一步拓展，融资需求将持续存在。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

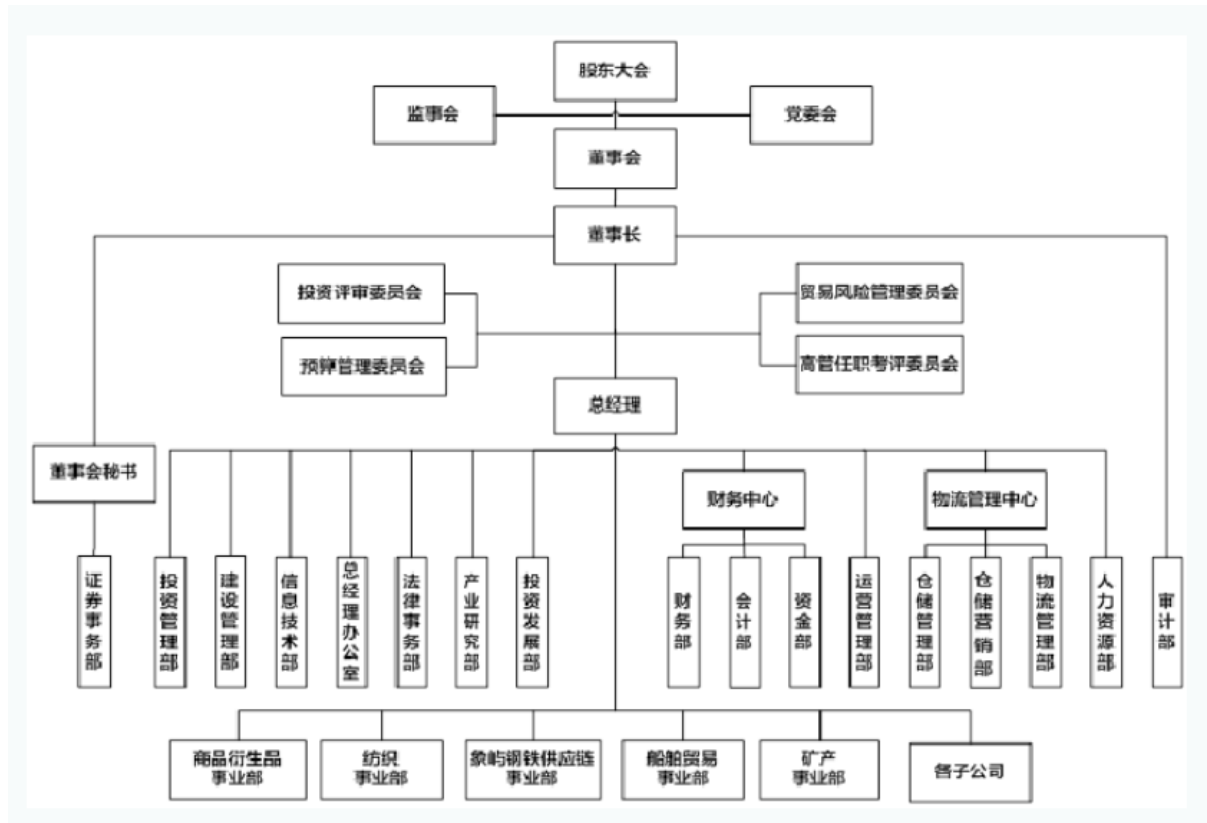
公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

综合分析，公司主体信用风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.69	22.39	48.66	56.20
资产总额(亿元)	260.98	339.10	455.56	551.49
所有者权益(亿元)	89.93	110.00	160.43	163.48
短期债务(亿元)	113.07	130.46	155.00	209.14
长期债务(亿元)	1.65	7.20	20.46	22.51
全部债务(亿元)	114.72	137.66	175.46	231.66
营业收入(亿元)	599.23	1190.67	2032.91	466.88
利润总额(亿元)	5.86	8.06	12.86	4.90
EBITDA(亿元)	12.37	15.80	24.36	--
经营性净现金流(亿元)	29.23	22.22	-28.94	-48.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.43	43.51	67.41	--
存货周转次数	12.55	14.69	17.88	--
总资产周转次数	2.56	3.97	5.12	--
现金收入比(%)	110.87	113.96	117.31	119.54
营业利润率(%)	3.72	3.29	2.24	2.94
总资本收益率(%)	4.78	4.75	5.26	--
净资产收益率(%)	5.14	6.12	6.20	--
长期债务资本化比率(%)	1.80	6.14	11.31	12.10
全部债务资本化比率(%)	56.06	55.58	52.24	58.63
资产负债率(%)	65.54	67.56	64.78	70.36
流动比率(%)	111.59	108.82	124.87	120.19
速动比率(%)	77.58	62.22	79.08	72.76
经营现金流动负债比(%)	17.59	10.34	-10.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	3.12	3.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.28	8.71	7.20	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、现金类资产已剔除受限货币资金；3、2017 年及 2018 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元永续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据；4、其他应付款中有息债务已调入短期债务。

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
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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 厦门象屿股份有限公司 2018 年度第一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。

厦门象屿股份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。

厦门象屿股份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股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，厦门象屿股份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股份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，如发现厦门象屿股份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股份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。

如厦门象屿股份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股份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股份有限公司联系，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。