

信用等级公告

联合〔2019〕312 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 2019 年度第一期中期票据信用状况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 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十月十四日



厦门象屿股份有限公司

2019 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⁺

担保方信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

担保方式：由厦门象屿集团有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：在第 3 个和其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途：补充营运资金和偿还银行借款

评级时间：2019 年 10 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
			资本结构	2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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一定优势。近年来，钢材等大宗商品价格回暖，公司贸易模式日趋成熟，带动收入规模快速提升，盈利能力不断增强。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，物流网点布局得以完善。同时，联合资信也关注到贸易行业受宏观经济波动影响较大且面临较为激烈的同业竞争，业务规模快速扩张推升资金需求，公司债务规模增长快且短期债务占比高，短期偿债压力较大，经营现金流量净额波动大等因素可能对公司信用水平造成的影响。

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，认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性小。公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据由厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）提供不可撤销连带责任保证担保，象屿集团为厦门市大型国有贸易集团，担保实力很强，主体长期信用等级为 AAA，有效提高了本期债券偿付的安全性。

公司通过北粮南运物流体系实现了粮食产区与销售区的贯通，未来随着物流资源及供应链业务的进一步整合，公司盈利能力有望得到进一步提高。

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，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

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

分析师：刘嘉敏 郭察理

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

公司创造了良好的外部发展环境。

2. 公司大宗商品采购分销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，公司逐步优化客户结构，深化业务转型和资源整合，加之大宗商品价格逐步回暖，带动收入规模大幅增长。
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. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。
6. 本期中期票据由象屿集团提供不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

关注

1. 公司供应链业务毛利率水平低，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，公司大宗商品采购供应业务持续拓展，同时不断布局铁路物流资源，债务规模快速增长，债务负担重，且以短期债务为主，短期偿债压力较大。
3. 公司非经常性损益规模易受期货套保影响，波动性较大。
4. 公司流动资产中存货、预付款项及应收账款占比大且快速增长，对公司资金形成一定占用，公司经营活动现金流量净额波动大。
5. 截至2019年3月底，公司未决诉讼或仲裁86项，涉及诉讼金额为133248.67万元，涉及应收账款和其他应收款余额合计54323.55万元，回收情况存在一定不确定性，公司针对上述案件已累计计提坏账准备41691.40万元及存货跌价准备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；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。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.39	45.91	67.92	51.82
资产总额(亿元)	339.10	455.56	547.93	659.89
所有者权益(亿元)	110.00	160.43	195.19	192.15
短期债务(亿元)	132.46	155.00	172.54	275.28
长期债务(亿元)	7.20	21.57	56.95	60.71
全部债务(亿元)	139.66	176.58	229.49	335.99
营业收入(亿元)	1190.67	2032.91	2340.08	552.20
利润总额(亿元)	8.06	12.86	19.28	4.50
EBITDA(亿元)	15.80	24.36	33.49	--
经营性净现金流(亿元)	22.22	-28.94	20.28	-114.43
营业利润率(%)	3.29	2.24	2.66	3.30
净资产收益率(%)	6.12	6.20	7.76	--
资产负债率(%)	67.56	64.78	64.38	70.88
全部债务资本化比率(%)	55.94	52.40	54.04	63.62
流动比率(%)	108.82	124.87	134.47	124.25
经营现金流动负债比(%)	10.34	-10.87	7.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	3.16	3.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.84	7.25	6.85	--

公司本部(母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	73.36	125.76	129.16	136.65
所有者权益(亿元)	60.48	100.96	104.77	104.41
全部债务(亿元)	5.95	18.75	20.62	27.35
营业收入(亿元)	1.00	1.18	0.75	0.05
利润总额(亿元)	4.21	5.10	2.76	0.00 ¹
资产负债率(%)	17.55	19.72	18.89	23.59
全部债务资本化比率(%)	8.96	15.66	16.45	20.76
流动比率(%)	154.53	591.47	290.75	251.78
经营现金流动负债比(%)	1.96	-16.96	-65.90	--

注: 1、2019 年一季度财务数据未经审计; 2、合并口径现金类资产已剔除受限货币资金及质押应收票据; 3、2017 年底合并口径所有者权益中含 10.00 亿元永续期信托贷款和 10.00 亿元永续中期票据, 2018 年底及 2019 年 3 月底合并口径所有者权益中含 10.00 亿元永续期信托贷款和 15.00 亿元永续中期票据; 4、合并口径其他应付款中的有息债务已调入短期债务; 长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务

¹2019 年 1-3 月本部实现利润总额-31.18 万元。

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2019/7/19	刘嘉敏 郭察理	贸易行业企业评级方法（2018年） 批发与零售行业企业信用模型（2016年）	阅读全文
AA+	稳定	2016/10/24	刘嘉敏 姜帆	贸易行业企业信用分析要点（2013年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

联合资信评估有限公司

二〇一九年十月十四日



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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2019 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“厦门象屿”）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”。2014年11月，公司完成非公开发行股票，股本增至10.36亿元。2015年12月，公司完成非公开发行股票，股本增至11.71亿元。2017年12月，公司完成配股发行，股本增至14.58亿元。2018年6月，公司完成资本公积转增股本7.00亿元，股本增至21.57亿元。截至2019年3月底，公司股本为21.57亿元，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2018年底，公司（合并）资产总额为547.93亿元，所有者权益为195.19亿元（含少数股东权益73.41亿元）；2018年，公司实现营业收入2340.08亿元，利润总额19.28亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为659.89亿元，所有者权益为192.15亿元（含少数股东权益68.54亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入552.20亿元，利润总额4.50亿元。

公司注册地址：厦门市现代物流园象屿路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

公司已于2018年注册中期票据额度10亿元，于2018年8月23日发行了5亿元中期票据“18象屿股份MTN001”，期限为3+N（3）年，本期拟发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模5亿元。公司计划将募集资金用于补充营运资金和偿还银行借款。本期中期票据由象屿集团提供不可撤销的

连带责任保证担保。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。每个票面利率重置日为赎回日，每个赎回日，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。如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

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，前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率²加上初始利差。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率；票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 3 年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。如果公司不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs；在之后的 3 个计算年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，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。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以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，且不受到任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在本期中期票据付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付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。公司承诺不存在隐性强制分红情况。公司（母公司）有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。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大。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性小。

²初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入精确至 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

³当期基准利率为票面利率重置前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入精确至 0.01%）。

三、宏观经济和政策环境

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。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP(万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP增速(%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率(%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注:1. 增速及增幅均为同比增长情况;2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价;3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率;4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速;5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源:国家统计局、Wind

2019年1—6月,中国积极的财政政策继续加力增效,通过扩大财政支出加强基建补短板投资,同时大规模的减税降费政策落地实施,企业负担进一步减轻,财政稳增长作用凸显。2019年1—6月,中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元,收入同比增幅(3.4%)远低于支出同比增幅(10.7%),财政赤字(1.6万亿元)较上年同期(7261亿元)大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策,综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕,市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下,2019年1—6月,中国国内生产总值45.1万亿元,同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快,东北地区经济增长仍靠后;CPI温和上涨;PPI和PPIRM基本平稳;就业形势总体稳定。

2019年1—6月,中国三大产业继续呈现增长态势,农业生产形势稳定;工业生产继续放缓,工业企业利润增速有所企稳;服务业增速略有放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓,制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月,全国固定资产投资(不含农户)29.9万亿元,同比增长5.8%,增速有所放缓。其中,民间固定资产投资18.0万亿元,同比增长5.7%,增速明显回落。从三大主要投资领域来看,2019年1—6月,全国房地产开发投资6.2万亿元,同比增长10.9%,增速较1—3月回落0.9个百分点,主要源于近期房企融资约束持续加强,但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响,房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.1%,较上年同期明显下降,但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额,今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度,同时允许将专项债券作为符合条件的重大

项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下，消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望

持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 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，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但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，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017 年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，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，2018年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018年全年中国外贸进出口总值30.51万亿元人民币，同比增长9.7%。其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%；贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%。

2017年6月，中国外贸出口先导指数结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年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。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

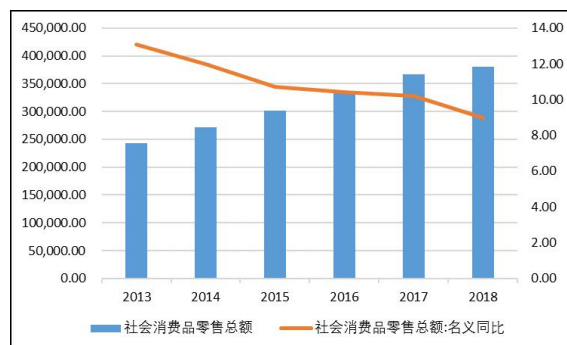
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（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，2018年中国社会消费品零售总额380986.85亿元，名义口径同比增长8.98%。2019年1—3月，中国社会消费品零售总额97790亿元，同比增长8.3%，增速较上年同期回落1.5个百分点。

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

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

受宏观经济影响，国内商品市场震荡回落

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。进入2018年，根据中国物流与采购联合会发布的数据，前三季度国内商品市场强势运行，其中文华商品指数一度达到2014年以来新高，大宗期货成为国内表现最好的一类资产。然而2018年四季度，随着国内经济数据的全面走弱，强势运行的商品期货也开始了一轮快速下跌。2018年12月，大宗商品供应指数连续两个月回落，收至98.9%，较上月回落0.7个百分点；销售指数止跌反弹至97.0%，较上月微幅回升0.2个百分点，呈现出供应增速继续回落，终端需求低迷，库存增速

减缓，商品价格降幅扩大等特点。

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

外部贸易环境日趋复杂

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。中国加入世贸组织以来，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。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。受全球贸易摩擦加剧等因素影响，世贸组织预计，2019 年全球贸易量增速将由 2018 年的 3.9% 回落至 3.7%，连续两年下滑。

中美贸易摩擦升级

2018 年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级。2018 年 3 月 22 日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于 2018 年 3 月 9 日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收 25% 和 10% 的关税；6 月 15 日，美国政府发布加征关税的商品清单；9 月 17 日，美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税，税率为 10%，并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。针对美国采取

的上述加征关税措施，中国商务部陆续出台了一系列促进外贸发展的政策措施，积极应对中美贸易摩擦；2018 年 4 月 2 日，为平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中国利益造成的损失，中国对自美进口的 128 项产品加征 15% 或 25% 的关税；8 月 3 日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。经历多轮磋商，2018 年 12 月，中美双方暂时同意就防止贸易战升级达成一致。2019 年 5 月 10 日，美国正式将对 2000 亿美元中国进口商品关税征收率从 10% 提高到 25%。国务院关税税则委员会随即决定自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20% 或 10% 加征关税，对之前加征 5% 关税的税目商品，仍继续加征 5% 关税。

2018 年中国对美进出口合计 4.18 万亿元，同比增长 5.7%，延续了增长态势。总体来看，尽管目前国内对美出口整体未受明显影响，但随着政策缓冲期失效及贸易双方抢出口效应释放完毕，贸易摩擦的影响可能逐步显现。

人民币汇率风险不断加大

2016 年以来，从基本面来看，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年初的 6.5032 元/美元跌至年底的 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 1 月，受暂停逆周期因子等因素的影响，人民币汇率持续走弱；2018 年 2-5 月，人民币汇率走势平稳，市场预期稳定，人民币兑美元汇率在 6.25 元/美元至 6.45 元/美元区间震荡；2018 年 6-8 月，受美国升级贸易制裁措施、美元指数走强等外部环境变化影响，人民币汇率快速贬值，截至 2018 年 7 月 17 日为 6.6821 元/美

元。2018年下半年，受贸易摩擦暂时缓和，市场情绪乐观影响，人民币短暂升值，2019年2月底达到低点6.6901元/美元附近，随后2019年3月起人民币汇率启动新一轮贬值，截至2019年5月27日中间价为6.8924元/美元，逼近红线水平。

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，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。在当前中国经济下行压力加大背景下，考虑到对美贸易为中国创造大量就业机会，中国对美国在关键技术进口以及融资上仍存在一定的依赖，若外需扩张受到冲击，将对中国贸易形势及国内经济产生复杂影响，必须谨慎积极应对。

（4）行业政策

近年来，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策，提出了加强财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

2017年5月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等30个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。2018年底，中国已与130多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时，中国在自由贸易区建设方面持续

发力，已与25个国家和地区达成了17个自贸协定，自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式，目前跨境电商综合试验区总数达到35个，市场采购贸易方式试点达到14个，外贸综合服务企业发展政策不断完善。

2018年以来，中国多次降低进口关税，关税总水平由2017年的9.8%降至7.5%，平均降幅达23%，为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前，中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时，逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设，未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，随着国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应待进一步显现。

（5）行业发展

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

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

从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、

专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

2. 物流行业

现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。物流行业的发展与宏观经济发展密切相关。全社会商品、信息和服务流通的加快，为中国物流发展提供了广阔的市场空间。2016—2018年，中国社会物流总额分别为229.70万亿元、252.80万亿元和283.10万亿元，按可比价格计算，同比分别增长6.10%、6.70%和6.40%，中国物流行业需求保持上升趋势。

图3 中国社会物流总额及增速情况



资料来源：Wind 资讯

2016—2018年，中国社会物流总费用分别为11.06万亿元、12.10万亿元和13.30万亿元，由运输费用、保管费用和管理费用构成，其中，运输费用是中国社会物流总费用最主要的构成，同期占比分别为51.72%、54.55%和51.88%；管理费用的增速最快，2017—2018年同比增长率分别为14.29%和12.50%，表明中国物流行业发展阶段已从传统运输功能转向综合物流服务。随着供给侧结构性改革的深入推进，为进一步推进物流降本增效，国务院连续两年出台相关推进文件。中国物流行业效率呈小幅震荡下滑的态势，2016—2018年中国社会物流总费用占GDP的比重分别为14.90%、14.60%和14.77%，但与世界平均水平（10%左右）仍存

在一定差距，国内物流效率依旧偏低，物流费用较高。

政策环境方面，随着物流业对中国经济发展的重要性不断提升，政府亦提高了对物流业发展的重视程度，在此前出台的《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》、《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018年）》和《全国电子商务物流发展专项规划（2016—2020年）》等政策措施基础上，2017年以来相继出台了《商贸物流发展“十三五”规划》和《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》等重要政策文件。在十三届全国人大一次会议中也再次提到要减轻企业税负，其中包括扩大物流企业仓储用地税收优惠范围等。2018年1月，国务院印发了《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》以进一步解决快递物流制约电子商务发展以及协同发展过程中产生相关问题。总体来看，在“一带一路”国家战略的背景下，国家有关部门陆续出台多项政策有助于规范物流行业的有序发展，推进物流行业的转型升级和创新发展以及物流业的“降本增效”工作等，中国物流业面临的政策环境正在不断得到改善。

总体来看，中国物流行业目前尚处于发展中阶段，物流技术和管理理念已在向全面的现代综合物流管理发展，中国物流行业在产业升级、行业整合等方面存在诸多机遇，行业发展空间广阔。

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“2018年厦门市国民经济和社会发展统计公报”，2018年，厦门市全年地区生产总值（GDP）4791.41亿元，按可比价格计算，比上年增长7.7%。其中，第一产业增加值24.40亿元，增长2.6%；第二产业增加值1980.16亿元，

增长8.1%；第三产业增加值2786.85亿元，增长7.5%。三次产业结构为0.5：41.3：58.2。

2018年，厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长10.1%。分产业看，第一产业投资增长0.8%，第二产业投资增长14.1%，第三产业投资增长9.4%，三次产业投资比例为0.1：16.9：83.0。

国内贸易方面，2018年，厦门市社会消费品零售总额1542.42亿元，比上年增长6.6%。其中商品零售1371.60亿元，增长5.9%；餐饮收入170.82亿元，增长12.8%。限额以上企业实现零售额1064.13亿元，增长4.9%，占全市社会消费品零售总额的69.0%；限额以下单位实现零售额478.29亿元，增长10.6%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有181家，实现零售额868.49亿元，净增65.85亿元，增长8.2%。

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2019年3月底，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.SH）。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，通过产业运营和资本运作，沿着产业链上下游不断拓展产品经营业务，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了很强的供应链服务能力。

2014年以来，公司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2019年3月底，公司已在粮食产区以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化、甘南、拜泉九大综合仓储物流中心为核心节点，配备烘干、铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车（箱）2700余个，辐射周边40多个收购网点，南方港区经营和管理近20万吨港区库容，逐步构建了北粮南运物流体系，服务农民售粮、国家粮食收储、下游粮食深加工、养殖和饲料生产企业的原料供应，目前公司粮食仓容能力约为1500万吨，截至2018年底管理国储粮食库存总量约1086万吨。

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2019年3月底，公司基础物流体系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43.82万平方米，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、武汉和临沂等。公司通过为客户提供仓储保管、装卸、加工、租赁服务等，获取仓储管理费用、初加工费用和租赁费用。2018年以来，公司积极推进铁路物流资源的布局，完成对厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）的实际控制。截至2019年3月底，象道物流在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、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（配备铁路专用线），拥有自备集装箱逾21000个，配套集装箱堆场和仓库面积逾220万平方米，20多个常驻业务网点遍布全国，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

公司位列2019年《财富》中国500强排行榜第40位；位列2019年《福布斯》全球上市公司2000强第1565位；在2019年中国500强“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中，位列第1；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；获评中国物流与采购联合会评定的中国物流杰出企业、国家 5A 级物流企业。

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

截至2019年3月底，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，董事兼任副总经理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8名，其中总经理1名，副总经理7名。

张水利先生，1965年出生，现任公司董事长，象屿集团党委书记、董事长，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，厦门象屿集团有限公司贸易中心总经理、副总裁、总裁等职。

邓启东先生，1970年出生，现任公司党委书记、董事、总经理，象屿集团党委委员。曾任象屿集团贸易中心总经理，象屿集团总裁助理，厦门象屿物流集团有限责任公司总经理等职务。

截至2019年3月底，公司（合并口径）员工总数5638人。从学历构成来看，研究生及以上占4.38%，大专和本科学历占55.68%，中专学历占9.82%，高中及以下占30.12%；从年龄结构看，30岁以下占34.50%，30~40岁占36.02%，40~50岁占21.66%，50岁及以上占7.82%。

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，有利于公司稳定长远发展。

4. 企业信用记录

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2019年9月9日，公司未结清贷款中有两笔欠息记录；已结清信贷中，有89笔垫款记录，

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。

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；截至2019年3月底，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，董事4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，截至2019年3月底，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估，确保行业发展的资金需求。

财务管理方面，公司根据投资层级，建立财务三级管理框架，即一级财务机构为厦门象屿本部财务中心（含财务部、会计部、资金部），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厦门象屿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。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(包括但不限于发行股票、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任、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、集团职能部门的责任,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

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%。象道物流成立后,通过在陕西、河南、江西、贵州、青海、湖南等地设立或收购子公司作为主体,以托管经营与资产租赁的方式承接合作方在当地原有的铁路集装箱场站运营业务,并同步向合作方收购上述区域铁路集装箱场站主要资产。

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专业化铁路物流公司,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 530 万平方米、仓库面积逾 40 万平方米(均为自有);拥有集装箱卡车、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 月正式开始各项业务经营,2017 年 8—12 月营业收入为 8.10 亿元,净利润为 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 31620.00 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%⁴。若象道物流的净利润不足上述约定，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。2018 年象道物流的业绩承诺目标为 1.81 亿元，2018 年经审计象道物流净利润为 1.82 亿元，已达到业绩承诺目标。

本次交易议案已通过公司董事会及厦门市国资委审议，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和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。

⁴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基准，即前述 150000 万元改为增资后的注册资本。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以供应链管理（大宗商品采购分销服务及物流服务）为主业，目前已在金属矿产、能源化工、农产品等三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。2016—2018 年，公司主营业务收入逐年增长，2018 年实现主营业务收入 2336.01 亿元，同比增长 15.08%。

从主营业务收入构成来看，近三年，公司主业大宗商品采购分销服务及物流服务占主营业务收入的比重均保持在 99% 以上，2017 年大宗商品采购分销服务及物流服务业务实现收入 2022.46 亿元，同比大幅增长 70.82%，主要是由于①公司主动优化客户结构和业务结构，逐步提高产业型客户业务和长约业务的比重，销售数量、质量和渠道的稳定性得以提升；②公司深化业务转型和资源整合，延伸产业链条，拓展增值服务，实体企业全程供应链项目日趋成熟；③公司主要贸易产品行情回暖，量价齐升；④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分销服务及物流服务收入大幅增加，2018 年大宗商品采购分销服务及物流服务实现收入 2316.78 亿元，同比增长 14.55%；其中，公司农产品物流服务业务收入规模逐年下降，系早年的储粮部分出库所致，2016—2018 年分别为 12.54 亿元、10.91 亿元和 9.77 亿元；2018 年铁路物流服务当期实现收入 8.81 亿元，主要是由于公司合并范围内增加象道物流所致。公司其他业务收入规模保持快速增长，主要包括小额贷款业务、造船业务、矿石选矿及加工等业务，2018 年实现收入 19.22 亿元，同比大幅增长主要是由于船舶业务逐步拓展，合同订单增加，按造船进度结转收入所致。其他业务规模较小，对公司的业绩影响较小。

从毛利率来看，2016—2018 年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率有所波动；2017 年，公司大宗商品采购分销服务及物

流服务毛利率同比减少 0.95 个百分点至 2.21%，主要是由于公司全流程供应链管理服务模式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，出现毛利率下降，2018 年，大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率水平略有回升，为 2.61%；农产品物流服务和铁路物流服务毛利率均处于较高水平，2018 年分别为 60.74%和 20.10%；2018 年公司综合毛利率水

平为 2.67%。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 551.48 亿元，同比增长 18.27%；其中，大宗商品采购分销服务及物流服务收入同比仍保持增长态势，毛利率较 2018 年全年有所提升，为 3.31%；铁路物流服务毛利率水平较 2018 年全年下降至 14.90%，主要是由于季度性淡季同时煤炭转场业务下降，当期综合毛利率水平为 3.30%。

表 2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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
大宗商品采购分销服务及物流服务	1183.98	99.86	3.16	2022.46	99.63	2.21	2316.78	99.18	2.61	547.34	99.25	3.31
其中:农产品物流服务	12.54	1.06	55.06	10.91	0.54	59.87	9.77	0.42	60.74	1.96	0.36	58.00
铁路物流服务	--	--	--	--	--	--	8.81	0.38	20.10	3.16	0.57	14.90
其他	1.61	0.14	45.93	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93	4.14	0.75	1.93
合计	1185.60	100.00	3.22	2029.92	100.00	2.28	2336.01	100.00	2.67	551.48	100.00	3.30

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. 大宗商品采购分销服务及物流服务主要由贸易及物流两部分构成；3. 2018 年 5 月底，公司完成并购象道物流 20%股权后持有象道物流 60%的股权，实现对象道物流的控制并纳入合并报表范围。因此，公司自 2018 年 6 月起增加铁路物流服务业务；4. 公司配套大宗商品现货经营，运用期货工具对冲大宗商品价格波动风险，相应产生的公允价值变动损益及处置损益，未体现在毛利率中

2. 大宗商品采购分销服务及物流服务

公司大宗商品采购分销服务及物流服务是公司营业收入的主要构成部分，服务对象主要是供应链条上的产业型客户和流通型客户。近年来，公司沿着产业链上下游不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断做大业务规模，逐步形成核心产品经营体系并不断强化其竞争优势。公司经营的核心产品包括：金属矿产、能源化工、农产品，三者合计占贸易业务收入的 93%以上。

（1）大宗商品采购分销

业务模式

公司主要通过汇聚产业链上下游客户的需求，同时嫁接大宗商品物流服务、供应链金融服务，整合形成了从上游原料采购到下游产品销售的全程供应链综合服务平台，为客户提供原材料采购、产成品销售、物流运输、库存管

理、资金信用等多环节的综合解决方案，借助全产业链综合服务能力和商品研究能力，公司从单一赚取商品价格波动差价逐步升级为获取综合服务收益（涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益），并在为客户实现降本增效的同时获取供应链增值服务收益。

公司大宗商品采购分销业务分为国内业务和进出口业务，以国内业务为主，2016—2018 年，国内业务比重分别为 80.12%、81.40%和 82.12%。目前，公司国内业务已形成以厦门、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、华南地区、华北地区；进出口业务则以进口为主，主要集中在亚洲和拉美。

采购模式方面，公司在主要经营产品行业领域与相应的业内知名的生产商建立了长期

的、良好的合作伙伴关系，在采购定价上，除了随行就市的一对一谈判外，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在结价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2018年，公司前五大供应商占采购总额的比重为22.58%，集中度一般。公司在上游供应商的结算方式方面，主要包括款到发货、银行承兑汇票和信用证方式。

销售模式方面，公司客户包括流通型客户和产业型客户。近年来，公司主动进行客户结构调整，逐步提升产业型客户的比重，增加长约业务比重。在与下游客户的结算方式方面，主要包括款到发货、信用证、银行承兑汇票等方式，少量通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，公司为确保控制货权，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。在具体比例上，约30%通过信用证方式，约30%通过银行承兑

汇票方式，约40%通过现金或银行汇款方式。2018年，公司前五大客户销售额占销售总额的比重为13.01%，集中度一般。

市场波动风险管理措施：公司为规避价格剧烈波动对大宗商品贸易业务的影响，通过利用二次定价、公式结价、提供保证金、进行市场行业行情研判，同时还利用期货市场规避风险的功能，在期货市场采用远期合同提前卖出，以避免后期价格大幅下跌可能造成的损失；或者在期货市场订购远期货物的方法，以避免后期价格大幅上涨造成的订单利润被侵蚀的风险，一定程度上对抵本公司大宗商品贸易业务因价格剧烈变动产生的风险。套期保值主要分为买入套期保值和卖出套期保值。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，对于难以同时满足套期保值会计要求的期货合约，未使用套期保值会计处理方法，其持有和处置收益体现在公允价值变动损益和投资收益中。公司根据《企业会计准则第24号-套期保值》进行会计处理，期货持有期间价值波动计入公允价值变动损益及衍生金融资产/负债，期货平仓后收益/亏损计入投资收益。

表3 公司贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	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	136.84	25.65
金属矿产	796.56	69.21	1374.68	69.32	1404.95	62.15	342.74	64.26
农产品	75.53	6.56	93.50	4.71	171.50	7.59	46.26	8.67
其他	73.01	6.34	57.13	2.88	36.75	1.63	7.57	1.42
合计	1150.93	100.00	1983.17	100.00	2260.47	100.00	533.40	100.00

资料来源：公司提供

注：2016年其他贸易品种包含平行进口车、白银和其他产品等；2017-2018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；2017年煤炭分类至金属矿产，2018年重分类至能源化工；贸易业务收入合计数与表2中大宗商品采购分销服务及物流服务的差异主要为物流相关收入

金属矿产

金属矿产主要包括黑色金属（含钢材）、有色金属、矿产品类等；2018年占比分别为66.27%、24.70%和9.04%。近年来，公司向

整合钢厂、不锈钢等资源，向下开发核心经销商客户；针对核心经销商客户，通过在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市建立的物流服务能力，提供钢铁仓储加工、国

内运输、进出口代理等服务，针对核心生产型钢厂客户，提供原辅材料采购供应服务、产成品销售服务以及相关配套仓储物流和加工服务，通过一条龙配套服务提高客户粘性并获取增值服务收益。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。2018年公司金属矿产实现收入1404.95亿元，同比增长13.04%（已剔除煤炭业务重分类影响）；金属类合计销售数量5713.23万吨。

目前公司金属矿产板块除以事业部形式开展的金属矿产贸易外，还包括实体企业全程供应链服务模式。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；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。

截至2019年3月底，公司第一种服务模式的实体企业全程供应链服务项目共3个，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。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，原材料及成品均计入公司存货。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。2018年，第一种服务模式的实体企业全程供应链服务收入353.84亿元，同比下降12.30%，主要是由于2018年公司为进一步提升经营质量，优化业务结构，调整低价值业务所致，当期实现毛利率0.80%，毛利率水平不高。截至2019年3月底，长期稳定且体量较大的代采代销主要合作客户共1家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁；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。2018年，公司该模式为金属材料贸易贡献收入349.69亿元，同比大幅增长

79.59%，主要是由于客户生产稳定，需求量增加所致。

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%），并收购厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股59.21%）等，由公司控股并派驻总经理、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。2018年合资公司为公司金属材料贡献收入228.82亿元，同比大幅增加152.55亿元，主要是由于铝产品供应链业务拓展所致。

能源化工

能源化工产品贸易品种主要以有机类、塑化类、煤炭为主，2018年，能源化工产品进出口贸易及国内贸易占比分别为24.33%和75.67%，毛利率分别为2.25%和1.77%。公司能源化工产品目前以河北、上海、福建、广东等地区为核心，依托各地分公司搭建起较为完整的华北、华东、华南全国销售网络。以直接销售给下游厂家为主，同时与市场中的主要贸易商建立联系，作为备用销售渠道。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等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。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。

2016—2018年，公司能源化工产品贸易逐年增长，2018年，公司化工产品贸易收入大幅增长41.37%至647.27亿元，主要是由于2018年度将煤炭业务从金属类调整到能源化工类，煤炭业务拓展所致。2019年1—3月，公司化工产品实现收入136.84亿元，同比增长78.81%。

农产品

公司农产品主要以粮食类、油脂油料类和木材类为主，经营主体主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）和厦门象屿农产品有限责任公司。公司于2013年9月出资4亿元设立象屿农产（成立之初公司持股比例为80%）；2018年11月，公司完成收购象屿农产20%股份，对象屿农产持股比例上升至100%。截至目前，象屿农产注册资本21.25亿元，为公司全资子公司。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、收购、仓储、物流、分销等业务（仅粮食采购分销业务计入大宗商品采购分销服务，其余归属农产品物流服务）。

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种植资源，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优质粮食资源；饲料原料类以上海、天津、广州等各分公司为依托，辐射华东、华中、华北、东北、西北、华南、西南各地市场；油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心，向华南、华东、华北和福建市场进行辐射。

公司粮食贸易供应商以当地农户和中小型企业为主，供应商较为分散；下游客户主要为大型深加工、养殖及饲料企业，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企业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。

2016—2018年，公司农产品逐年增长，2018年农产品国内贸易和进出口贸易占比分别为73.47%和26.53%，毛利率分别为7.79%和1.70%，同比均有所下滑。2018年农产品收入171.50亿元，同比大幅增长83.42%，主要是由于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。

其他产品

公司经营的其他贸易产品包括平行进口

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。2018年，公司其他贸易产品合计收入36.75亿元，同比下降35.67%，主要是由于国家政策及贸易环境影响，汽车供应链规模下降所致。

公司于2015年开始经营平行进口汽车业务，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51%），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，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。2016—2018年，公司汽车供应链业务分别进口代理车辆10439台、13890台和9700台，实现收入分别为36.19亿元、49.25亿元和31.17亿元。

（2）大宗商品物流服务

2018年，公司通过控股象道物流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，截至目前，已构建并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系。

基础物流服务

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。公司基于较为完善的基础设施（仓库、堆场、专业物流园区），通过多年经营逐渐培植起集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关、堆场服务、港口服务、园区运营服务等业务为一体的基础物流服务体系。基础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；对于长期合作的客户则在一定信用额度内采用按月结算。近三年，

公司基础物流服务业务实现营业收入分别为 21.05 亿元、31.63 亿元和 37.73 亿元。

堆场方面，截至 2019 年 3 月底，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，同时公司拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料，可提供冷冻箱 PTI、冻柜商检，以及 24 小时码头不间断跟踪、监管及维修等各项服务。公司通过为客户提供港口装卸及堆场服务，获取港杂费、吊卸费、修理费、仓储费、堆存费、操作服务费等。

仓储方面，截至 2019 年 3 月底，公司基础物流体系在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 43.82 万平方米，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、武汉、临沂等。公司通过为客户提供仓储保管、装卸、加工、租赁服务等，获取仓储管理费用、初加工费用和租赁费用。

运输服务方面，公司与国内各大口岸的物流供方签订了长期合作协议，与国内多家内贸散货、集装箱船公司保持着良好的战略合作关系，拥有完善的海外代理网络，获得主营航线上的仓位保障，可为客户提供大体量、长距离、低成本的水运服务；公司下属子公司厦门象屿物流配送中心有限公司是厦门第一个以城市城际配送和货运站功能于一体的大型配送项目，包括 23000 平方米的仓库、32000 平方米的货运站及 6000 平方米的配套停车场，整合了厦门始发至国内 90% 的陆运网络，是福建省规模最大的道路运输型配送中心。截至 2019 年 3 月底，公司在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。公司通过为客户提供集装箱运输、装卸、汽车短驳、铁路运输服务代理等，获取运输费或服务代理费。

物流园区方面，公司在区域核心城市厦门、泉州、福州、上海、天津等地开发建设并经营专业物流园区，包括厦门国际航运中心、厦门

象屿配送中心、象屿泉州公路港等，初步形成了全国性的物流园区网络，聚合物流、贸易、加工、金融企业，形成产业集群效应，通过向客户提供综合性运营平台，获取租金收入、物业费、广告费、停车费和其他服务费。

农产品物流服务

在农产品业务领域，公司通过延长产业链条，整合生产、流通、消费三大业务环节，在产业链上游，提供土地流转、种肥农机服务、合作种植服务；在产业链中游，提供粮食收购、烘干、仓储、运输各环节流通服务；在产业链下游，为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农产品采购分销服务（计入大宗商品采购分销）。

基础设施方面，截至 2019 年 3 月底，公司已在粮食产区以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化、甘南、梅里斯九大综合仓储物流中心为核心节点，配备烘干、铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车 1250 余节、敞顶箱（箱）1100 余个，辐射周边 40 多个收购网点，服务农民售粮、国家粮食收储、下游粮食深加工、养殖和饲料生产企业的原料供应，目前公司自有和合作仓容已超过 1500 万吨，辐射周边粮源 2500 万吨，管理国储粮食库存总量近 1100 万吨。公司在北方港区与锦州港、大连港、北良港、营口港合作经营和管理近 50 万吨港区库容，铁路运输范围覆盖东北三省，年运力超过 400 万吨。同时，公司在南方港区经营和管理近 20 万吨港区库容，配载多家船公司 10 余条航线资源。目前已通过收储、运输和集散，构建了一条连贯产区、港区与销区的农产品物流服务体系。公司还开展了粮食国家临储业务，按照国家规定的收储价格向农民收购粮食，经过烘干、仓储，再运输交给国家指定粮库。

盈利模式方面，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。同时通过经营粮食国储临储业务，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。

截至 2018 年底，象屿农产总资产 147.47 亿元，所有者权益 41.61 亿元，2018 年实现营业收入 117.98 亿元，同比大幅增长 89.39%，主

要是由于公司农产品采购分销业务规模大幅增长所致，当期实现净利润 4.13 亿元，经营活动现金流量净额-2.20 亿元。2019 年 3 月底，象屿农产总资产 153.74 亿元，所有者权益 42.17 亿元，2019 年 1—3 月实现营业收入 33.09 亿元，实现净利润 0.61 亿元，经营活动现金流量净额 0.09 亿元。

表 4 粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	125346.56	55.10	106923.91	60.23	96718.07	61.52	19405.99	56.79
装卸收入	25222.45	40.24	4268.69	-37.93	9632.76	57.34	716.58	-101.16
烘干收入	9947.60	-15.84	615.81	-909.26	1609.67	-32.86	93.94	-810.45
合计	160516.61	48.37	111808.41	51.15	107960.49	59.74	20216.51	47.16

资料来源：公司提供

注：2018 年，由于装卸收入高且出库收入集中在四五月后，出库毛利高，导致装卸毛利率较高；2018-2019 产季国储收购烘干量小导致 2019 年 1-3 月收入低，但是仍存在固定资产折旧，所以导致毛利率亏损扩大

① 合作种植

象屿农产合作种植业务模式：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。

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，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，合作种植规模同比大幅下降。2018 年度开展种植业务面积达

15.26 万亩，合作种植规模仍处于较低水平。

② 粮食收储

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，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，2018 年 9 月下降为 74 元/吨；粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓。

公司在收粮过程中代收粮食不计入公司存货，为扩大收储规模，象屿农产在开秤前通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）的自营贷款及委托贷款业务，向农户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务。发放给农户和收粮经纪人的自营贷款和委托贷款一般在收粮季期间陆续收

⁵ 其中收粮费用补贴直接冲抵收粮成本，保管费用进仓储收入，收粮费用、出库费用、烘干、装卸费用都进其他业务收入。

回。截至 2019 年 3 月底，象屿小贷发放贷款余额合计 6510.12 万元，其中自营贷款余额 5910.12 万元，全部为对农户的放贷，其余为公司通过象屿小贷对工业客户发放的委托贷款余额 600 万元，截至 2019 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

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；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；2018—2019 年收粮季，公司收储水稻 28 万吨，未收储玉米。截至 2018 年底，公司经营和管理的粮食仓容超过 1500 万吨，管理国储粮食库存总量 1086 万吨。

粮食出库方面，2016—2018 年，公司粮食分别出库 13.11 万吨、185.88 万吨和 236.9 万吨，受管理国储粮食规模下降、收储规模下降影响，公司 2018 年国储粮仓储收入 9.67 亿元，同比下降 9.54%，玉米陈粮轮出速度较慢，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。

铁路物流服务

公司于 2017 年 6 月与五店港物流合资成立象道物流（截至 2019 年 3 月底，公司持股 60%），正式进入铁路物流领域，于 2018 年 5 月完成对象道物流 20% 股权收购实现控股，将其纳入合并范围同时获得了铁路物流网络核心资产。

公司结合大宗物资流通服务需要，依托现有集装箱和专线资源优势为产业链上下游客户提供门到门、门到站、站到站等全程多式联运服务业务与节点场站中转综合服务。截至 2018 年底，象道物流注册资本 15.00 亿元，资产总额 45.49 亿元，权益总额 16.94 亿元，2018 年营业收入⁶19.17 亿元，净利润 1.82 亿元。

目前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，长期合作客户允许有一定的账期，同时通过掌握货权预防应收款风险，即控制客户未提货货值保持超过应收货款金额。2018 年，象道物流共经营货量 1234 万吨，其中发送 566 万吨、到达 351 万吨、仓储 317 万吨，主要品种是煤炭、氧化铝、铝锭、瓷砖。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为 51.39%；下游前五大客户占营业收入比例为 40.80%，其中下游关联销售规模占比 16.41%。

公司在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、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（配备铁路专用线），拥有自备集装箱逾 21000 个，配套集装箱堆场和仓库面积逾 220 万平方米，20 多个常驻业务网点遍布全国，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

3. 经营效率

2016—2018 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呈波动增长趋势，三年加权平均值分别为 57.01 次、16.53 次和 4.66 次，2018 年分别为 56.18 次、16.45 次和 4.66 次。总体看，公司经营效率高。

4. 在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目 6 个，项目总投资 26.94 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 16.88 亿元，2019 年 4-12 月计划投资 10.07 亿元，公司未来投资规模可控。

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 3.60 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 81.00%；

⁶ 2018 年 5 月底非同一控制下企业合并纳入本公司合并范围，此处填制的损益数据为象道物流 2018 全年数据。

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 2019 年 3 月底已投资 86.58%。

绥化象屿金谷 30 万吨罩棚项目由绥化象屿金谷农产有限责任公司负责建设，建设地点位于绥化市北林区张维镇三组，项目总投资 1.59 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 1.17 亿元。项目新建罩棚仓 6 栋，设计总仓容 30 万吨，以散粮方式接收和发放粮食，同时建设相关配套工艺设施；建设潮粮堆场、排水沟、桥涵及仓周围地面硬化等附属配套设施。

巩义象道货场建设项目由巩义市象道物流有限公司负责建设，项目总投资 4.01 亿元，截

至 2019 年 3 月底已投资 2.31 亿元，其中自有土地 133 亩正用于铁路专用线施工建设中，未来将拥有两条专用线及十万平方仓库。

安阳象道货场建设项目总投资 8.07 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 3.48 亿元，安阳象道国际物流园铁路专用线工程将建成自有铁路专用线 6 条。

息烽象道货场建设项目由息烽象道物流有限公司负责建设，将自有的 200 亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，项目总投资 4.52 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 2.55 亿元，未来将拥有自有铁路专用线三条以及 8 万平方米左右仓库。

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

表 5 截至 2019 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	截至 2019 年 3 月底投资进度	截至 2019 年 3 月底已投资	2019 年 4-12 月计划投资
江苏大丰铁矿石加工项目	35972.00	81.00%	29142.00	6830.00
富锦金谷铁路发放系统项目	51583.00	86.58%	44662.00	6921.00
绥化象屿金谷 30 万吨罩棚项目	15857.76	73.58%	11667.88	4189.88
巩义象道货场建设项目	40067.87	57.59%	23074.08	16993.79
安阳象道货场建设项目	80723.00	43.06%	34758.00	45965.00
息烽象道货场建设项目	45214.47	56.31%	25459.53	19754.94
合计	269418.10	--	168763.49	100654.61

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司确立以建设互利共赢的绿色供应链为使命，以“创造流通价值，服务企业成长”为宗旨，立足供应链，服务产业链，依托先进的供应链管理理念、完善的一体化流通服务和强大的资源支撑，为客户提供供应链服务，与客户分享供应链增值收益，力争成为中国一流的供应链管理、投资、运营服务商。产业发展方面，在进一步夯实和优化大宗商品采购供应、综合物流服务、物流园区开发运营等三大服务平台的基础上，继续巩固并强化农产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等核心产品供应

链服务体系，提高市场占有率、提升资产收益率。

发展模式方面，公司强调内涵式增长和外延式增长同步、资源内部协同与外部整合同步、流通服务和实业资源同步、国际市场和国内市场同步，坚持产资结合、双轮驱动。结构优化方面，在巩固、整合、优化、加强核心产品供应链服务体系的基础上，深度挖掘产业链上的战略合作机会，提升供应链综合服务收益；积极探索培植收益率较高的新产品供应链，优化产业结构、分散经营风险、提高经济效益。区域发展布局方面，把握“一带一路”、福建自

贸区、海西经济区等重大战略机遇，结合国家政策导向及资源分布情况，通过多种方式布局关键的物流节点和市场网络，推动完善国内国际两个市场的物流服务体系搭建，着力提升物流资源整合能力和物流技术运用能力，重点培植专业细分领域物流能力，构建国内外多式联运物流服务体系。

总体看，公司未来将整合自身资源，合理调整定位，未来发展思路清晰。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该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2019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，公司合并范围较2017年增加33家公司，其中合并象道物流等38家公司，减少嫩江富达商贸有限公司等5家公司。截至2019年3月底，纳入合并报表的子公司共140家，较2018年底合并范围新增4家公司。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

2019年8月28日，公司第七届董事会第四十次会议审议通过，公司对2018年财务报表会计差错事项进行了调整，具体情况为：2019年7月，根据银保监会90天以上逾期贷款全部纳入不良贷款考核口径及相关拨备覆盖率的监管要求，公司联营企业哈尔滨农村商业银行股份有限公司调整2018年贷款损失准备提取金额并用一般风险准备金弥补未分配利润负数，从而调节其2018年末归属于母公司所有者权益7.10亿元，调减2018年度净利润7.10亿元，调减2019年度年初归属于母公司所有者权益7.10亿元。公司按持股比例相调减2018年度投资收益7029.00万元，调减2018年度净利润7029.00万元，调减2019年初未分配利润和长期股权投资

7029.00万元。以下分析中的数据仍采用2018年审计报告中调整前的数据。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为547.93亿元，所有者权益为195.19亿元（含少数股东权益73.41亿元）；2018年，公司实现营业收入2340.08亿元，利润总额19.28亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为659.89亿元，所有者权益为192.15亿元（含少数股东权益68.54亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入552.20亿元，利润总额4.50亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额持续增长，年均复合增长率为27.12%。截至2018年底，公司资产总额为547.93亿元，同比增长20.28%。截至2018年底，公司流动资产占70.87%，非流动资产占29.13%，公司资产结构仍以流动资产为主。

2016—2018年，公司流动资产持续增长，年均复合增长率为28.87%。截至2018年底，公司流动资产为388.33亿元，同比增长16.76%，主要由货币资金（占18.09%）、预付账款（占17.68%）和存货（占39.84%）构成。

2016—2018年，公司货币资金持续增长，年均复合增长率为77.55%。截至2018年底，公司货币资金为70.25亿元，同比大幅增长45.43%，主要系公司供应链业务规模扩大储备资金增加所致。公司货币资金中使用受限的金额为5.76亿元，主要为保证金和冻结款等。

2016—2018年，公司应收账款波动增长，年均复合增长率为31.73%。截至2018年底，公司应收账款为48.80亿元，同比增长88.78%，主要系公司采用赊销和信用证结算的业务增加所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款组合账面价值48.70亿元，0-6个月的占92.98%，7-12个月的占2.83%，整体账龄较短。欠款方前五名共计占应收账款余额的29.52%，集中度一般。公司累计计提应收账款坏账准备3.63亿元，综合计提比例为6.92%。

2016—2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长率为 17.81%。截至 2018 年底，公司预付款项为 68.66 亿元，同比变动不大。其中账龄在 1 年以内的占 91.80%，整体账龄短。

2016—2018 年，公司存货持续增长，年均复合增长率为 24.31%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 154.70 亿元，同比增长 26.85%，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 86.69%）为主。公司累计计提库存跌价准备 3.42 亿元，累计计提坏账比例为 2.16%。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长率为 50.19%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 28.32 亿元，同比下降 39.94%，主要系公司子公司象屿小贷于年底前陆续收回贷款本金所致，2017 年底规模大主要系当期开秤晚，本金主要于次年一季度收回所致。截至 2018 年底，其他流动资产主要包括理财产品 10.99 亿元、资金信托计划 2.00 亿元、进项税额 9.00 亿元和贷款业务 2.25 亿元。

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 23.12%。截至 2018 年底，公司非流动资产为 159.60 亿元，同比增长 29.78%，主要由固定资产（占 58.55%）和无形资产（占 11.26%）构成。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产持续下降，年均复合变动率为-58.86%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 1.06 亿元，同比减少 4.66 亿元，主要系卖出恒力股份股票及增加信托所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资同比下降 23.13%至 14.74 亿元，主要为公司收购象道物流 20%股权，将其纳入合并范围所致，截至 2018 年底，公司长期股权投资主要包括厦门集装箱码头集团有限公司 7.50 亿元和哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.67 亿元，当期权益法确认的投资收益为 1.39 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长率为 38.35%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 93.45 亿元，同比增

长 56.11%，主要是由于象道物流纳入合并范围及部分在建工程转固所致，公司累计计提固定资产折旧 12.07 亿元，累计计提减值准备 142.14 万元。

2016—2018 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长率为 51.16%。截至 2018 年底，公司在建工程同比增长 80.02%至 12.01 亿元，主要是由于当期公司将象道物流纳入合并范围所致，截至 2018 年底，在建工程主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 4.19 亿元、巩义象道物流有限公司铁路专用线工程 2.45 亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.68 亿元；当期转入固定资产金额为 6.28 亿元，合并增加 3.96 亿元。

2016—2018 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长率为 31.10%。截至 2018 年底，公司无形资产同比增长 47.82%至 17.98 亿元，主要是由于企业合并增加土地使用权 6.16 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产逐年下降，年均复合变动率为-51.03%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 1.94 亿元，同比下降 60.28%，主要是当期收购资产冲减预付投资款以及委贷业务分批到期回款所致，截至 2019 年 5 月 11 日，委托贷款已全部收回。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 659.89 亿元，较 2018 年底增长 20.43%；流动资产占比为 75.43%，仍以流动资产为主。货币资金降至 53.51 亿元；应收账款及预付账款均较 2018 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；存货较 2018 年底增长 41.88%至 219.49 亿元，主要是供应链业务发展需要增加存货储备所致；其他流动资产较 2018 年底下降 31.33%至 19.45 亿元，主要系根据新金融工具准则，将原计入其他流动资产的项目转入交易性金融资产，其他科目变动不大。

截至 2018 年底，公司资产受限规模合计 37.62 亿元，主要包括受限其他货币资金 5.76

亿元、受限存货 2.29 亿元、受限其他流动资产 2.52 亿元、受限投资性房地产 3.54 亿元、受限无形资产 4.15 亿元和受限固定资产 18.67 亿元。

近年来，随着业务规模扩大及象道物流的并表，公司资产总额持续增长，存货、预付款项及应收账款规模较大，对资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为 33.21%。其中截至 2017 年底，公司股本及资本公积同比增长主要是由于完成配股发行所致；截至 2018 年底，公司所有者权益为 195.19 亿元（其中少数股东权益 73.41 亿元），同比增长 21.67%，主要系公司发行永续中期票据及少数股东权益增加所致。其中归属于母公司权益 121.78 亿元中，股本占 17.72%、资本公积占 36.23%、其他权益工具占 20.53%、未分配利润占 24.38%。公司股本同比增长 48.00%，同时资本公积同比下降 13.85%，主要是当期资本公积转增股本所致；公司其他权益工具 25.00 亿元，主要包括 2017 年发行的 10 亿元永续中期票据“17 象屿股份 MTN001”（5+N 年）、2017 年发行的 10 亿元的可续期信托贷款（3+N 年）以及 2018 年发行的 5 亿元永续中期票据“18 象屿股份 MTN001”（3+N 年）。截至 2018 年底，公司少数股东权益为 73.41 亿元，同比增长 44.03%，主要是由于子公司发行可续期信托贷款及子公司少数股东增资所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 192.15 亿元，其中少数股东权益 68.54 亿元，分别较 2018 年底下降 1.56% 和 6.63%，其他各科目较上年变化不大。

近年来，公司完成象道物流并表以及发行永续债券，所有者权益保持增长，所有者权益稳定性一般。

负债

2016—2018 年，公司负债持续增长，年均复合增长率为 24.09%。截至 2018 年底，公司负债合计为 352.74 亿元，同比增长 19.52%；其中流动负债占 81.87%，构成以流动负债为主，债务构成变化不大。

2016—2018 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长率为 15.93%。截至 2018 年底，公司流动负债为 288.78 亿元，同比增长 8.42%，主要由短期借款（占 36.01%）、应付票据（占 19.98%）、应付账款（占 17.62%）和预收款项（占 15.92%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长率为 20.87%。截至 2018 年底，公司短期借款为 104.00 亿元，同比小幅下降 10.18%。随着公司业务规模的扩大，公司应付票据及应付账款快速增长，截至 2018 年底，公司应付票据和应付账款分别为 57.70 亿元和 50.88 亿元，同比分别增长 79.66% 和 11.91%；公司应付账款主要为应付货款 39.16 亿元。

2016—2018 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长率为 25.17%。截至 2018 年底，预收款项为 45.97 亿元，同比下降 10.21%，其中预收货款占 98.57%。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 112.05%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 63.96 亿元，同比增长 122.24%，构成主要为长期借款（占 58.64%）和应付债券（占 15.57%）。

2016—2018 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长率为 128.21%。截至 2018 年底，公司长期借款为 37.51 亿元，同比大幅增长 256.59%，主要是由于公司合并范围纳入象道物流，新增象道物流长期借款所致。截至 2018 年底，公司应付债券为 9.96 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。截至 2018 年底，公司其他非流动负债新增 6.00 亿元，主要为应付控股股东象屿集团的长期借款。

2016—2018 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长率为 28.19%。截至 2018 年底，公司全部债务为 229.49 亿元，同比增长 29.96%；其中短期债务占 75.18%，以短期债务为主。公司 2018 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 22.59%、54.04%和 64.38%。若将公司计入其他权益工具的 25 亿元永续债务纳入长期债务，上述三项指标分别为 32.50%、59.93%和 68.94%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 467.74 亿元，较 2018 年底增长 32.60%。流动负债增长 38.73%至 400.62 亿元，其中，短期借款较 2018 年底增长 78.66%至 185.81 亿元，主要是供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；其他应付款⁷较 2018 年底增长 309.71%至 25.64 亿元，主要是增加与控股股东象屿集团 20.15 亿元借款所致。

截至2019年3月底，公司全部债务为335.99 亿元，较上年底大幅增长46.41%，其中短期债务占81.93%。截至2019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24.01%、63.62%和70.88%。若将公司计入其他权益工具的25亿元永续债务纳入长期债务，上述三项指标分别为33.90%、68.35%和 74.67%。

近年来，随着公司物流供应链业务延续扩张以及象道物流并表，公司债务规模快速增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重，期限结构有待优化。

4. 盈利能力

近年来，随着公司供应链业务的拓展，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长率为 40.19%。2018 年，公司实现营业收入 2340.08 亿元，同比增长 15.11%，营业成本 2275.70 亿元，同比增长 14.60%。近三年，公司营业利润率有所波动，2018 年为 2.66%，同比小幅提升。

2016—2018 年，随着业务规模的扩大，公

司期间费用保持增长，年均复合增长率为 38.30%。2018 年，公司期间费用合计 47.54 亿元，同比增长 33.45%，主要来自销售费用和财务费用的增长。2018 年，销售费用为 28.93 亿元，同比增长 23.62%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。财务费用为 12.34 亿元，同比增长 58.21%，主要是由于公司利息支出增长同时当期汇兑损失 2.47 亿元（2018 年为汇兑收益 0.58 亿元）所致。2018 年，期间费用合计占营业收入的比例为 2.03%。

非经营性损益方面，2016—2018 年，公司资产减值损失较为稳定，2018 年，公司资产减值损失 4.69 亿元，同比变化不大，主要包括坏账损失 1.52 亿元和存货跌价损失 3.05 亿元。公允价值变动收益近三年波动较大，2018 年，公司发生公允价值变动收益 -0.57 亿元，较上年的 3.80 亿元大幅下降，主要是 2017 年公允价值变动系期货合约浮盈所致；2018 年公允价值变动系衍生金融工具产生的公允价值变动收益 -1.58 亿元，主要系远期结售汇合约浮盈较去年同期减少所致。

2016—2018 年，公司投资收益保持增长，2018 年，公司投资收益大幅增长至 6.89 亿元（上年为 1.81 亿元），主要包括权益法核算的长期股权投资收益 1.39 亿元，处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.68 亿元（系出售恒力股份股票所致），处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得投资收益 3.06 亿元（主要系期货合约投资收益 1.86 亿元）。公司其他收益主要为各类政府补贴，2017—2018 年分别为 1.19 亿元和 1.66 亿元。2018 年营业外收入 1.41 亿元，主要包含赔偿金、违约金 0.91 亿元以及政府补助 0.31 亿元。

2016—2018 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长率为 54.62%。2018 年，公司实现利润总额 19.28 亿元，同比增长 49.96%。其中，公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入合计为 9.39 亿元，同比增长 21.78%，占利润总额的 48.69%，对利润总额形成一定补

⁷非报表披露口径（不含应付利息、应付股利）。

充。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率均保持增长，三年加权平均值分别为 5.34% 和 6.97%，2018 年两项指标分别为 5.66% 和 7.76%，均较 2017 年小幅提升。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 552.20 亿元，同比增长 18.27%，营业利润率为 3.30%。同期，公司销售费用同比增长 72.65% 至 8.66 亿元，主要系铝产品等核心产品供应链业务中物流配套服务增加，同时煤炭、农产品业务量增长，相应运输、港口费用增加所致；当期财务费用较上年同期增长 200.46% 至 2.61 亿元，主要是由于融资规模增加同时汇兑盈利减少，2018 年 1—3 月实现 1.17 亿元，而 2019 年 1—3 月仅为 0.10 亿元。2019 年 1—3 月，公司获得投资收益 0.81 亿元，主要是期货套保业务投资收益增加，同时上年同期出售恒力股份股票取得收益当期未发生。公司实现利润总额 4.50 亿元，同比下降 8.07%。

近年来，随着公司供应链业务的快速拓展，公司收入规模持续提升，期间费用增长明显，对利润形成侵蚀，非经常性损益规模易受期货套保影响，波动性较大，整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长率为 39.04%。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入量分别为 2633.60 亿元和 2641.39 亿元，同比分别增长 10.43% 和 10.48%。同期，公司经营活动产生的现金流出保持增长，年均复合增长率为 39.65%。2018 年，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分别为 2567.35 亿元和 2621.12 亿元，分别同比增长 8.34% 和 8.32%。从收入实现能力看，近三年公司现金收入比有所波动，2018 年同比减少 4.76

个百分点至 112.54%。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流净额波动较大，分别为 22.22 亿元、-28.94 亿元和 20.28 亿元，其中 2018 年公司经营活动产生的现金流净额实现转负为正，主要是由于公司供应链业务优化结算方式，较多使用票据支付货款及粮食业务加速资金回笼所致。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流入持续增长，年均复合增长率为 66.33%。2018 年公司投资活动现金流入量为 27.73 亿元，同比变动不大，主要为收回投资收到的现金（20.37 亿元）及取得投资收益收到的现金 5.87 亿元；同期，公司投资活动现金流出 44.07 亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 13.78 亿元；投资支付的现金 29.81 亿元。2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -35.95 亿元、-15.30 亿元和 -16.34 亿元，投资活动现金仍存在缺口。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流入波动增长，年均复合增长率为 23.23%。2018 年，公司筹资活动现金流入 469.78 亿元，主要为取得借款收到的现金 426.54 亿元和吸收投资收到的现金 40.06 亿元；近三年，公司筹资活动现金流出持续增长，2018 年筹资活动现金流出为 453.37 亿元，主要为偿还债务支付现金 422.91 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金净流量净额有所波动，分别为 15.57 亿元、67.53 亿元和 16.40 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -114.43 亿元，主要是由于供应链业务规模扩张采购备货所致；当期投资活动产生的现金流量净额为 -13.17 亿元；公司供应链业务开展，公司资金需求增加，当期筹资活动现金流量净额为 101.55 亿元。

总体看，供应链业务作为资金密集型行业，日常资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响，季度波动较大，2018 年全年公司资金回款有所改善，考虑到公司存在一定投

资支出，对外融资需求将持续存在。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率逐年提升，三年加权平均值分别为126.46%和76.62%，截至2018年底分别为134.47%和80.90%，同比均小幅上升；截至2019年3月底，上述两项指标分别为124.25%和69.46%。近三年，公司经营现金流动负债比有所波动，2018年为7.02%，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA持续增长，2018年为33.49亿元，同比增长37.48%。近三年，EBITDA利息倍数稳定增长，全部债务/EBITDA倍数逐年下降，2018年分别为3.62倍和6.85倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

截至2019年3月底，公司（含子公司）尚未了结的未决诉讼或仲裁共计86项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），基本系业务合同纠纷。上述86起未决诉讼或仲裁中，公司作为原告的案件有81件，涉及金额为129145.67万元。其中，已进入执行阶段（包括执行中、已调解、已撤诉、已判决）的案件共68起，涉及金额104384.91万元；作为被告的案件有5件，涉及金额为4103.00万元，其中已进入执行阶段（包括执行中、已判决、已撤诉、已调解、已仲裁）共2起，涉及金额3106.00万元。截至2019年3月底，公司上述案件已累计计提坏账准备41691.40万元及存货跌价准备1867.23万元。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信777.80亿元，尚未使用额度为337.66亿元，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. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为129.16亿元，其中流动资产为34.48亿元，非流动资

产为94.69亿元，资产结构以流动资产为主；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为5.62亿元和22.19亿元；非流动资产主要是长期股权投资92.95亿元。截至2018年底，母公司负债合计24.39亿元，其中流动负债为11.86亿元，非流动负债为12.54亿元；流动负债以短期借款和其他应付款为主，分别为5.00亿元和2.37亿元；非流动负债以应付债券为主，为9.96亿元。2018年底，母公司有息债务合计20.62亿元，资产负债率为18.89%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计104.77亿元，其中股本为21.57亿元，其他权益工具为25.00亿元（主要为永续债券），资本公积为54.59亿元。

截至2019年3月底，母公司资产总额为136.65亿元，资产结构以非流动资产为主（96.04亿元）。同期，母公司负债合计32.24亿元，较2018年底增长32.17%，主要来自长期借款的增长。所有者权益合计104.41亿元。

盈利能力方面，2018年，母公司营业收入为0.75亿元，营业成本为85.18万元，投资收益为3.18亿元，利润总额为2.76亿元。2019年1-3月，母公司实现营业收入481.31万元，利润总额-31.18万元。

2018年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-7.82亿元、-4.18亿元和0.99亿元。

总体看，公司本部有息债务规模可控，利润总额主要依赖投资收益。

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

本期中期票据为永续中期票据，考虑到永续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，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利

率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性小，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

公司本期中期票据发行额度为5亿元，分别占2019年3月底长期债务和全部债务的8.24%和1.49%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至2019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24.01%、63.62%和70.88%。若将公司计入其他权益工具的25亿元永续债务纳入长期债务，上述三项指标分别为33.90%、68.35%和74.67%。以上述调整后的财务指标为基础，本期中期票据发行后则上述三项指标将升至35.18%、68.65%和74.86%，公司债务压力进一步上升。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，发行后公司债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行金额的273.26倍、478.17倍和528.28倍；同期，公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额的3.16倍、4.87倍和6.70倍。总体看，公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强，一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于其他普通债券分期支付压力。

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

象屿集团对本期中期票据提供不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括债券本金、相应票面利息及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息产生的孳息（如有）、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

2. 担保人担保能力分析

（1）主体概况

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28日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为1.38亿元。2007年以来，多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，其中2018年增资1.00亿元。截至2019年3月底，象屿集团注册资本为16.76亿元。象屿集团为国有独资企业，实际控制人为厦门市国资委。

（2）公司治理与战略分析

象屿集团建立了完善的管理制度，资金管理、财务管理、投资管理、融资管理、担保管理等制度较为健全，管理水平符合业务要求。

象屿集团按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系，设总裁（总经理）1名，副总裁（副总经理）3—6名，总裁（总经理）对董事会负责。

总体来看，作为厦门市下属国有贸易集团，象屿集团法人治理结构健全，管理制度完善，能够满足经营发展的需要。

（3）业务发展与风险控制分析

象屿集团已形成供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，其中物流供应链业务主要由象屿股份负责经营，由大宗商品采购分销服务及物流服务（含农产品物流服务）和铁路物流服务构成，在金属矿产、能源化工、农产品等三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。象屿集团土地开发及房地产板块包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，其中房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展到重庆、长沙、福建南平及福州等区域。截至2018年底，象屿集团房地产业务土地储备面积合计136.53万平方米，其中，权益口径土地储备面积68.26万平方米。象屿集团于2014年开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并积极布局玉米深加工板块，目前粮食收储基本处于满仓，玉米深加工业务已于2016年底投产。2018年，

富锦项目及北安生化项目产量分别为 78 万吨和 76 万吨;实现收入分别为 16.44 亿元和 16.23 亿元。象屿集团类金融服务及其他主要涉及资产管理、产业金融、消费金融等领域的投资。2018 年,象屿集团实现营业收入 2414.61 亿元,综合毛利率 3.58%。

(4) 财务质量分析

资产质量方面,近三年,象屿集团资产规模不断扩大,年均增长 26.07%。截至 2018 年底,象屿集团资产总额为 1159.74 亿元,同比增长 26.47%。截至 2018 年底,象屿集团流动资产占 66.35%,非流动资产占 33.65%,流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、存货、其他应收款和其他流动资产等构成,非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产等构成。截至 2019 年 3 月底,象屿集团因用于抵押而所有权或使用权受到限制的资产 193.82 亿元,包括各类土地使用权、在建工程和固定资产等。

负债方面,2016—2018 年,象屿集团负债总额持续增长,年均复合增长率为 26.15%,截至 2018 年底,象屿集团负债合计 801.09 亿元,同比增长 25.93%,流动负债与非流动负债均有较大增长;构成上,流动负债占 68.96%,非流动负债占 31.04%,以流动负债为主。2016—2018 年,象屿集团有息债务逐年增长,截至 2018 年底,全部债务 537.03 亿元,同比增长 23.99%。近三年债务构成中短期债务占比稳定下降,截至 2018 年底短期债务占 56.12%,长期债务占 43.88%,债务构成趋于均衡。债务指标方面,近三年象屿集团资产负债率和全部债务资本化比率略有波动,长期债务资本化比率稳定增长,2018 年底分别为 69.07%、59.96%和 39.65%。

所有者权益方面,2016—2018 年,象屿集团所有者权益逐年增长,年均复合增长 25.91%。截至 2018 年底,象屿集团所有者权益 358.66 亿元(其中少数股东权益 195.59 亿元),同比增长 27.70%,归属于母象屿集团所有者权

益占 45.47%,少数股东权益占 54.53%,少数股东权益占比较高,权益稳定性弱。

盈利能力方面,2016—2018 年,象屿集团营业收入快速增长,年均复合增长 39.58%。2018 年,实现营业收入 2414.61 亿元,同比增长 12.79%。同期,营业成本保持快速增长,年均复合增长率为 40.71%。盈利指标方面,2016—2018 年,象屿集团营业利润率分别为 4.65%、3.27%和 3.37%;总资本收益率和净资产收益率均保持稳定增长,2018 年分别为 4.67%和 6.99%,受益于供应链业务的快速拓展,象屿集团营业收入快速提升,主业盈利能力增强。

短期偿债能力方面,象屿集团流动比率、速动比率 2018 年底分别为 139.27%和 72.61%,象屿集团短期偿债能力一般。长期偿债能力方面,2016—2018 年 EBITDA 持续增长,同期,EBITDA 利息倍数分别为 2.39 倍、2.57 倍和 2.34 倍;全部债务/EBITDA 倍数分别为 10.69 倍、9.81 倍和 9.84 倍,长期偿债能力一般。

表 6 象屿集团主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	39.88	83.52	138.77
资产总额(亿元)	729.64	916.99	1159.74
所有者权益(亿元)	226.24	280.87	358.66
短期债务(亿元)	251.36	297.27	301.36
长期债务(亿元)	65.78	135.85	235.68
全部债务(亿元)	317.14	433.12	537.03
营业收入(亿元)	1239.38	2140.89	2414.61
利润总额(亿元)	17.08	24.30	30.15
EBITDA(亿元)	29.66	44.17	54.57
经营性净现金流(亿元)	-19.37	-56.48	35.20
营业利润率(%)	4.65	3.27	3.37
净资产收益率(%)	5.81	6.47	6.99
资产负债率(%)	68.99	69.37	69.07
全部债务资本化比率(%)	58.36	60.66	59.96
流动比率(%)	122.72	136.17	139.27
经营现金流流动负债比(%)	-4.55	-11.59	6.37
全部债务/EBITDA(倍)	10.69	9.81	9.84
EBITDA 利息倍数(倍)	2.39	2.57	2.34

注:现金类资产中已剔除受限货币资金;其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务;2016-2018 年底所有者权益中分别包含其他权益工具 29.82 亿元、45.00 亿元、93.00 亿元

截至 2019 年 3 月底,象屿集团共获得各商

业银行累计授信总额 1351.06 亿元，已使用额度 763.03 亿元，未使用额度 588.03 亿元；另外象屿股份为国内 A 股上市公司，具备直接融资渠道。整体看，象屿集团融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，象屿集团对外担保余额为 44.16 亿元，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，下属象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 23.20 亿元，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（被担保方为厦门市慈善总会）的银行融资提供担保 1.14 亿元。

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 2019 年 6 月 27 日，象屿集团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。根据象屿集团出具的说明，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。象屿集团对外担保业务中被担保业务余额存在 2000.00 万元关注类，根据象屿集团提供说明，主要是由于象屿集团下属类金融板块子公司与厦门农村商业银行股份有限公司象屿集团（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。象屿集团过往债务履约情况良好。

（5）综合评价

象屿集团作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备优势。近年来，象屿集团深化供应链服务模式，持续整合铁路、公路、港口运输资源，共同带动业务规模大幅提升。象屿集团逐步在粮食产区布局农产品深加工业务，未来随着物流供应链业务模式进一步完善、深加工板块及在建项目的投产，其综合竞争力有望持续提高。经联合资信评估，象屿集团主体长期信用等级为 AAA，评

级展望为稳定。

3. 本期中期票据担保能力

本期中期票据拟发行额度 5 亿元，占象屿集团 2018 年底净资产的 1.39%，所占比例低；象屿集团 2018 年利润总额为 30.15 亿元，本期中期票据拟发行额度占象屿集团利润总额的 16.58%，立即偿还本笔担保债务对象屿集团影响小。总体来看，本笔担保对象屿集团影响小。

十二、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竞争优势。近年来，钢材等大宗商品价格回暖，公司贸易模式日趋成熟，带动业务规模大幅提升，盈利能力不断增强。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，物流网点布局得以完善。

近年来，公司资产总额持续增长，但流动资产中存货及预付款项占比大，对资金形成一定占用，资金需求不断推高债务水平，债务规模快速增长且短期债务占比高，短期偿债压力较大；经营活动现金流受资金需求影响波动大。公司在建及拟建工程未来投资规模可控，但伴随着公司业务的进一步拓展，融资需求将持续存在。

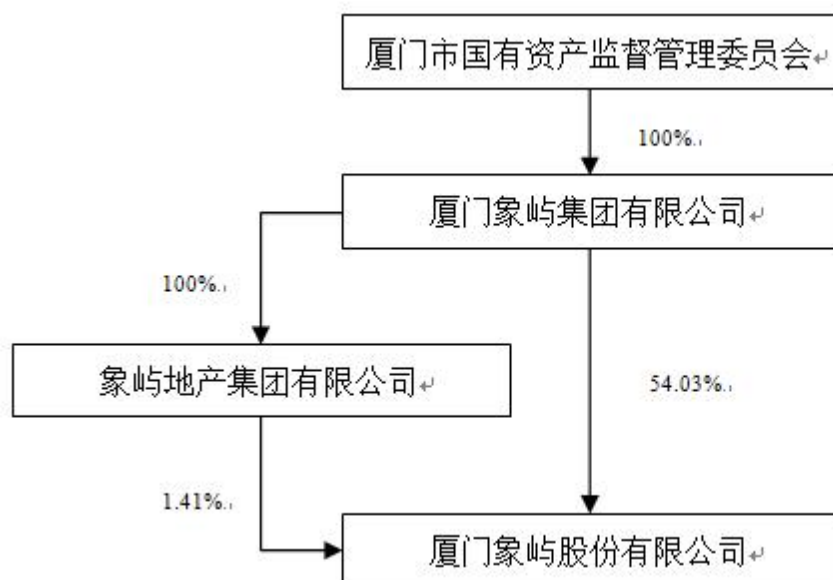
公司通过北粮南运物流体系实现了粮食产区与销区的贯通，未来随着物流资源及供应链业务的进一步整合，公司盈利能力有望得到进一步提高。

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，认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性小。公司经营活动产生的现金流入量

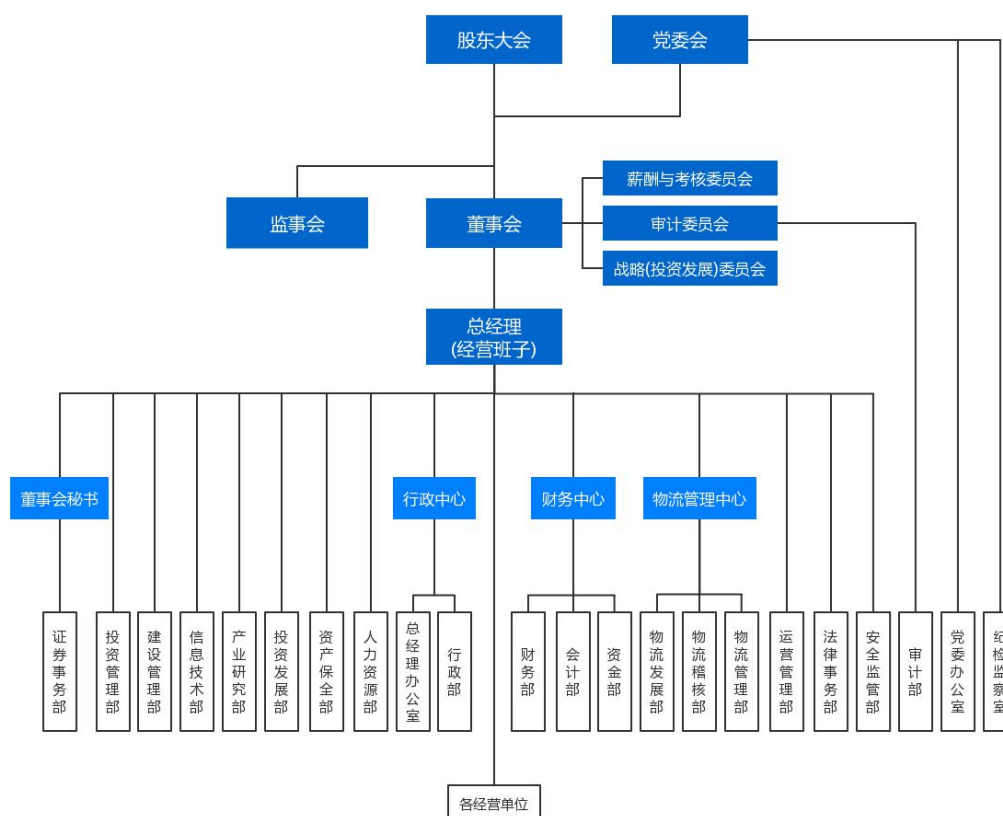
和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

本期中期票据由象屿集团提供不可撤销的连带责任保证担保。基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.39	45.91	67.92	51.82
资产总额(亿元)	339.10	455.56	547.93	659.89
所有者权益(亿元)	110.00	160.43	195.19	192.15
短期债务(亿元)	132.46	155.00	172.54	275.28
长期债务(亿元)	7.20	21.57	56.95	60.71
全部债务(亿元)	139.66	176.58	229.49	335.99
营业收入(亿元)	1190.67	2032.91	2340.08	552.20
利润总额(亿元)	8.06	12.86	19.28	4.50
EBITDA(亿元)	15.80	24.36	33.49	--
经营性净现金流(亿元)	22.22	-28.94	20.28	-114.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	43.51	67.41	56.18	--
存货周转次数(次)	14.69	17.88	16.45	--
总资产周转次数(次)	3.97	5.12	4.66	--
现金收入比(%)	113.96	117.31	112.54	112.28
营业利润率(%)	3.29	2.24	2.66	3.30
总资本收益率(%)	4.71	5.24	5.66	--
净资产收益率(%)	6.12	6.20	7.76	--
长期债务资本化比率(%)	6.14	11.85	22.59	24.01
全部债务资本化比率(%)	55.94	52.40	54.04	63.62
资产负债率(%)	67.56	64.78	64.38	70.88
流动比率(%)	108.82	124.87	134.47	124.25
速动比率(%)	62.22	79.08	80.90	69.46
经营现金流动负债比(%)	10.34	-10.87	7.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	3.16	3.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.84	7.25	6.85	--

注：1、2019 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及质押应收票据；3、2017 年底所有者权益中含 10.00 亿元永续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据，2018 年底及 2019 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元永续期信托贷款和 15.00 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；长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.74	13.09	2.22	4.08
资产总额(亿元)	73.36	125.76	129.16	136.65
所有者权益(亿元)	60.48	100.96	104.77	104.41
短期债务(亿元)	5.95	8.81	9.16	12.31
长期债务(亿元)	0.00	9.94	11.46	15.03
全部债务(亿元)	5.95	18.75	20.62	27.35
营业收入(亿元)	1.00	1.18	0.75	0.05
利润总额(亿元)	4.21	5.10	2.76	0.00
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-1.95	-7.82	0.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.55	--	149.45	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	138.74	62.41	0.29	1718.33
营业利润率(%)	58.17	62.96	95.22	90.45
总资本收益率(%)	6.76	4.53	2.79	--
净资产收益率(%)	7.08	4.69	2.19	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	8.96	9.86	12.59
全部债务资本化比率(%)	8.96	15.66	16.45	20.76
资产负债率(%)	17.55	19.72	18.89	23.59
流动比率(%)	154.53	591.47	290.75	251.78
速动比率(%)	154.53	591.47	290.75	251.78
经营现金流动负债比(%)	1.96	-16.96	-65.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：公司 2019 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 2019 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。