

信用评级公告

联合〔2021〕1711号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿股份有限公司及其拟公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的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 AAA，厦门象屿股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年三月十二日

厦门象屿股份有限公司

公开发行2021年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期公司债券期限：品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

募集资金用途：募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金、偿还公司债务等法律法规允许的用途

评级时间：2021 年 3 月 12 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（打分表）	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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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下属重要的供应链管理与服务商之一，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显著优势。公司通过控股象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）不断完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，带动经营质量提升和风控体系完善，公司综合服务能力明显增强。近年来，公司能源化工、金属矿产和农产品业务量稳定增长，收入规模逐步扩大，提质增效成果显现。同时，联合资信也关注到大宗商品价格波动性较大，公司主营业务毛利率水平有待提升，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金形成明显占用，债务规模扩大且以短期债务为主，经营现金流量净额季节性波动大等因素可能对公司信用状况带来不利影响。

公司 EBITDA 对本期公司债券的保障能力较强。

未来，随着公司供应链业务的提质增效，以及全国性物流平台网络的逐步完善，公司综合竞争力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 外部发展环境良好。厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及所处福建自由贸易试验区厦门片区享有的政策优势为公司创造了良好的外部发展环境。
2. 综合物流服务能力持续提升。公司以象道物流为主体不断完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，有助于公司提高经营效率、加强货权控制、完善风控体系，为未来业务规模增长和盈利质量提升提供了有力支撑。
3. 营业收入稳定增长，经营效率处于行业中上游水平。2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 15.76%，主营业务综合毛利率稳步提升，经营效率处于同行业中上游水平。
4. 内控及风险管控体系完善。公司对存货管理、客商资信管理、财务及资金等方面建立了完善的内控制度和风险管控体系，有助于防范大宗商品价格波动、上下游信用风险等

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA	
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	1	
财务风险	F2	现金流	资产质量	1	
			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

分析师: 郭察理 侯珍珍

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

因素对整体盈利能力和资金安全性的冲击。

5. 公司 EBITDA 对本期公司债券保障能力较强。2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为本期公司债券发行金额上限的 2.44 倍、3.28 倍和 3.68 倍。

关注

1. 贸易摩擦及全球新冠肺炎疫情蔓延影响下, 大宗商品价格波动加剧, 可能对供应链管理服务行业产生不利影响。2020 年来, 受新冠疫情影响, 全球经济发展不确定性加大, 国际贸易摩擦仍然存在, 大宗商品价格波动加剧, 可能对公司经营环境产生一定不利影响。
2. 营运资金占用明显, 经营活动现金流季节性波动大。随着公司供应链业务规模扩张, 公司流动资产中存货、预付款项及应收账款快速增长, 对资金形成明显占用。公司经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在明显季节性波动, 2020 年前三季度经营活动现金净流出 210.71 亿元, 较上年同期净流出规模 (88.23 亿元) 大幅扩张。
3. 公司债务负担较重且短期偿债压力较大。截至 2020 年 9 月末, 公司全部债务为 430.23 亿元, 短期债务占 81.46%, 资产负债率为 76.04%, 全部债务资本化比率为 66.61%, 债务负担较重且短期偿债压力较大。考虑到公司所有者权益中存在 30 亿元其他权益工具, 实际债务负担高于测算值。
4. 非经常性损益波动较大。受期货套保影响, 公司投资收益波动较大, 对利润水平有一定影响。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	45.91	67.92	82.24	57.40
资产总额 (亿元)	455.56	547.22	657.32	899.95
所有者权益 (亿元)	160.43	194.48	217.96	215.63
短期债务 (亿元)	155.00	172.54	177.71	350.45
长期债务 (亿元)	21.57	56.95	68.29	79.78
全部债务 (亿元)	176.58	229.49	246.00	430.23
营业收入 (亿元)	2032.91	2340.08	2724.12	2693.61
利润总额 (亿元)	12.86	18.57	19.36	17.66
EBITDA (亿元)	24.36	32.79	36.83	/
经营性净现金流 (亿元)	-28.94	20.28	41.40	-210.71
营业利润率 (%)	2.24	2.66	3.04	1.66
净资产收益率 (%)	6.20	7.43	6.69	/
资产负债率 (%)	64.78	64.46	66.84	76.04
全部债务资本化比率 (%)	52.40	54.13	53.02	66.61
流动比率 (%)	124.87	134.47	134.69	122.88
经营现金流流动负债比 (%)	-10.87	7.02	11.37	/
现金短期债务比 (倍)	0.30	0.39	0.46	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.16	3.54	3.19	/
全部债务/EBITDA (倍)	7.25	7.00	6.68	/
公司本部 (母公司)				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	125.76	128.46	139.66	187.37
所有者权益 (亿元)	100.96	104.07	113.81	109.37
全部债务 (亿元)	18.75	20.62	17.20	64.54
营业收入 (亿元)	1.18	0.75	0.39	0.44
利润总额 (亿元)	5.10	2.06	11.14	2.68
资产负债率 (%)	19.72	18.99	18.51	41.63
全部债务资本化比率 (%)	15.66	16.54	13.13	37.11
流动比率 (%)	591.47	290.75	334.05	140.52
经营现金流流动负债比 (%)	-16.96	-65.90	-18.34	/

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 公司 2017-2019 年度财务数据均源于容诚会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计报告; 3. 2020 年 1-9 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 4. 合并口径其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的债务部分已计入相关债务指标测算; 现金类资产已剔除受限货币资金、受限交易性金融资产及质押应收票据; 5. 母公司口径其他流动负债中的债务部分已计入相关债务指标测算

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

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
AAA	稳定	2020/10/22	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读原文
AAA	稳定	2020/06/09	郭察理 王晴	贸易行业企业信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易行业企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读原文
AA+	稳定	2016/08/11	刘嘉敏 姜帆	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016)	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号

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

分析师：

郭增理 侯晓晓

联合资信评估股份有限公司



厦门象屿股份有限公司

公开发行 2021 年公司债券（第一期）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“厦门象屿”或“公司”）前身为厦门特贸房地产开发公司，成立于 1992 年，初始注册资本为 500.00 万元，历经多次增资扩股与股权变更，于 2011 年借壳夏新电子股份有限公司（以下简称“夏新电子”）在上海证券交易所上市，股票代码为“600057.SH”，2012 年股票简称变更为“象屿股份”。2018 年 5 月 17 日，股票简称变更为“厦门象屿”。历经配股和资本公积转增股本，截至 2020 年 9 月末，公司股本为 21.57 亿股，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）直接持有公司 54.03% 的股权¹，通过象屿地产集团有限公司间接持有公司 1.41% 的股权，为公司控股股东，厦门市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 2020 年 9 月末，公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部等职能部门；纳入合并范围的子公司共 160 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 657.32 亿元，所有者权益 217.96 亿元（含少数股东权益 82.12 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 2724.12 亿元，利润总额 19.36 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额为 899.95 亿元，所有者权益 215.63 亿元（含少数股东权益 77.96 亿元）。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 2693.61 亿元，利润总额 17.66 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、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期公司债券概况

2020 年 9 月 3 日，经上海证券交易所审核同意并经中国证监会“证监许可〔2020〕2144 号文”注册，公司获准向专业投资者公开发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券，每期具体发行规模根据国家有关规定及发行时的市场情况，在上述范围内确定。

本期公司债券名称为“厦门象屿股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期公司债券”），发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期公司债券分为两个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二

¹ 2021 年 3 月 2 日，公司控股股东象屿集团与中国农垦产业发展基金（有限合伙）（以下简称“中垦基金”）签订《战略投资及合作协议》，约定中垦基金通过大宗交易方式受让象屿集团所持上市公司 2.00% 股份。中垦基金承诺，自该股份过户登记至其名下之日起 24（二十四）个月内不予转让。该转让股份事项于 2021 年 3 月 2 日完成。转让后，象屿集团持有公司股份 52.03%，象屿地产集团有限公司持有公司股份 1.41%。

为3年期，附第2年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期公司债券引入双向回拨选择权，回拨比例不受限制。公司和簿记管理人将根据本期公司债券的发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%。

本期公司债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。票面利率将根据网下簿记建档结果确定，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致。本期公司债券品种一票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，公司可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为本期公司债券存续前3年票面利率加公司上调的基点（或减公司下调的基点），在存续期后2年固定不变。本期公司债券品种二票面利率在存续期内前2年固定不变，在存续期的第2年末，公司可选择调整票面利率，存续期后1年票面利率为本期公司债券存续前2年票面利率加公司上调的基点（或减公司下调的基点），在存续期后1年固定不变。

本期公司债券附设发行人赎回选择权：公司有权决定在本期公司债券品种一存续期的第3年末行使本期公司债券赎回选择权。公司将于本期公司债券第3个计息年度付息日前的20个交易日披露关于是否行使赎回选择权的公告。若公司决定行使赎回选择权，本期公司债券将被视为第3年全部到期，公司将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部本期公司债券。所赎回的本金加第3个计息年度利息在兑付日一起支付。公司有权决定在本期公司债券品种二存续期的第2年末行使本期公司债券赎回选择权。公司将于本期公司债券第2个计息年度付息日前的20个交易日披露关于是否行使赎回选择权的公告。若公司决定行使赎回选择权，本期公司债券将被视为第2年全部到期，公司将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部本期公司债券。所赎回的本金加第2个

计息年度利息在兑付日一起支付。

本期公司债券附设发行人调整票面利率选择权：公司有权在本期公司债券品种一存续期第3年末调整本期公司债券后2年的票面利率。公司将于本期公司债券第3个计息年度付息日前的20个交易日披露关于是否调整本期公司债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则本期公司债券品种一后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司有权在本期公司债券品种二存续期第2年末调整本期公司债券后1年的票面利率。公司将于本期公司债券第2个计息年度付息日前的20个交易日披露关于是否调整本期公司债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则本期公司债券品种二后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

本期公司债券附设投资者回售选择权：公司发出关于是否调整本期公司债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期²内进行登记，将持有的本期公司债券按面值全部或部分回售给公司；若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期公司债券并接受上述调整。

本期公司债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期公司债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期公司债券无担保。

2. 募集资金用途

本期公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金、偿还公司债务等法律法规允许的用途。

² 投资者选择将持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司的，须于公司发出关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告之日起5个交易日内进行登记。回售登记期内不进行登记的，则视为放弃回售选择权，继续持有本期债券并接受上述关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的决定。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016	2017	2018	2019	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90

公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80
--------------	------	------	------	------	------

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国

民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年末，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年末，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比

增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金

直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域环境分析

公司营业收入及利润主要来自大宗商品采购分销服务及物流服务，供应链管理服务和物流行业对公司经营业绩及未来发展有较大影响。

1. 供应链管理服务行业

（1）行业概况

近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020 年以来，在疫情冲击下，全球范围内出台各类经济刺激计划，中国大宗商品价格指数波动增长至历史高位。

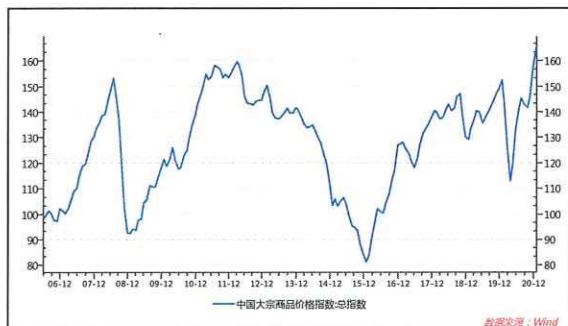
供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，2015 年末达历史低位，2016 年初，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017 年中期在经

历短暂价格回调之后，中国大宗商品价格指数持续上扬，截至 2019 年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

（2）进出口贸易

近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲

击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

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。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。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，表明国内完善的工业门类 and 制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。2020 年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图2 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达24751.46亿美元，同比增长4.6%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于2019年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国的影响，2020年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达23865.6亿美元，同比增长0.8%，占中国对外贸易总额的51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为9.37万亿元人民币，较2019年增长1%，同比增速较上年下降9.8%，略低于整体增速。

从外贸参与主体来看，2020年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020年，中国进出口总额中，私营企业占45.2%，较2019年提升了4.1个百分点，国有企业占14.3%，份额较

2019年下跌2.6个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降1.4%，占中国对外贸易份额的比重为38.7%。

（3）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，2019年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019年，社会消费品零售总额411649亿元，比上年名义增长8.0%（扣除价格因素实际增长6.0%），增速较上年放缓1个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额372260亿元，增长9.0%。2020年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额391981亿元，比上年名义下降3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图3 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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。

(4) 行业发展

未来，贸易企业将由中间商向供应链管理 & 综合服务商转型，服务链的延伸将成为行业发展趋势。

中国正积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等25省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

随着行业竞争日益剧烈，贸易企业逐渐向供应链管理 & 综合服务商转型，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、管理水平高的行业企业将在提供综合服务方面更具优势。

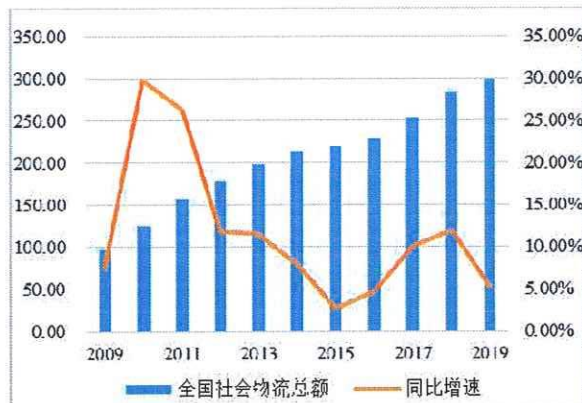
2. 物流行业

物流行业保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大，运行效率有所改善。国家政策大力推进运输结构调整，未来铁路专用线建设进度进一步加快，铁路资源将被更好挖掘利用，铁路货运量有望持续增加。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。从规模总量看，2017—2019年，中国社会物流总额分别为252.80万亿元、283.10万亿元和298.00万亿元，年均复合增长8.57%。社会物流需求总体保持平稳增长，但增速趋缓。

从运输工具看，物流运输可为公路运输、铁路运输、水路运输和航空运输，其中由于公路运输灵活性好，能实现“门对门”服务，货运市场份额最大；铁路作为优质的路上运输工具，运输排污量较小，运输价格更便宜，近年来增长较快；航空运输因成本较高、运量较小，未在图5中列示。

图4 中国物流总额及增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

图5 中国主要运输工具货运量情况（单位：亿吨、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

2017—2019年，中国公路货运量分别为367.95亿吨、395.91亿吨、416.06亿吨，年均复合增长6.34%；中国铁路货运量分别为36.89亿吨、40.26亿吨、43.18亿吨，年均复合增长

8.19%；中国水路货运量分别为66.57亿吨、69.91亿吨、74.72亿吨，年均复合增长5.94%。铁路货运量增速略高于公路和水路货运量增速。2019年，中国铁路固定资产投资完成额为8029

亿元，超额完成年初确定的 8000 亿元任务，创下了近 4 年的最高值。

在 2020 年疫情防控特殊情形下，国家铁路集团公司重点保障生产生活必需物资运输，并加大以货补客力度，加快推进铁路专用线建设，着力消除装卸作业堵点，有序承接“公转铁”运量，努力实现货运增运增收。在运输结构调整的政策下，铁路运量增速加快，未来公路转铁路趋势可期。

2019 年 9 月，国家发改委发布《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，为优化调整运输结构、打赢蓝天保卫战，更好发挥铁路在综合交通运输体系中的骨干作用和绿色低碳优势，要求进一步增加铁路货运量，加快铁路专用线建设进度，实现铁路干线运输与重要港口、大型工矿企业、物流园区等的高效联通和无缝衔接。发展目标如下：到 2020 年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到 80%，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。到 2025 年，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线力争接入比例均达到 85%，长江干线主要港口全部实现铁路进港。同时要求铁路企业要加快转变理念，主动上门对接和服务企业，优化服务流程和运输组织，减少中间短驳，简化作业环节，规范收费行为，提高运输服务效率和品质，加强与港口、航运等企业合作，促进港口通过铁路进行大宗货物和集装箱集疏运。

3. 区域环境分析

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，2019 年经济运行保持在合理区间，总体呈现出积极活跃的发展态势，经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2019 年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年厦门市地区生产总值（GDP）

5995.04 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 26.49 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 2493.99 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 3474.56 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值 142739 元，折合 20691 美元。

工业方面，2019 年厦门市规模以上工业增加值增长 8.6%。分经济类型看，股份制企业增加值增长 13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长 5.0%。

国内贸易方面，2019 年厦门市社会消费品零售总额 1731.85 亿元，比上年增长 12.2%。按消费形态分，商品零售 1542.12 亿元，增长 12.5%；餐饮收入 189.73 亿元，增长 9.9%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值 6412.89 亿元，比上年增长 6.9%，其中出口 3528.71 亿元，增长 5.7%；进口 2884.18 亿元，增长 8.3%；贸易顺差 644.53 亿元，下降 4.5%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。其中，福建自贸试验区国际贸易单一窗口建设走在全国前列，联通 43 个部门，服务企业 6 万多家，日单证处理破 100 万票，实现对国际贸易主要环节、主要进出境商品和主要出入境运输工具的三个全覆盖，有效压缩全省进出口货物整体通关时间，厦门口岸集装箱进出口合规成本处于全国沿海主要港口最低水平。自贸区内累计新增企业 9.4 万户、注册资本 2.1 万亿元，累计新增外资企业 4222 家，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月末，象屿集团直接持有公司 54.03% 的股权，通过象屿地产间接持有公司 1.41% 的股权，为公司控股股东，厦门市国资委为公司实际控制人。截至 2020 年 9 月末，象屿集团所持公司股权中 1.01 亿股用于质押，占公司总股本的 4.67%，占其直接持有股份的 8.65%。

2. 企业规模和竞争力

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、贸易渠道、综合物流服务能力、智能化信息科技体系建设等方面保持突出的品牌优势和行业竞争力。公司依托覆盖全国、连接海外的“公、铁、水、仓”网络化物流服务体系，不断完善粮食全产业链一体化服务体系，并向黑色金属、铝、煤炭等产业链复制，业务规模不断扩张。

公司基于“立足供应链，服务产业链”的经营理念，通过整合“商流、物流、资金流、信息流”打造“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。公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。

2014年以来，公司以子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）为主体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，已形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流运输、原粮供应、粮食加工及农业金融等于一体的服务布局，实现粮食全产业链一体化服务体系。同时，公司将粮食“产业全链条服务模式”向黑色金属、铝、煤炭等产业链复制，形成了具有细分产业特色的供应链服务产品，铝产品跨省流通服务量、煤炭进口量以及聚酯、塑料等产品业务量

均稳居全国前列。

智能化信息建设方面，公司依托自身业务数据、客户资源和应用场景积极向智能化转型，已逐步构建了涵盖决策分析、职能保障、业务运营在内的智能化信息体系。业务运营方面，公司已完成采购分销服务平台、智慧物流服务平台的开发建设，包括仓储管理、运输管理、集装箱管理、铁路货代、海运货代等模块，实现了PC端和移动端的业务流程和客户关系维护线上化，有效提升运营效率和服务质量，涵盖财务管控、风险管理、客户关系等职能保障模块。2017—2019年，公司在数字化建设方面的投入分别为0.30亿元、0.54亿元和0.58亿元。

行业地位方面，公司位列2020年《福布斯》全球上市公司2000强第1574位；位列《财富》中国500强第37位，在“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第1；获农民日报社“2019农业产业化龙头企业500强”第1位；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；位列中国仓储与配送协会“2018年全国通用仓储百强企业”第3位。公司下属厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（以下简称“速传供应链”）是国家5A级物流企业，具备良好的行业竞争力和品牌知名度。

截至2019年末，公司下属核心业务运营主体包括厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“象屿物流”）、象屿农产和象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”），主要财务数据见下表。

表2 公司下属核心业务运营主体2019年财务指标（单位：%、亿元）

公司名称	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	所有者权益	营业收入	营业利润	净利润
厦门象屿物流集团有限责任公司	大宗商品采购供应及综合物流	81.26 ¹	50.46	428.75	123.97	2503.83	15.38	12.76
黑龙江象屿农业物产有限公司	农产品供应链	100.00	21.25	139.40	37.93	140.18	2.73	1.95
象道物流集团有限公司	铁路运输及综合物流	60.00	15.00 ²	48.92	15.71	17.92	2.39	1.93

注：1. 2019年6月，象屿物流通过市场化债转股引入工银金融资产投资有限公司及其一致行动人农银金融资产投资有限公司（以下简称“投资方”），以现金方式对象屿物流增资合计20亿元人民币，增资后投资方各持有象屿物流9.37%股权，公司对象屿物流持股比例由100%下降至81.26%，控股地位不变。增资资金主要用于偿还象屿物流及其控股子公司的银行贷款。业绩预期方面，投资方持股期间象屿物流每年可向投资者分配利润不低于投资方投资金额*6.2%/本次增资交割时确定的投资方对象屿物流持股比例。退出安排方面，在实缴出资后满36个月（以投资方实缴出资日为准），且双方未就延期达成一致等特定情况下，由公司支付转让价款，受让投资方持有的目标股权，实现其投资退出；2. 2020年12月17日，象道物流集团有限公司增加注册资本金至18.00亿元

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高管人员从业及管理经验丰富，员工文化素质较高，有利于公司稳定长远发展。

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3名，其中监事会主席1名、监事1名、职工监事1名；非董事高级管理人员共7名。

公司董事长张水利先生，1965年出生，曾任厦门银城企业总公司财务经理，厦门象屿保税区贸易有限公司财务经理，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；现任公司董事长，兼任象屿集团党委书记、董事长。

公司总经理邓启东先生，1970年出生，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、象屿物流总经理；现任公司董事、总经理，兼任象屿物流董事长。

截至2019年末，公司（合并口径）员工总数5660人。从学历构成来看，研究生及以上学历人员占5.37%、本科学历人员占39.96%、专科学历人员占20.05%、高中及以下学历人员占34.61%；从专业结构看，生产人员占26.63%、销售人员占12.77%、业务支持人员占27.00%、技术人员占7.86%、财务人员占10.02%、行政人员占15.72%。

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（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至2021年2月22日，公司本部未结清贷款中有逾期利息312.79万元；已结清信贷中，有89笔垫款记录，有223笔关注类和不良类短期借款、7笔关注类贴现、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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善，运行情况较好。

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，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2020年9月末，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。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，包括2名股东代表监事和1名职工代表监事，其中职工代表担任的监事由

公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席1名。监事会负责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等。

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，负责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。

2. 管理体系

在业务规模持续扩张过程中，为防止大宗商品价格波动、上下游信用风险等对整体盈利能力和资金安全性的冲击，公司重点围绕存货（货权）管理、客商资信管理、财务及资金等方面不断建立健全各项内部控制和 risk 管理制度。

公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部等职能部门。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制度和风控体系。

存货（货权）管理方面，公司强化货权管控，确保在库货物安全和货权清晰。公司通过全国布局，围绕沿海口岸和铁路资源沿线在多区域建立了 40 余个自营库点，可以满足公司在塑料、钢材、大宗散货等方面的部分仓储需求；在非自营仓储区域，严格执行《厦门象屿股份有限公司物流供应商管理制度》，确保所有存货仓储单位、运输单位经公司物流管理中心考察审批通过，并与之签订仓储保管合同（或物流协议）方可合作。

客商资信方面，公司建立了《预付款和赊销业务管理规定》等制度，对客商准入、过程

管理和退出进行全流程有效管控，尤其对赊销客户和预付款供应商进行全面考察和评估，包括但不限于调取客户资信评估报告、征信报告、财务报告、拜访报告、资产评估报告等，定期和不定期的回访采购预付款/赊销客户，动态评估并根据评估结果及时调整信用额度，对于部分合作情况不理想的客户/供应商视情况要求其追加信用保险、提供抵押、担保等风控补偿措施。

套期保值方面，面对大宗商品价格波动明显的特点，公司制订了《套期保值业务管理制度》规范金融衍生品相关交易，采用套期保值来防范价格波动风险，在现货范围内进行严格对锁，规避价格涨跌对公司损益的影响，设置专职部门（产业研究部）对商品价格进行每日盯盘，分析商品未来走势，提前采取对应的措施。

资金管控方面，公司建立健全融资管理、货币资金管理、应收账款管理等一系列制度。同时，公司严格执行《上海证券交易所股票上市规则》，不存在被控股股东及其关联方非经营性占用资金或者违反规定决策程序对外提供担保的情形。为满足公司业务开展中的资金需求，经公司董事会审批并经股东大会审议通过，象屿集团及其关联公司在 2020 年可对公司提供最高余额不超过 100 亿元关联借款，符合上市公司决策流程并正常披露。

在子公司管理方面，公司依据《公司法》和《公司章程》制定相关管理制度，明确母子公司各自的责、权、利和相互运作关系，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，减少子公司在市场营销中的风险。

七、经营分析

1. 经营概况

公司基于完善的物流网点布局，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链的上下游不断拓展产品品类、完善核心产品经营体系。2017—2019年，公司收入规模逐年增长，毛利率水平稳步提升；2020年前三季度，公司营业收入同比快速增长，毛利率受供应链业务成本确认准则调整影响有所下降。

公司以大宗商品采购分销服务及物流服务为主业，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。2017—2019年，公司营业收入逐年增长，分别为2032.91亿元、2340.08亿元和2724.12亿元，年均复合增长15.76%；利润总额逐年增长，分别为12.86亿元、18.57亿元、19.36亿元，年均复合增长22.71%。公司主营业务收入占营业收入的比重均保持在99%以上，主营业务十分突出。

从主营业务收入构成来看，2017—2019年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务逐年增长，年均复合增长15.42%，主要系公司不断拓

展能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游产品品类，完善经营体系，业务量逐年增长所致，为公司主要收入来源。公司其他收入主要包括矿石选矿及加工、造船和小额贷款业务收入等，占主营业务收入比重较小。

从毛利率来看，2017—2019年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率逐年上升，主要系公司经营提质增效所致。综合以上因素影响，2017—2019年，公司主营业务毛利率逐年上升，分别为2.28%、2.67%和3.04%。

图6 2017—2019年主要收入构成及毛利率变化趋势
(单位：亿元、%)



资料来源：公司提供

表3 2017—2019年及2020年1—9月公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位：亿元、%)

板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗商品采购分销服务及物流服务	2022.46	99.63	2.21	2316.78	99.18	2.61	2694.32	99.04	3.09	2662.42	98.96	1.69
其他	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93	26.24	0.96	-1.42	27.88	1.04	-0.93
合计	2029.92	100.00	2.28	2336.01	100.00	2.67	2720.56	100.00	3.04	2690.29	100	1.66

注：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的装卸、烘干等业务收入

资料来源：公司提供

2020年1—9月，受益于网络化物流服务体系支撑、稳固的上下游渠道和客户粘性，公司将核心业务模式复制推广，并延伸服务链条，大宗商品采购分销经营货量保持增长趋势，当期实现收入2662.42亿元，同比增长33.67%。2020年1—9月，公司实现主营业务收入2690.29亿元，同比增长33.82%。

毛利率方面，2020年1—9月，公司主营业务毛利率为1.66%，较上年同期下降1.33个百分点，主要受新收入准则影响，公司将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计

入营业成本核算所致。

2. 大宗商品采购分销及物流服务

大宗商品采购分销及物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。大宗商品采购分销及物流服务主要指通过汇聚产业链上下游客户的需求，整合形成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、

供应链金融、信息咨询等全价值链流通服务。在多年的业务开展过程中，公司盈利来源从单一赚取商品价格波动差价，逐步衍生为综合服务收益（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等）。

（1）大宗商品采购分销

2017—2019年，公司围绕产业链不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系，能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动大宗商品采购分销服务收入快速增长。

公司大宗商品采购分销业务主要涵盖能源化工、金属矿产和农产品三类，三者合计占贸易业务收入的95%以上。在采购定价上，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在定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。2017—2019年，公司前五大供应商采购额占采

购总额的比重分别为15.48%、22.58%和21.30%，集中度一般。公司与上游供应商的结算方式主要包括银行承兑汇票、信用证和预付款（款到发货）方式，预付款对象主要为规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。

下游销售方面，公司客户包括流通型客户和产业型客户，根据不同的业务品种，主要销售渠道分布和销售方式见下表。公司与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量情况下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。2017—2019年，公司前五大客户销售额占销售总额的比重分别为11.60%、13.01%和10.94%，集中度一般。

表4 公司大宗商品采购分销业务主要业务品种销售渠道分布情况

业务品种	主要产品	销售渠道分布	销售方式
能源化工	塑料原料（PE、PP、PVC等）；有机化学品（甲醇、甲苯等）；聚酯原料（PTA、MEG等）；煤炭	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比较完整的华北、华东、华南全国销售网络。	直接销售给下游厂家为主。一部分MEG与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。
金属矿产	钢铁；有色金属；矿产、矿砂	主要分布在华东、华北、华中和华南区域。华东地区以江、浙、沪为主，上海作为分销中心；华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主；华中地区以河南为主，向周边区域延伸；华南地区以广东为主，向周边区域延伸。此外，公司还将销售渠道拓展至西安及周边地区。	直接销售给下游厂商为主，部分采用分销或者对锁方式。
农产品	粮食谷物（玉米、水稻、大豆）、食品原料（油脂、白糖、奶粉）；饲料原料（鱼粉、乳清粉等）；林产品（原木、锯材、木浆等）	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，通过在渤海湾建立销售中心，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。公司建立“规范化、精细化”种植体系，培育复合型种植团队，2019年末自有种植面积约19万亩。2019年，公司与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。饲料原料类以上海、天津、广州各分公司为依托，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，分别向华南、华东、华北和福建市场进行全方位辐射，市场遍布全国主要油脂消费大省。	直销给下游重点客户，一部分向经销商销售。

资料来源：公司提供

表5 公司大宗商品采购分销业务产品分类收入构成情况（单位：亿元、%）

商品类别	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
能源化工	457.85	23.09	647.27	28.63	676.25	25.63	520.43	19.86
金属矿产	1374.68	69.32	1404.95	62.15	1699.85	64.42	1862.81	71.08
农产品	93.50	4.71	171.50	7.59	233.07	8.83	220.60	8.42

其他	57.13	2.88	36.75	1.63	29.38	1.11	17.05	0.65
合计	1983.17	100.00	2260.47	100.00	2638.55	100.00	2620.89	100.00

注：其他产品包括汽车、船舶、工程机械、民生物资等；公司大宗商品采购分销业务自2018年起按照新的商品类别归类，2017年数据未做追溯调整

资料来源：公司提供

能源化工

2017—2019年，公司能源化工产品大宗商品采购分销服务收入逐年增长，年均复合增长21.53%，2019年同比增长4.48%；能源化工产品经营货量逾5500万吨，同比增长55.00%。2019年，能源化工产品毛利率为3.04%，同比上升1.16个百分点，主要系煤炭、有机化学品等的毛利率上升所致。2020年1—9月，公司能源化工产品实现收入520.43亿元，毛利率为1.85%。

金属矿产

金属矿产方面，针对核心生产型钢厂客户，公司为其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；针对核心经销商客户，公司通过在上海、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，为其提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务。2017—2019年，公司金属矿产收入逐年增长，年均复合增长11.20%，主要源于有色金属、铝产品供应链收入的增长。2020年1—9月，金属矿产实现收入1862.81亿元，同比增长46.32%；毛利率为1.06%，同比减少0.92个百分点。

公司金属矿产板块除传统模式外，还包括实体企业全程供应链服务模式，主要分为两类：第一类为虚拟工厂模式，该模式下公司负责工厂主要原材料采购和所有产成品销售，在产、供、销、物流配送中全程控制货权，并与工厂签订了不动产抵押和厂内货物浮动抵押协议，形成对业务风险的有效保障；第二类为代采代销模式，公司作为工厂的主要（非唯一）主料供应商和下游客户，不参与生产计划，也不入场监管。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（象屿物流持股51%）、厦门象屿同道供

应链有限公司（象屿物流持股60%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（象屿物流持股59.21%）等。公司将合资公司等同于全资子公司管理，由公司控股并派驻总经理或董事长及财务人员，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。2019年，合资公司为金属矿产贸易贡献收入350.70亿元，同比增长53.26%，主要系铝产品供应链业务拓展所致；金属矿产贸易的合资公司毛利率为3.97%，同比有所提升，主要系铝产品毛利率上升所致。

公司在大宗商品采购分销业务开展过程中与合作方开展实体企业全程供应链服务、合资公司等模式的深度合作，有助于公司利用供应链服务优势整合上下游资源，但同时相关客户经营情况可能对公司业绩及应收账款质量产生一定影响，因此公司通过派驻监管团队、严控货权、签订不动产抵押和货物浮动抵押协议等方式形成对业务风险的有效控制。

此外，象屿集团下属子公司PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS公司”）建设的印尼250万吨不锈钢一体化冶炼项目一期已于2020年2月投产，该项目是国家发改委“一带一路”重点项目，整体建设内容包括年产250万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机1440兆瓦火力发电厂和年吞吐能力4000万吨多功能码头。自项目投产以来，公司依托自身的供应链服务优势为OSS公司提供原材料采购和产成品的销售服务，2020年，公司及控股子公司向OSS公司销售原材料（硅铁、硅锰、无烟煤等）金额为37.73亿元，采购产成品（钢坯、镍铁）金额为78.14亿元（数据未经审计）；预计2021年上述两项金额分别达到62亿元和145亿元。2020年11月末，OSS公司总资产176.04亿元，净资产42.21亿元；2020年1—11月，OSS公司实现主营业务收入60.80亿元，净利润2.69

亿元。公司与象屿集团下属 OSS 公司的合作有助于公司做大做强在东南亚地区的不锈钢产业供应链业务，并进一步完善在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局，提升公司供应链综合服务能力，成为新的收入增长点。

农产品

公司经营的农产品以粮食类、油脂油料类和木材类为主。2017—2019 年，公司农产品收入逐年增长，年均复合增长 57.88%。2019 年，农产品业务实现收入 233.07 亿元，同比增长 35.90%，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；毛利率为 5.93%，较上年下降 0.25 个百分点，主要系因非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷所致。2020 年 1—9 月，农产品实现收入 220.60 亿元，毛利率下降至 3.75%，主要系农产品价格上涨以及受新收入准则影响，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致。

其他贸易产品

公司经营的其他贸易产品包括平行进口汽车、五金集采、船舶出口等。受国家政策及商

用车景气度下行影响，汽车供应链规模有所下降，但公司以新能源汽车产业发展为契机初步构建“新能源原料—动力电池—电动汽车”全产业链服务，对其他贸易产品收入形成一定支撑。2017—2019 年，公司其他贸易产品收入逐年下降，年均复合下降 28.29%。2019 年，公司采购平行进口车 3713 台，较上年同期 9700 台大幅下降 61.72%；采购金额为 18006 万美元，较上年同期 40590 万美元大幅下降 55.64%，主要系国内商用车景气度下行所致。2020 年 1—9 月，公司其他贸易产品合计收入 17.05 亿元；毛利率为 1.49%。

(2) 大宗商品物流服务

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

公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。公司具备的物流基础设施见下表。

表 6 截至 2020 年 9 月末公司基础物流设施情况

项目	基础设施情况	相关运营主体
铁路运输	公司在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西吉安、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，自有及租赁铁路货场站 19 个，配套约 50 公里铁路专用线、逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年运力超 1600 万吨，形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络。	象道物流集团有限公司
公路运输	公司自有运输车辆超 500 辆，整合车辆超 10 万辆，年运力超 1500 万吨，形成辐射全国的公路运输网络。	厦门象屿物流集团有限责任公司及其下属子公司
水路运输	公司与中远海体系船公司、招商系港口、北部湾港口、日青连港口达成战略合作，国内沿海及长江流域年运力近 2000 万吨，印尼—中国航线年运力近 1000 万吨，形成立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络。	
仓储集群	仓储能力方面，公司通过自营和包租形式管理仓库、堆场近 40 个，面积逾 150 万平方米，仓容约 290 万吨，合作仓库约 1400 家，形成覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群。公司下属 4 个仓库（其中 3 个为自有，1 个为租赁）被大连商品交易所指定为大宗商品指定期货交割仓库，交割品种涉及玉米、大豆以及线型低密度聚乙烯（LLDPE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）。	
专业物流园区	在区域核心城市厦门、泉州、福州、上海、唐山等地开发建设并经营多个专业物流园区，包括厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、晋江五里园区、厦门象屿五金机电物流集散中心、福州象屿物流园区、上海罗泾物流园区、象屿唐山正丰物流园区等。	

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司基于“以流促贸、以贸促流”的发展思路，持续推进大宗商品采购分销服务和物流

服务与大宗商品的横向协同，构建并逐步完善包含综合物流服务、农产品物流服务和铁路物

流服务在内的网络化物流体系。2017—2019年，公司农产品物流服务收入逐年下降，年均复合下降15.66%，主要系粮食出库以及补贴标准下降导致仓储收入减少所致；铁路物流业务主要由象道物流经营，受并表时间影响，2018年收入较低；综合物流服务收入波动增长，年均复合增长5.39%，主要系物流园区业务量波动增长所致。

表7 2017—2019年公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

	2017年		2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	31.63	13.04	37.73	9.86	35.13	10.43
农产品物流服务	10.91	59.87	9.77	60.74	7.76	61.23
铁路物流服务	--	--	8.81	20.10	12.88	27.25

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

综合物流服务

公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系。2017—2019年，公司充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益，综合物流服务收入波动增长，分别为31.63亿元、37.73亿元和35.13亿元，年均复合增长5.39%；毛利率波动下降，分别为13.04%、9.86%和10.43%。

农产品物流服务

公司农产品物流服务业务经营主体主要为象屿农产。公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费；同时通过经营粮食临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。

农产品物流基础设施方面，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，辐射周边90多个收购网点，逐步构建了北粮南运物流体系，实现粮食产区与销区的贯通，满

足上游农户售粮、下游粮食深加工企业、养殖和饲料生产企业用粮的需求。同时，公司开展了粮食国家临储业务，即按照国家规定的收储价格向农民收购粮食（主要是水稻），之后经过烘干、仓储，再运输交给国家指定粮库，一般粮食入库后3年内逐渐出仓。

2017—2019年，受管理国储粮食库存减少及补贴标准下降影响，公司农产品物流业务实现收入逐年下降。截至2019年末，公司粮食仓容能力约为1500万吨，管理国储粮食库存总量约900万吨，其中水稻库存近50%，剩余仓容主要用于储存贸易粮，仓容使用率为90%左右。

表8 2017—2019年及2020年1—9月公司国储粮物流收入构成情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
仓储收入	10.69	9.67	7.27	4.49
装卸收入	0.43	0.96	0.48	0.63
烘干收入	0.06	0.16	0.01	0.02
合计	11.18	10.80	7.76	5.14

注：上表合计数与公司主营业务收入中的“农产品物流服务”收入数据存在差异，一方面系装卸、烘干非公司主营业务，另一方面系上表数据未包含除国储粮物流收入外的其他仓储收入

资料来源：公司提供

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象屿农产。

为扩大收储规模，象屿农产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获取贷款，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务，相关贷款一般在收粮季期间陆续收回。2017—2019年，象屿小贷贷款业务余额波动下降，分别为28.15亿元、2.22亿元和7.17亿元。截至2020年9月末，象屿小贷发放贷款余额合计1.73亿元（含自营贷款0.96亿元和象屿农产通过象屿小贷发放给农户的委托贷款0.77亿元）。截至2020年9月末，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

铁路物流服务

公司于2017年6月与厦门五店港物流供应链有限公司合资成立象道物流（公司持股40%），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，将象道物流纳入合并范围。公司以象道物流为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局。2019年，象道物流有超过2万平米货场和3条铁路专用线（位于河南巩义）建成并投入使用，在建货场建设项目包括巩义、安阳、息烽三处，未来将陆续投入使用。

盈利模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户根据资信情况给予一定的账期，并通过动态调整发货节奏，降低回款风险。

表9 象道物流运输货量和铁路物流收入情况
(单位: 万吨、亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
----	--------	--------	--------------

铁路运输货量	发送量	566	550	338
	到达量	351	400	270
铁路物流服务收入		8.81	12.88	6.61

注：象道物流于5月纳入合并范围，2018年仅合并5-12月收入；2018-2019年铁路运输货量均采用年报披露口径，其中2019年货量数据为概数，非精确数

资料来源：公司年报和提供资料

2019年，象道物流经营货量同比变动不大，主要品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。上下游集中度方面，象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为51.24%；下游前五大客户占营业收入比例为48.07%，集中度高，其中下游关联销售收入占23.78%，主要为象屿物流及其下属子公司。

3. 在建工程

截至2020年9月末，公司在建项目未来投资规模较小，项目建成后，公司综合实力有望进一步增强。

截至2020年9月末，公司主要在建项目3个，计划总投资为10.70亿元，截至2020年9月末已投资8.64亿元，尚需投资2.06亿元。公司未来投资规模较小，资金压力不大。

表10 截至2020年9月末公司在建项目情况 (单位: 亿元、%)

项目名称	项目内容	计划投资	累计投资	投资进度	尚需投资
巩义象道货场建设项目	3条铁路专用线及10万平方仓库	2.82	2.61	92.46	0.21
安阳象道货场建设项目	铁路专用线6条（承接安阳钢铁的铁矿石与钢材到发）	5.40	4.13	76.40	1.27
息烽象道货场建设项目	自有铁路专用线3条以及仓库8万平方米左右	2.48	1.90	76.45	0.58
合计		10.70	8.64	/	2.06

注：已投资额为实际已投入的资金；截至2020年末，巩义象道货场建设项目和安阳象道货场建设项目已基本完工，在做工程结算和相关证照申请，息烽象道货场建设项目正在施工的最后阶段，预计于2021年6月完工

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2017-2019年，公司经营效率有所下降，但仍处于行业中上水平。

2017-2019年，公司销售债权周转次数逐年下降，分别为67.41次、56.18次和50.68次；存货周转次数逐年下降，分别为17.88次、16.45次和15.11次；总资产周转次数逐年下降，分别

为5.12次、4.67次和4.52次。从同行业对比来看，公司经营效率处于同行业中上游水平。

表11 同行业上市公司2019年经营效率指标对比
(单位: 次)

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
600153.SH	建发股份	49.20	2.04	1.32

600704.SH	物产中大	51.12	18.32	4.00
600755.SH	厦门国贸	62.13	6.01	2.64
002183.SZ	怡亚通	5.67	8.78	1.69
600710.SH	苏美达	10.72	19.38	2.03
中位数		49.20	8.78	2.03
600057.SH	厦门象屿	52.61	15.11	4.52

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 经营关注

(1) 公司主营业务受宏观经济周期、大宗商品价格波动的影响大

公司供应链管理业务依托于大宗商品交易，易受宏观经济周期、市场供给变化的影响；2019 年国际贸易摩擦仍然存在，加之 2020 年新冠肺炎疫情影响，全球经济发展面临较大不确定性，对公司大宗商品采购分销服务及物流服务业务产生一定不利影响。

(2) 上下游信用风险和资金占用风险

公司对上游大宗商品的供应商的结算方式方面，部分产品以预付货款的形式结算，对公司资金形成明显占用。此外，公司应收账款规模快速增长，若上下游企业出现信用风险，公司应收账款和预付账款可能出现坏账风险。

6. 未来发展

公司战略定位清晰明确，立足自身优势加强供应链服务能力，实现产业链延伸，发展战略切实可行，符合公司发展需要。

未来，公司将明确供应链管理、投资、运营服务商的定位，立足供应链，服务产业链，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，公司将在进一步夯实和优化农产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等大宗商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，充分发挥物贸联动优势，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，优化业务结构、分散经营风险、提高经济效益。发展模式方面，公司将坚持产业全链条服务模式，致力于提升产业链运营效率，为产业链核心企业提

供多品种、多元化的供应链综合服务，在为产业链客户降本增效的同时获取增值服务收益。信息技术方面，公司将积极向数智化转型，探索区块链、物联网等新兴技术在大宗商品供应链领域的融合落地，优化现有的业务模式。区域发展布局方面，公司将把握“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，完善国内外多式联运物流服务体系。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2017—2019 年度财务报表均经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）³审计，审计结论均为标准无保留意见。2020 年 1—9 月财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，2018 年，公司新纳入合并范围 38 家子公司，减少 5 家子公司。2019 年，公司合并范围因新设、非同一控制下企业合并增加 15 家子公司，因处置、清算减少 4 家子公司，因吸收合并减少 1 家子公司。2020 年 1—9 月，公司合并范围新增 14 家公司，主要是因业务拓展需要，新设 20 家子公司，减少 6 家子公司。截至 2020 年 9 月末，公司纳入合并报表的子公司共 160 家。公司新设和减少的子公司规模较小，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 657.32 亿元，所有者权益 217.96 亿元（含少数股东权益 82.12 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 2724.12 亿元，利润总额 19.36 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额为

³ 2019 年 8 月，厦门象屿公告更换审计事务所为容诚会计师事务所，原因是致同会计师事务所（特殊普通合伙）部分分所合伙人及业务团队（含本厦门象屿审计团队）离开致同会计师事务所（特殊普通合伙），加入华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）。2019 年 6 月 10 日，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）正式更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。厦门象屿 2017—2018 年度财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）重新审计。

899.95 亿元，所有者权益 215.63 亿元（含少数股东权益 77.96 亿元）。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 2693.61 亿元，利润总额 17.66 亿元。

2. 资产质量

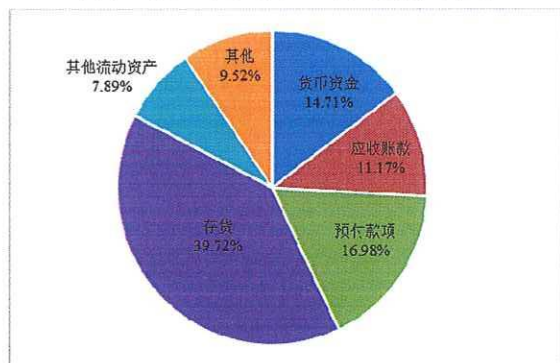
2017—2019 年末，随着业务规模扩大及象道物流并表，公司资产总额逐年增长，并以流动资产为主；存货、预付款项及应收账款规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，对营运资金占用明显。

2017—2019 年末，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 20.12%。截至 2019 年末，公司资产总额为 657.32 亿元，较上年末增长 20.12%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 74.58%，非流动资产占 25.42%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 21.41%。截至 2019 年末，公司流动资产为 490.25 亿元，较上年末增长 26.25%，主要系存货和预付款项增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.71%）、应收账款（占 11.17%）、预付款项（占 16.98%）、存货（占 39.72%）和其他流动资产（占 7.89%）构成。

图 7 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 22.20%。截至 2019 年末，公司货币资金为 72.14 亿元，较上年末增长 2.68%。公司货币资金中使用受限的金额为 11.26 亿元，

主要为保证金和冻结款等，受限比例为 1.71%，受限程度很低。

2017—2019 年末，公司应收账款账面价值逐年增长，年均复合增长 45.55%。截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 54.76 亿元，较上年末增长 12.21%，主要系经营规模扩大所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款组合账面价值为 51.03 亿元，0~6 个月的占 91.26%，7~12 个月的占 3.70%，整体账龄短。欠款方前五名共计占应收账款余额的 34.64%，集中度一般。截至 2019 年末，公司累计计提应收账款坏账准备 4.24 亿元，计提比例为 7.19%。

2017—2019 年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长 8.33%。截至 2019 年末，公司预付款项为 83.27 亿元，较上年末增长 21.28%，其中账龄在 1 年以内的占 97.80%，整体账龄短；按预付对象归集的期末余额前五名合计占期末余额的 48.03%，其中对第一名单位的预付款余额 25.50 亿元，集中度较高。

2017—2019 年末，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长 26.36%。截至 2019 年末，公司存货账面价值为 194.71 亿元，较上年末增长 25.86%，主要系供应链业务规模扩张，备货相应增加所致。公司存货主要为库存商品（占 89.92%），累计计提存货跌价准备 1.59 亿元，计提比例为 0.81%。考虑到疫情以来大宗商品价格波动较大，公司存在一定存货跌价风险。

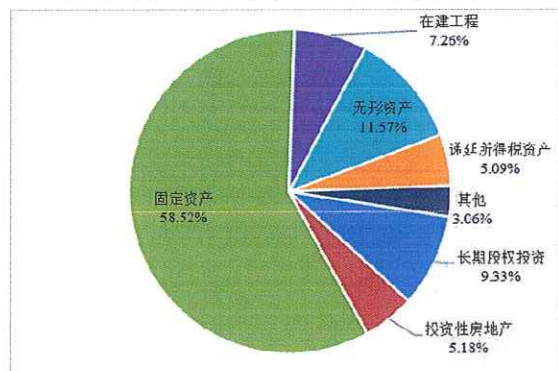
2017—2019 年末，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 9.42%。截至 2018 年末，公司其他流动资产为 28.32 亿元，较上年末下降 39.94%，主要系子公司象屿小贷收回贷款本金所致。截至 2019 年末，公司其他流动资产为 38.68 亿元，较上年末增长 36.59%，主要系子公司象屿小贷投放贷款增加、象晖能源对股东借款增加 5.43 亿元以及公司增加理财产品所致。公司其他流动资产主要包括预缴税费或进项税 14.00 亿元、贷款业务 13.04 亿元和理财产品 11.08 亿元。

（2）非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产逐年增

长，年均复合增长 16.56%。截至 2019 年末，公司非流动资产为 167.08 亿元，较上年末增长 5.15%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.33%）、投资性房地产（占 5.18%）、固定资产（占 58.52%）、在建工程（占 7.26%）、无形资产（占 11.57%）和递延所得税资产（占 5.09%）构成。

图 8 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年末，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 9.86%。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 14.04 亿元，较上年末下降 26.80%，主要系公司对象道物流分步实现企业合并，不再计入对联营、合营企业投资所致。截至 2019 年末，公司长期股权投资为 15.58 亿元，较上年末增长 11.00%，主要系公司对福建象屿壳牌石油有限责任公司追加投资 1.43 亿元所致。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 7.52 亿元、哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.22 亿元和福建象屿壳牌石油有限责任公司 2.87 亿元；长期股权投资权益法下确认的投资收益 0.80 亿元。

2017—2019 年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 6.64%。截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值 9.56 亿元，较上年末增长 25.67%，主要系新增象道物流的投资性房地产所致。截至 2019 年末，公司投资性房地产为 8.65 亿元，较上年末下降 9.51%，主要系计提折旧所致。投资性房地产主要为房屋及建筑物（占 57.95%）和土地使用权（占 42.05%），均采用成本法计量，累计计提折旧 2.48 亿元。

2017—2019 年末，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 27.80%。截至 2019 年末，公司固定资产账面价值为 97.77 亿元，较上年末增长 4.62%。公司固定资产主要包括房屋及建筑物（占 38.75%）、构筑物及其他设施（占 33.46%）和机器设备（占 20.08%）；累计计提折旧 17.15 亿元，固定资产成新率为 84.89%，成新率较高。

2017—2019 年末，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 34.84%。截至 2018 年末，公司在建工程账面价值 12.01 亿元，较上年末增长 80.02%，主要系新增象道物流的在建工程及子公司在建工程转固所致。截至 2019 年末，公司在建工程为 12.13 亿元，较上年末变化不大，主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 5.10 亿元、巩义象道物流有限公司铁路专用线工程 2.99 亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.14 亿元。

2017—2019 年末，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 26.08%。截至 2019 年末，公司无形资产为 19.33 亿元，较上年末增长 7.54%。公司无形资产主要为土地使用权（占 92.09%），按成本法计量，累计摊销 2.22 亿元。

2017—2019 年末，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 15.16%。截至 2019 年末，公司递延所得税资产为 8.51 亿元，较上年末增长 7.65%，主要系信用减值损失和可抵扣亏损产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2019 年末，公司资产受限规模合计 57.61 亿元，包括使用受限的货币资金 11.26 亿元、交易性金融资产 2.91 亿元、固定资产 19.91 亿元、无形资产 5.56 亿元、其他流动资产 10.50 亿元和投资性房地产 6.00 亿元等，合计占公司资产总额的 8.76%，受限比例较低。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额为 899.95 亿元，较 2019 年末增长 36.91%，主要系流动资产增长所致。截至 2020 年 9 月末，公司资产总额中流动资产占 81.52%，非流动资产占 18.48%，流动资产占比较上年末上升 6.94 个百分点，主要系供应链业务规模扩大，应收类款项、预付账款及存货增加所致，其中应收账款为 130.45 亿元，

较上年末增长138.21%，主要系供应链业务规模扩大，采用赊销结算的业务增加所致；预付款项为203.18亿元，较上年末增长144.01%，主要系商品采购款增加所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2017—2019年末，随着公司通过外延并购扩张、发行永续中期票据，以及子公司通过市场化债转股引入少数股东现金增资，公司所有者权益规模逐年增长，但权益结构稳定性一般。

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长16.56%。截至2018年末，公司所有者权益合计194.48亿元，较上年末增长21.23%，主要系公司并购象道物流以及未分配利润累积所致。截至2019年末，公司所有者权益合计217.96亿元，较上年末增长12.07%，主要系公司发行永续中期票据使得其他权益工具增加，以及市场化债转股使得资本公积和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为62.32%，少数股东权益占比为37.68%。归属于母公司所有者权益为135.84亿元，股本占15.88%、其他权益工具占22.08%、资本公积占36.44%、其他综合收益占0.21%、盈余公积占1.44%、未分配利润占23.94%。少数股东权益、其他权益工具及未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年9月末，公司所有者权益合计215.63亿元，较上年末下降1.08%，主要系公司回购股份形成库存股7853.46万元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为63.85%，少数股东权益占比为36.15%。所有者权益结构较上年末变化不大。

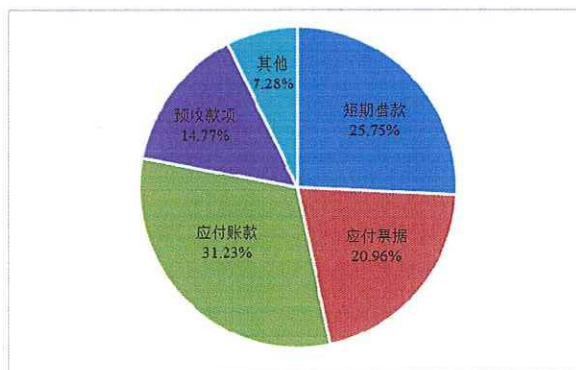
(2) 负债

2017—2019年末，随着物流供应链业务扩张，公司负债规模逐年增长，债务规模持续增加且以短期债务为主，债务结构有待改善，整体债务负担较重。截至2020年9月末，公司债务规模较上年末大幅增长且以短期债务为主，形成一定流动性压力，但符合其所处行业特征。

2017—2019年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长22.01%，主要系流动负债增长所致。截至2019年末，公司负债总额为439.36亿元，较上年末增长24.56%。其中，流动负债占82.84%，非流动负债占17.16%，以流动负债为主。

2017—2019年末，公司流动负债逐年增长，年均复合增长16.90%。截至2019年末，公司流动负债为363.99亿元，较上年末增长26.05%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占25.75%）、应付票据（占20.96%）、应付账款（占31.23%）和预收款项（占14.77%）构成。

图9 截至2019年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司短期借款逐年下降，年均复合下降10.02%。截至2019年末，公司短期借款为93.74亿元，较上年末下降9.87%，主要为保证借款（占90.83%）。

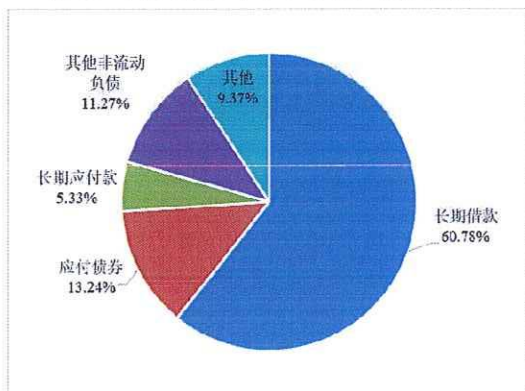
2017—2019年末，公司应付票据逐年增长，年均复合增长54.13%。截至2019年末，公司应付票据为76.31亿元，较上年末增长32.24%，主要系公司业务规模扩大所致。

2017—2019年末，公司应付账款逐年增长，年均复合增长58.13%。截至2019年末，公司应付账款为113.68亿元，较上年末增长123.44%，主要为应付货款（占92.40%）。

2017—2019年末，公司预收款项波动增长，年均复合增长2.47%。截至2019年末，公司预收款项为53.76亿元，较上年末增长16.95%，主要为预收货款（占98.42%）。

2017—2019 年末，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 61.83%。截至 2019 年末，公司非流动负债为 75.37 亿元，较上年末增长 17.84%，主要系长期借款和其他非流动负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 60.78%）、应付债券（占 13.24%）、长期应付款（占 5.33%）和其他非流动负债（占 11.27%）构成。

图 10 截至 2019 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 108.71%。截至 2019 年末，公司长期借款为 45.82 亿元，较上年末增长 22.15%，主要由保证借款（占 56.68%）和抵押加保证借款（占 40.88%）构成。

2017—2019 年末，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 0.23%。截至 2019 年末，公司应付债券为 9.98 亿元，较上年末增长 0.23%，主要为发行的公司债券“17 象屿 01”。

2017—2019 年末，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 89.76%。截至 2019 年末，公司长期应付款为 4.02 亿元，较上年末增长 14.65%，主要为应付融资租赁款。

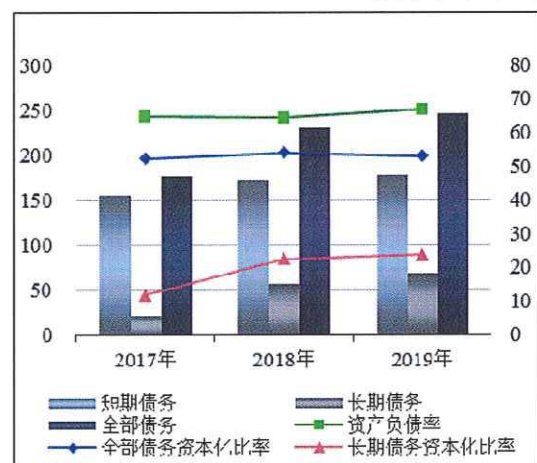
2017—2019 年末，公司其他非流动负债逐年增长，分别为 0.00 亿元、6.00 亿元和 8.50 亿元。截至 2018 年末，公司新增的其他非流动负债全部为向控股股东的长期借款。截至 2019 年末，公司其他非流动负债较上年末增长 41.60%，主要为下属子公司厦门国际物流中心开发有限公司作为基础债务人发行象屿集团 2019 年度第一期资产支持票据获取的信托贷款。

2017—2019 年末，公司全部债务分别为 176.58 亿元、229.49 亿元和 246.00 亿元，年均复合增长 18.03%。截至 2019 年末，公司全部债务为 246.00 亿元，较上年末增长 7.19%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务为 177.71 亿元（占 72.24%），较上年末增长 3.00%；长期债务为 68.29 亿元（占 27.76%），较上年末增长 19.90%，主要系长期借款增加所致。偿债指标方面，2017—2019 年末，公司资产负债率波动上升，分别为 64.78%、64.46%和 66.84%；全部债务资本化比率波动上升，分别为 52.40%、54.13%和 53.02%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为 11.85%、22.65%和 23.86%。

截至 2019 年末，若将计入其他权益工具的 30 亿元永续债调入长期债务，公司全部债务将增至 276.00 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.41%、59.49%和 34.34%，较调整前分别上升 4.56 个百分点、6.47 个百分点和 10.48 个百分点。

图 11 2017—2019 年末公司全部债务构成情况

（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额为 684.32 亿元，较上年末增长 55.75%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占 87.25%，非流动负债占 12.75%。公司其他应付款较上年末大幅增长至 48.32 亿元，主要为股东象屿集团提供的资金拆借支持（拆入资金余额 41.02 亿元）所致；其他流动负债较上年末增加 50.54 亿元，

主要系当期发行多期超短期融资券所致。截至2020年9月末，公司短期借款为216.05亿元，较上年末增长130.49%，主要系供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；应付债券为19.42亿元，较上年末增长94.53%，主要系发行公司债券所致。

截至2020年9月末，公司全部债务为430.23亿元，较上年末增长74.89%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务为350.45亿元（占81.46%），较上年末增长97.20%，主要系供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；长期债务为79.78亿元（占18.54%），较上年末增长16.83%，主要系发行公司债券所致。截至2020年9月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.04%、66.61%和27.01%，较上年末分别上升9.20个百分点、13.59个百分点和3.15个百分点，债务负担明显加重。

截至2020年9月末，若将计入其他权益工具的30亿元永续债调入长期债务，公司全部债务将增至460.23亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为79.37%、71.26%和37.16%，较调整前分别上升3.33个百分点、4.64个百分点和10.16个百分点。

4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，期间费用管控能力良好，资产减值损失有所下降；但以投资收益为主的非经常性损益波动较大，对公司利润稳定性有一定影响。

2017—2019年，随着业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，年均复合增长15.76%；利润总额逐年增长，分别为12.86亿元、18.57亿元、19.36亿元，年均复合增长22.71%。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长31.81%。2019年，公司期间费用总额为61.89亿元，较上年增长30.18%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为68.79%、11.00%、0.34%和19.87%，

以销售费用为主。2017—2019年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长34.89%，主要系公司为提升服务能力，对铝产品等核心产品供应链业务中物流配套服务增加，以及煤炭、农产品业务量增长，相应的运输、港口费用增加所致；公司管理费用逐年增长，年均复合增长26.46%；公司财务费用波动增长，年均复合增长25.56%，主要系融资规模增加所致；公司研发费用逐年增长，年均复合增长12.19%，主要系研发项目投入增加所致。2017—2019年，公司期间费用率分别为1.75%、2.03%和2.27%，公司费用控制能力良好。

从利润构成来看，2017—2019年，公司发生资产减值损失及信用减值损失总额分别为4.62亿元、4.69亿元和2.42亿元，占营业利润的比重分别为38.23%、27.01%和13.73%，其中2018年发生金额较大，主要系公司计提较大金额存货跌价损失和可供出售金融资产减值损失所致，2019年较上年大幅下降，主要系2019年末大宗商品价格上升，市场行情改善所致。2017—2019年，公司实现投资收益波动较大，分别为1.81亿元、6.18亿元和-1.76亿元，占营业利润的比例分别为14.93%、35.60%和-9.95%。公司投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、合作种植、理财收益等，受期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。

图12 2017—2019年公司期间费用构成情况

（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告、联合资信整理

图 13 2017—2019 年公司盈利指标 (单位: %)



资料来源: 公司审计报告、联合资信整理

从盈利指标看, 2017—2019 年, 公司营业利润率和总资本收益率均呈逐年上升趋势; 净资产收益率波动上升, 公司整体盈利能力较强。

2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 2693.61 亿元, 较上年同期增长 33.85%; 实现利润总额 17.66 亿元, 较上年同期增长 18.82%。

5. 现金流

2017—2019 年, 公司经营活动现金流状况逐年改善, 收入实现质量较高; 投资活动现金流持续净流出; 随着偿还到期债务金额大幅增加, 筹资活动现金流由净流入转为净流出。2020 年 1—9 月, 公司经营活动现金为大额净流出状态, 筹资活动现金流大额净流入, 季度性波动明显。

表 12 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入量	2390.86	2641.39	3001.54	3004.15
经营活动现金流出量	2419.80	2621.12	2960.14	3214.86
经营活动现金流量净额	-28.94	20.28	41.40	-210.71
投资活动现金流入量	25.73	27.73	28.92	43.55
投资活动现金流出量	41.03	44.07	68.12	38.09
投资活动现金流量净额	-15.30	-16.34	-39.20	5.46
筹资活动前现金流量净额	-44.24	3.93	2.20	-205.25
筹资活动现金流入量	502.63	469.78	699.39	716.17
筹资活动现金流出量	435.10	453.37	705.39	514.98
筹资活动现金流量净额	67.53	16.40	-5.99	201.19
现金收入比 (%)	117.31	112.54	109.81	110.91

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 受经营规模扩大影响,

2017—2019 年, 公司经营活动现金流入量逐年增长, 年均复合增长 12.05%; 经营活动现金流出量逐年增长, 年均复合增长 10.60%。综上, 2017—2019 年, 公司经营活动现金净额逐年上升; 公司现金收入比逐年有所下降, 但收入实现质量仍保持在良好水平。

从投资活动来看, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入量逐年增长, 年均复合增长 6.03%; 投资活动现金流出量逐年增长, 年均复合增长 28.85%, 其中 2019 年较上年增长 54.57%, 主要系购买短期理财产品所致。综上, 2017—2019 年, 公司投资活动现金净流出量逐年增长。

2017—2019 年, 公司筹资活动前现金流由净流出转为净流入。

从筹资活动来看, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流入量波动增长, 年均复合增长 17.96%, 其中 2019 年同比增长 48.88%, 主要为借款和吸收投资收到的现金; 筹资活动现金流出量逐年增长, 年均复合增长 27.33%, 其中 2019 年较上年增长 55.59%, 主要为偿还债务支付的现金。综上, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金净流由净流入转为净流出。

2020 年 1—9 月, 公司实现经营活动现金净流出量为 210.71 亿元, 较上年同期净流出规模 (88.23 亿元) 大幅扩张, 主要系供应链业务采购备货增加所致; 投资活动现金净流入量为 5.46 亿元, 较上年同期大幅增长, 主要系本期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期减少所致; 筹资活动现金净流入量为 201.19 亿元, 较上年同期增长 157.29%, 为满足供应链业务营运资金需求, 短期借款增加、发行超短期融资券和公司债券所致。

6. 偿债能力

2017—2019 年, 公司长期和短期偿债能力指标表现尚可; 2020 年 9 月末, 受供应链业务规模扩大影响, 公司短期偿债能力指标弱化。考虑到公司直接和间接融资渠道畅通, 且公司控股股东在融资担保、资金拆借等方面的支持力度强, 公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019 年末,公司流动比率和速动比率均呈逐年上升趋势,流动资产对流动负债的保障程度一般;公司现金短期债务比逐年上升,现金类资产对短期债务的保障程度一般。截至 2020 年 9 月末,受供应链业务规模扩大影响,公司短期债务快速增长,流动比率和速动比率较 2019 年末有所下降,现金短期债务比下降至 0.16 倍,短期偿债能力指标弱化。公司经营效率较高,直接和间接融资渠道畅通,且获股东在融资担保、资金拆借等方面的支持力度强,对短期偿债能力形成良好支撑。截至 2020 年 9 月底,象屿集团对公司

提供资金拆借余额 41.02 亿元,公司发行的“19 象屿股份 MTN001”获象屿集团提供不可撤销的连带责任保证担保。

从长期偿债能力指标看,2017—2019 年,公司 EBITDA 逐年增长。2019 年,公司 EBITDA 较上年增长 12.31%,主要由折旧(占 15.83%)、计入财务费用的利息支出(占 29.79%)和利润总额(占 52.56%)构成。2017—2019 年,公司 EBITDA 利息倍数波动上升,EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2017—2019 年,公司全部债务/EBITDA 逐年下降,EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期偿债能力指标	流动比率(%)	124.87	134.47	134.69	122.88
	速动比率(%)	79.08	80.90	81.19	81.09
	经营现金流动负债比(%)	-10.87	7.02	11.37	/
	现金短期债务比(倍)	0.30	0.39	0.46	0.16
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	24.36	32.79	36.83	/
	全部债务/EBITDA(倍)	7.25	7.00	6.68	/
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.54	3.19	/

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 9 月末,公司(含子公司)尚未了结的未决诉讼或仲裁共计 85 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。其中,公司作为原告的案件有 81 件,涉案金额为 143744.40 万元;作为被告的案件有 4 件,涉案金额为 1082.00 万元。截至 2020 年 9 月末,公司上述案件已累计计提坏账准备 52049.16 万元及存货跌价准备 1775.48 万元,计提较充分。公司从事大宗商品贸易及仓储服务,存在较多的未决诉讼、仲裁,均系日常经营正常产生,预计不会对公司财务状况、业务经营产生重大不利影响。

截至 2020 年 9 月末,公司无对外担保;公司本部为下属子公司提供的担保金额 3516174.37 万元,为期末净资产的 163.07%。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系。截至 2020 年 9 月末,公司共获得银行授信 947.86 亿元,尚未使用额度为 408.16 亿元,间

接融资渠道畅通;公司为上海证券交易所上市公司,具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至 2019 年末,母公司资产总额小幅增长,以非流动资产为主;负债规模略有增长,负债率较低;所有者权益规模保持增长。2019 年,母公司经营活动现金流为净流出。

截至 2019 年末,母公司资产总额为 139.66 亿元,较上年末增长 8.72%,主要系流动资产增加所致。其中,流动资产为 34.21 亿元(占 24.50%),非流动资产为 105.45 亿元(占 75.50%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占 11.80%)和其他应收款(占 81.98%)构成,非流动资产主要为长期股权投资(占 98.70%)。截至 2019 年末,母公司货币资金为 4.04 亿元。

截至 2019 年末,母公司负债总额为 25.85 亿元,较上年末增长 5.97%。其中,流动负债

为 10.24 亿元(占 39.62%),非流动负债为 15.61 亿元(占 60.38%)。从构成看,流动负债主要由其他应付款(占 70.32%)和一年内到期的非流动负债(占 25.92%)构成,非流动负债主要由长期借款(占 29.26%)、应付债券(占 63.96%)和其他非流动负债(占 6.53%)构成。截至 2019 年末,母公司资产负债率为 18.51%,较 2018 年末下降 0.48 个百分点。

截至 2019 年末,母公司所有者权益为 113.81 亿元,较上年末增长 9.36%。其中,实收资本占 18.96%、其他权益工具占 26.36%、资本公积占 47.96%、未分配利润占 5.06%、盈余公积占 1.67%。

2019 年,母公司营业收入为 0.39 亿元,净利润为 11.26 亿元。

截至 2019 年末,母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 8.58 亿元和 10.46 亿元,经营活动产生的现金流量净额为-1.88 亿元;投资活动产生的现金流量净额为 0.52 亿元;筹资活动产生的现金流量净额为 3.15 亿元。

从债务到期分布来看,截至 2020 年末,公司本部债券余额合计 70.90 亿元,其中 2021 年、2022 年和 2025 年到期(含回售)的债券规模分别为 15.00 亿元、35.90 亿元和 20.00 亿元,2022 年集中到期规模较大。公司债务规模快速增长且以短期债务为主,形成一定流动性压力,但符合其所处行业特征,且考虑到公司直接和间接融资渠道畅通,经营效率处于供应链同业企业中上游水平,公司本部整体债务置换压力不大。

九、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务规模影响不大;公司经营活动现金流入量对本期公司债券覆盖程度很高,EBITDA对本期公司债券覆盖程度较高。

1. 本期公司债券发行对债务的影响

截至2020年9月末,公司全部债务总额为

430.23亿元,本期拟发行债券规模不超过10.00亿元(含10.00亿元),为公司全部债务的2.32%,本期公司债券发行额度对公司债务水平影响不大。

若本期公司债券按照募集资金上限(10.00亿元)发行,以2020年9月末财务数据为基础,在其他因素不变的情况下,本期公司债券发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由76.04%、66.61%和27.01%上升至76.30%、67.12%和29.40%,公司债务负担有所上升。

截至2020年9月末,公司其他权益工具合计30.00亿元,若将以上30.00亿元全部调整计入长期债务,同时考虑到本期公司债券发行上限为10.00亿元,以2020年9月末财务数据为基础,本期公司债券发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为79.60%、71.70%和39.22%,均较调整前有所上升。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2017—2019 年,公司经营活动现金流入量对本期公司债券覆盖程度很高;EBITDA 对本期公司债券覆盖程度较高。考虑到公司在行业地位、经营规模、股东背景等方面的优势,联合资信认为,公司对本期公司债券的偿还能力极强。

表 14 本期公司债券保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量(亿元)	2390.86	2641.39	3001.54
经营活动现金流入量保障倍数(倍)	239.09	264.14	300.15
经营活动现金流量净额(亿元)	-28.94	20.28	41.40
经营活动现金流量净额保障倍数(倍)	-2.89	2.03	4.14
EBITDA(亿元)	24.36	32.79	36.83
EBITDA 保障倍数(倍)	2.44	3.28	3.68

注:数据略有差异系四舍五入造成

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

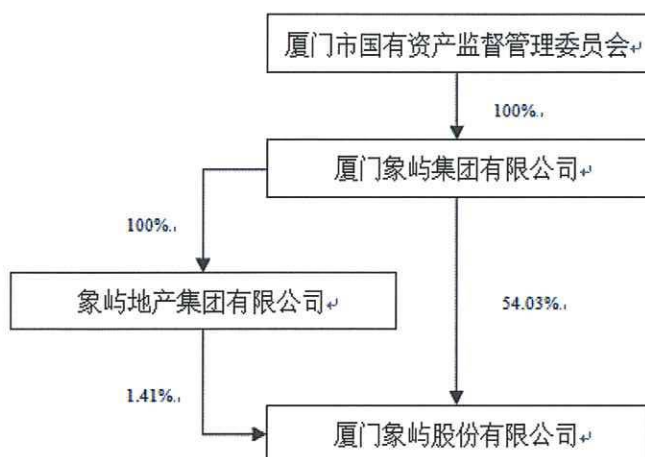
联合资信对公司的评级反映了公司作为厦门市下属重要的供应链管理与服务商之一,在

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显著优势。公司通过控股象道物流不断完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，带动经营质量提升和风控体系完善，公司综合服务能力明显增强。近年来，公司能源化工、金属矿产和农产品业务量稳定增长，收入规模逐步扩大，提质增效成果显现。同时，联合资信也关注到大宗商品价格波动性较大，公司主营业务毛利率水平有待提升，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金形成明显占用，债务规模增长快且以短期债务为主，经营现金流量净额季节性波动大等因素可能对公司信用状况带来不利影响。

未来，随着公司供应链业务的提质增效，以及全国性物流平台网络的逐步完善，公司综合竞争力有望进一步提升。

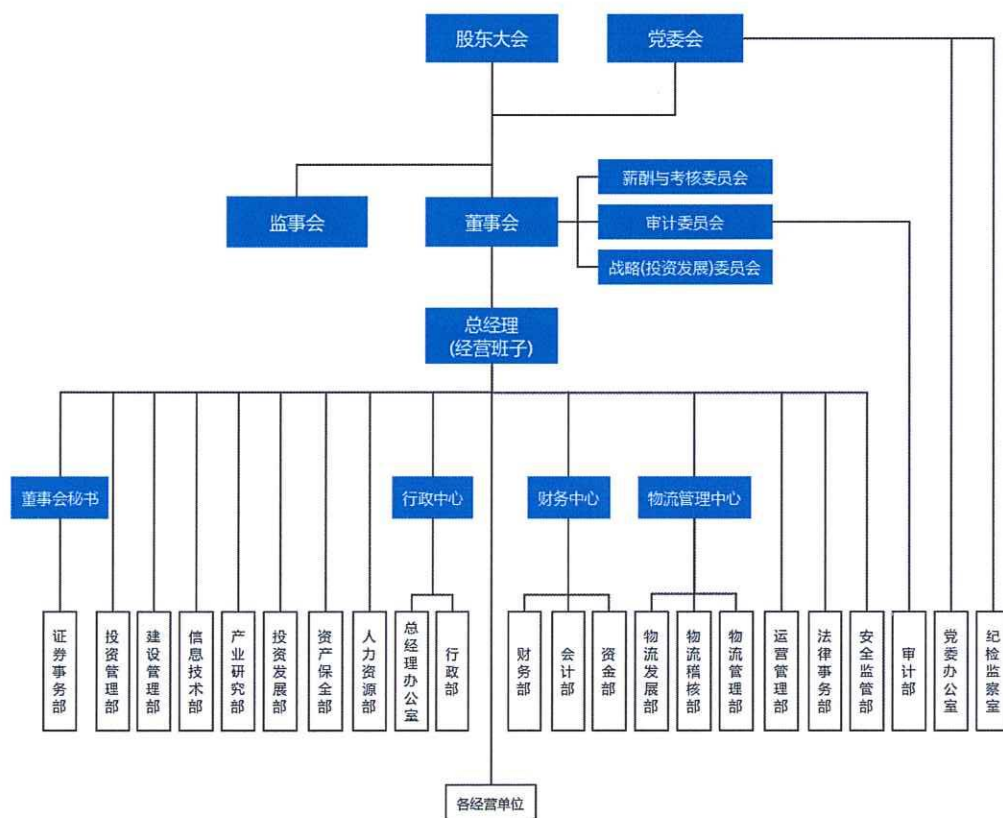
基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月末公司直接控股子公司情况

序号	公司名称	持股比例 (%)	业务性质	注册资本
1	厦门象屿物流集团有限责任公司	81.26	大宗商品采购供应及综合物流	504553.2858 万元
2	黑龙江象屿农业物产有限公司	100.00	农产品供应链	212500.00 万元
3	象道物流集团有限公司 ¹	60.00	铁路物流服务	180000.00 万元
4	福建省平行进口汽车交易中心有限公司	51.00	大宗商品采购与供应	10000.00 万元
5	象屿宏大供应链有限责任公司	51.00	大宗商品采购与供应	30000.00 万元
6	厦门象屿供应链有限责任公司	100.00	大宗商品采购与供应	20000.00 万元
7	南通象屿海洋装备有限责任公司	36.00 ²	船舶制造	20000.00 万元
8	厦门东南智慧物流港有限公司	50.00 ³	综合物流、仓储	100000.00 万元
9	象屿（美国）有限公司	100.00	大宗商品采购与供应	1000 万美元
10	象晖能源（厦门）有限公司	51.00	大宗商品采购与供应	200000.00 万元
11	厦门象屿智慧物流港有限公司	100.00	综合物流、仓储	100000.00 万元
12	厦门象屿智慧科技有限责任公司	100.00	科技推广和应用服务	5000.00 万元
13	海南象屿国际商务有限责任公司	100.00	商务服务	20000.00 万元

注：1.象道物流集团有限公司曾用名厦门象道物流有限公司，于2020年8月14日更为现名，2020年12月17日增加注册资本金至180000.00万元；2.南通象屿海洋装备有限责任公司设立于2016年12月27日，公司直接持股比例为36%，在其董事会的表决权超过半数以上，且直接对其实施实质性控制，因此将该企业纳入合并范围；3.公司对厦门东南智慧物流港有限公司的持股比例为50%，在其董事会的表决权超过半数以上，且直接对其实施实质性控制，因此将该企业纳入合并范围

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	45.91	67.92	82.24	57.40
资产总额 (亿元)	455.56	547.22	657.32	899.95
所有者权益 (亿元)	160.43	194.48	217.96	215.63
短期债务 (亿元)	155.00	172.54	177.71	350.45
长期债务 (亿元)	21.57	56.95	68.29	79.78
全部债务 (亿元)	176.58	229.49	246.00	430.23
营业收入 (亿元)	2032.91	2340.08	2724.12	2693.61
利润总额 (亿元)	12.86	18.57	19.36	17.66
EBITDA (亿元)	24.36	32.79	36.83	/
经营性净现金流 (亿元)	-28.94	20.28	41.40	-210.71
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	67.41	56.18	50.68	/
存货周转次数 (次)	17.88	16.45	15.11	/
总资产周转次数 (次)	5.12	4.67	4.52	/
现金收入比 (%)	117.31	112.54	109.81	110.91
营业利润率 (%)	2.24	2.66	3.04	1.66
总资本收益率 (%)	5.24	5.50	5.51	/
净资产收益率 (%)	6.20	7.43	6.69	/
长期债务资本化比率 (%)	11.85	22.65	23.86	27.01
全部债务资本化比率 (%)	52.40	54.13	53.02	66.61
资产负债率 (%)	64.78	64.46	66.84	76.04
流动比率 (%)	124.87	134.47	134.69	122.88
速动比率 (%)	79.08	80.90	81.19	81.09
经营现金流动负债比 (%)	-10.87	7.02	11.37	/
现金短期债务比 (倍)	0.30	0.39	0.46	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.16	3.54	3.19	/
全部债务/EBITDA (倍)	7.25	7.00	6.68	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司 2017-2019 年度财务数据均源于容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计报告；3. 2020 年 1-9 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的债务部分已计入相关债务指标测算；现金类资产已剔除受限货币资金、受限交易性金融资产及质押应收票据

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	16.02	5.63	4.89	2.97
资产总额 (亿元)	125.76	128.46	139.66	187.37
所有者权益 (亿元)	100.96	104.07	113.81	109.37
短期债务 (亿元)	8.81	9.16	2.65	45.12
长期债务 (亿元)	9.94	11.46	14.55	19.42
全部债务 (亿元)	18.75	20.62	17.20	64.54
营业收入 (亿元)	1.18	0.75	0.39	0.44
利润总额 (亿元)	5.10	2.06	11.14	2.68
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-1.95	-7.82	-1.88	1.35
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	/	/	/	/
存货周转次数 (次)	/	/	/	/
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00	/
现金收入比 (%)	62.41	0.29	210.77	2.04
营业利润率 (%)	62.96	95.22	95.12	95.58
总资本收益率 (%)	3.40	0.63	8.33	/
净资产收益率 (%)	4.69	1.53	9.89	/
长期债务资本化比率 (%)	8.96	9.92	11.34	15.08
全部债务资本化比率 (%)	15.66	16.54	13.13	37.11
资产负债率 (%)	19.72	18.99	18.51	41.63
流动比率 (%)	591.47	290.75	334.05	140.52
速动比率 (%)	591.47	290.75	334.05	140.52
经营现金流流动负债比 (%)	-16.96	-65.90	-18.34	/
现金短期债务比 (倍)	1.82	0.61	1.84	0.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司 2017-2019 年度财务数据均源于容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计报告；3. 公司 2020 年 1-9 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件3 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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 公开发行 2021 年公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年厦门象屿股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。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相关状况，如发现厦门象屿股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

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。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送厦门象屿股份有限公司、监管部门等。