

信用评级公告

联合〔2023〕62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发行的 2023 年度第一期中期票据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 2023 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

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年一月四日

厦门象屿股份有限公司

2023 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：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：基础发行金额 5 亿元，发行金额上限 15 亿元

本期中期票据期限：品种一：2+N(2) 年，品种二：3+N(3) 年，品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制，于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：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

募集资金用途：补充公司本部及子公司营运资金

评级时间：2023 年 1 月 4 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	V4.0.202208
贸易企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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。近年来，公司主动优化产品结构、业务结构及服务模式，聚焦附加值高的业务和产品，对单位商品叠加多维度服务价值，核心产品业务量持续提升，带动经营业绩保持增长。控股股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）背景雄厚，公司在其发展战略、业务布局上非常重要，在流动资金支持方面获得支持力度较大。同时，联合资信也关注到大宗商品价格波动、公司业务规模快速扩张推升资金需求，债务规模持续增长，营运资本占用存在周期性波动，峰值时的短期债务水平显著提升等因素可能对公司信用水平造成的影响。

本期中期票据的发行对公司债务结构有一定影响，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

未来，随着公司供应链业务的提质增效，在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局和物流资源整合推进，以及非公开发行股票地完成，公司综合竞争力有望进一步巩固。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属区域战略地位突出，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，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为

本次评级模型打分表及结果：

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	2
			现金流量	2
		资本结构		5
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素			--	
评级结果			AAA	

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：王晴 刘丙江

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. 公司综合物流服务能力保持行业领先水平。公司已建立起覆盖全国，连接海外的“公、铁、水、仓”网络化物流服务体系，并基于“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与物流服务的横向协同，为业务规模的增长和盈利质量的提升提供了有力支撑。
3. 公司经营业绩持续提升，经营效率保持较高水平。近年来，公司经营业绩持续提升，营业收入和利润规模保持增长，经营效率较高。
4. 公司控股股东象屿集团背景雄厚，公司在其发展战略、业务布局上非常重要，在流动资金支持方面获得支持力度较大。象屿集团为厦门市国有资产监督管理委员会履行出资人职责的市属大型国有集团企业，公司系其供应链全产业链业务运营主体及其收入和利润的主要来源。公司及下属控股子公司获得象屿集团及其关联公司借款的最高额度为 100 亿元。

关注

1. 贸易摩擦及全球新冠肺炎疫情蔓延影响下，大宗商品价格波动可能对供应链管理服务行业产生不利影响。2020 年以来，受新冠疫情影响，全球经济发展存在不确定性，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动可能对公司经营环境产生一定不利影响。因大宗商品市场波动，资产减值损失、投资收益等非经常性损益对公司利润有一定影响。
2. 供应链业务规模的扩张持续推升公司流动资金需求，公司经营活动现金流易受上下游回款周期影响，存在季节性波动。随着公司供应链业务规模持续扩张，公司流动资产中存货、预付款项及应收账款等营运资产对公司资金占用加大；公司经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在季节性波动，对外融资需求持续存在，峰值时的短期债务规模大，对流动性管理要求很高。
3. 近年来，公司债务规模持续增长，债务负担较重。截至 2021 年底，公司全部债务 344.15 亿元，较上年底增长 5.73%；公司资产负债率为 67.31%，全部债务资本化比率为 52.41%。考虑到公司所有者权益中包括永续债等其他权益工具，实际债务负担高于上述值。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	98.72	172.90	186.45	160.76
资产总额（亿元）	657.32	873.65	958.34	1219.51
所有者权益（亿元）	217.96	265.09	313.30	310.96
短期债务（亿元）	177.71	240.41	275.32	541.83
长期债务（亿元）	68.29	85.09	69.64	45.62
全部债务（亿元）	246.00	325.50	344.96	587.45
营业收入（亿元）	2724.12	3602.15	4625.16	2541.51
利润总额（亿元）	19.36	22.29	39.97	26.38
EBITDA（亿元）	36.84	43.05	61.32	--
经营性净现金流（亿元）	41.40	12.80	54.20	-168.52
营业利润率（%）	3.04	1.87	2.09	2.39
净资产收益率（%）	6.69	6.14	8.68	--
资产负债率（%）	66.84	69.66	67.31	74.50
全部债务资本化比率（%）	53.02	55.11	52.41	65.39
流动比率（%）	134.69	136.54	138.28	121.81
经营现金流动负债比（%）	11.37	2.49	9.61	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.72	0.68	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	3.19	3.01	4.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.68	7.56	5.63	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额（亿元）	139.66	170.25	224.61	275.66
所有者权益（亿元）	113.81	123.97	134.20	116.53
全部债务（亿元）	17.20	30.61	43.94	119.02
营业收入（亿元）	0.39	1.07	2.20	8.36
利润总额（亿元）	11.14	8.47	14.87	4.03
资产负债率（%）	18.51	27.18	40.25	57.73
全部债务资本化比率（%）	13.13	19.80	24.67	50.53
流动比率（%）	334.05	273.47	177.17	118.20
经营现金流动负债比（%）	-18.34	14.92	-8.95	--

注：1、2022 年 1-6 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2、2019-2022 年 6 月末所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 30.00 亿元、40.00 亿元、43.00 亿元和 33.00 亿元；3、合并口径其他应付款、其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标；母公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务已调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

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	2022/8/11	刘丙江 闫力	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）	阅读全文
AAA	稳定	2020/6/9	郭察理 王晴	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）	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） 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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受厦门象屿股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

厦门象屿股份有限公司

2023 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“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2022年6月底，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52.04%的股权，通过象屿地产集团有限公司（以下简称“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：一般项目：贸易经纪；货物进出口；进出口代理；国内贸易代理等。

截至2022年6月底，公司本部内设行政中心、财务中心和物流管理中心等职能部门（详见附件1-2）。

截至2021年底，公司合并资产总额958.34亿元，所有者权益合计313.30亿元（含少数股东权益141.15亿元）；2021年，公司实现营业收入4625.16亿元，利润总额39.97亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额1219.51亿元，所有者权益310.96亿元（含少数股东权益147.90亿元）；2022年1—6月，公司实现营业收入2541.51亿元，利润总额26.38亿元。

公司注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区象屿路99号厦门国际航运中心

E栋5层08单元¹；法定代表人：邓启东。

二、本期中期票据概况

公司本次计划发行2023年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），募集资金将用于补充公司本部及子公司营运资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期中期票据基础发行金额5亿元，发行金额上限15亿元。品种一为2+N(2)年期；品种二为3+N(3)年期。公司与簿记管理人有权根据集中簿记建档情况对本期债券各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过15亿元。本期中期票据于公司依照发行条款约定赎回之前长期存续，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（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。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。

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。

在利率方面，品种一：前2个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档确定，在前2个计息年度内保持不变。前2个计息年度的票面利率为初始基准利率²加上初始利差³。第2个

¹ 公司注册地址尚未完成工商变更。

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站（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2年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到

计息年度末为首个票面利率重置日，自第 3 个计息年度起，每 2 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 2 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）。如公司选择不赎回本期中期票据，则从第 3 个计息年度开始，每 2 年票面利率调整为当期基准利率⁴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 2 个计息年度内保持不变；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率再加上 300 个基点确定。

品种二：前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档确定，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⁵加上初始利差⁶。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）。如公司选择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⁷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 个计息年度内保持不变；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率再加上 300 个基点确定。

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，如果公司向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本，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。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，不得向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。

（2）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。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据的赎回设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

0.01%）。

³初始利差为首个 2 年期票面利率与初始基准利率之间的差值。

⁴当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（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 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

⁵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站（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（四舍五入计算到 0.01%）。

⁶初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

⁷当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（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（四舍五入计算到 0.01%）。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP当季同比增速

（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度，第一产业增加值同比增长4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速（分别为5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速（%）	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速（%）	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速（%）	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速（%）	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速（%）	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速（%）	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅（%）	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅（%）	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速（%）	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速（%）	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速（%）	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率（%）	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速（%）	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国

固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外

贸方面，出口整体增长较快，但8月和9月当月同比增速均出现大幅回落。2022年前三季度中国货物进出口总额4.75万亿美元，同比增长8.70%。其中，出口2.70万亿美元，同比增长12.50%；进口2.05万亿美元，同比增长4.10%；贸易顺差6451.53亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022年前三季度，CPI累计同比增长2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI累计同比增长5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度PPI-CPI剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022年前三季度，新增社融规模27.77万亿元，同比多增3.01万亿元；9月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较6月末低0.20个百分点。分项看，2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增1.50万亿元、1.06万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022年前三季度，全国一般公共预算收入15.32万亿元，按自然口径计算同比下降6.60%，扣除留抵退税因素后，增长4.10%。支出方面，2022年前三季度全国一般公共预算支出19.04万亿元，同比增长6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持

较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022年二季度城镇调查失业率均值上升至5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022年前三季度，全国居民人均可支配收入2.77万元，实际同比增长3.20%；全国居民人均消费支出1.79万元，实际同比增长1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022年9月28日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低

迷，经济增长仍面临较大压力。

四、行业及区域经济环境

1. 供应链管理服务及物流行业

(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。

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，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，截至2019年底，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。2021年，国际大宗商品价格呈先涨

后跌走势，前10个月持续上涨，个别产品价格创出历史新高，10月底开始震荡回落，总体水平比上年明显上涨。2022年一季度，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

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) 物流行业

全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情形势好转后全球需求复苏，但海运物流不畅、交付延误导致客户弃货，物流成本持续攀升侵蚀相关出口企业利润。2021年，中国物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势。

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。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020年中国社会物流总额300.1万亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

2020年下半年以来，随着航运需求不断上升，全球海运面临运力不足，尤其是出现集装

箱空箱不足、周转率下降的现象，海运运价和运输成本大幅上涨。由于疫情形势有所好转，因船舶集中到港、提货缓慢导致港口集装箱数量增加，港口作业过载现象也十分普遍，这些也直接增加了货物仓储成本，并可能导致一些易腐或保质期短的货品面临更多的威胁。

港口拥堵、出港陆运延误导致货物交付延迟、运费居高不下甚至出运困难，交付延误将导致目的港弃货可能性直线上升。集装箱运费攀升，最受冲击的是低附加值的商品，因为利润空间小，这些商品无法承受过高的运价，导致很多海外买家暂停下单，并把一些低货值的商品订单进行延期或者拒绝收货。同时船公司运费和附加费继续上涨，物流成本继续侵蚀相关出口企业利润。

2021年，中国社会物流总额335.2万亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，两年年均增长6.2%，增速恢复至正常年份平均水平，物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势，社会物流总费用与GDP的比率稳中有降，“十四五”实现良好开局。

2. 区域经济概况

厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，2021年经济运行保持平稳增长态势。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《2021年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2021年厦门地区生产总值（GDP）7033.89亿元，按可比价格计算，比上年增长8.1%。其中，第一产业增加值29.06亿元，增长5.3%；第二产业增加值2882.89亿元，增长6.7%；第三产业增加值4121.94亿元，增长9.0%。三次产业结构为0.4：41.0：58.6。

内贸方面，2021年厦门市社会消费品零售总额2584.07亿元，比上年增长12.7%。按消费形态分，商品零售2313.56亿元，增长12.0%；餐饮收入270.51亿元，增长18.6%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值8876.52亿元，比

上年增长27.7%，其中，出口4307.30亿元，增长20.6%；进口4569.22亿元，增长35.3%。

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。2021年，厦门市进入全国营商环境排名的前十位，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2022年6月底，象屿集团直接持有公司52.04%⁸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。

2. 企业规模

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。

公司基于“立足供应链，服务产业链，创造价值链”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”，夯实提升多式联运能力，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。

行业地位方面，公司位列2021年《福布斯》全球上市公司2000强第1504位；位列《财富》中国500强第32位；全国仓储企业100强第3

⁸2021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。

位，是国家 5A 级物流企业；入选全国首批供应链创新与应用示范企业、中国物流优秀服务商。

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，积极向数智化转型，构建了涵盖企业经营分析、客户关系、风险管理、财务管控、人力资源管理在内的数智化体系。2021 年，公司完成“农业产业级互联网平台”仓点联盟部分的系统建设，“铁军”地推团队服务区域拓展至公司七大粮食基地周边产区；“屿链通”数字供应链金融服务平台进一步拓展金融机构合作伙伴。

截至 2021 年底，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”）和黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）。其中，象屿物流是公司下属最重要的大宗商品采购供应及综合物流业务运营主体，象屿农产是主要从事农产品采购分销与仓储物流的农业全产业链的运营主体。

2021 年，象屿物流营业收入同比增长 29.37%，供应链主业盈利能力进一步提升。同期，象屿农产基于完善的农业产业链布局，在种植端、收购端、销售端全面发力，粮食采购分销业务持续放量，营业收入同比增长 11.50%。

表 2 公司下属核心业务运营主体 2021 年财务指标

公司名称	业务性质	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	2021 年/底 (亿元)			
				总资产	所有者权益	营业收入	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	50.46	672.56	155.41	4150.13	24.39
黑龙江象屿农业物产有限公司	农产品供应链	63.16	21.25	203.56	71.64	301.06	4.04

注：表中财务数据均为合并口径

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。

截至2022年6月底，公司董事会成员共9名，其中董事长1名，副董事长兼任总经理1名，董事4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6名。

公司董事长邓启东先生，1970 年出生，现任公司董事长，曾任公司总经理，象屿集团总裁助理、贸易中心总经理，象屿物流总经理。

公司总经理齐卫东先生，1966 年出生，现任公司副董事长、总经理兼财务负责人，曾任公司副总经理，象屿集团贸易中心常务副总经理，象屿物流财务负责人、贸易中心管理本部及贸易事业部总经理。

截至 2021 年底，公司（合并口径）员工总数 7034 人，构成见下表。

表 3 公司 2021 年末（合并口径）员工构成情况

项目	人数 (人)	占比 (%)
按教育程度划分	高中及以下	1183
	中专	1138
	大专、本科	4206
	研究生及以上	507
按职称划分	初级	163
	中级	200
	高级	21
	其他	6650
按年龄划分	30 岁以下	2031
	30-40 岁	2889
	40-50 岁	1378
	50 岁以上	736
合计	7034	100.00

注：尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

公司本部无未结清的不良或关注类信贷记

录；因借壳上市，沿用原夏新电子贷款卡而存在部分已结清的不良和关注类信贷记录，与公司日常经营无关。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至 2022 年 12 月 13 日，公司本部无未结清的不良信贷记录；已结清信贷中，有 89 笔垫款记录，有 192 笔关注类和不良类短期借款、3 笔关注类贴现、122 笔关注类银行承兑汇票、244 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本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 12 月 13 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善。

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。董事任期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、财务及资金管理等方面不断建立健全各项内部控制和风险管理

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个区域建立了 40 个自有及包租管理的仓库，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《厦门象屿股份有限公司信用业务管理制度》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《厦门象屿股份有限公司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 2022 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，减少子公司在市场经济中的风险。

七、重大事项

非公开发行 A 股股票

2022 年 5 月 17 日，公司发布《厦门象屿股份有限公司非公开发行 A 股股票预案》，计划募集资金 35.00 亿元用于补充流动资金及偿还债务。本次非公开发行 A 股股票的发行对象为招商局集团有限公司（以下简称“招商局”）、山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口”）及象屿集团，招商局、山东港口及象屿集团拟以现金方式一次性全额认购，其中招商局认购 10.00 亿元，山东港口认购 10.00 亿元，象屿集团认购 15.00 亿元，三者所认购的本次发行的股票自本次发行结束之日起 18 个月内不得转让。本次非公开发行后，招商局、山东港口将分别成为公司持股 5%以上股东，但是不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。截至本报告出具日，本次非公开发行股票事项尚需取得中国证监会的核准。

八、经营分析

1. 经营现状

近年来，在国内爆发新冠肺炎疫情、经济承压、大宗商品波动加剧的外部环境下，公司通过复制推广核心业务模式、夯实提升多式联运能力和围绕一带一路拓展海外业务等方式扩张业务规模，经营业绩保持提升。

公司以大宗商品采购分销服务及物流服务为主业。2019—2021年，公司经营规模持续扩张。2021年，公司实现营业收入4625.16亿元，同比增长28.40%；实现利润总额39.97亿元，同比增长79.31%。公司主营业务收入占营业收入的比重均保持在99%左右，主营业务十分突出。

2019—2021年，公司主营业务收入持续增长。2021年，公司大宗商品经营与物流服务收入同比增长28.13%，主要系公司夯实供应链和

物流平台化服务体系，业务量增加所致，为公司主要收入来源。公司其他收入主要包括船舶建造及铁矿石加工业务收入等，占主营业务收入比重较小。

从毛利率来看，2019—2021年，公司主营业务毛利率呈波动下降趋势。2020年，公司大宗商品经营与物流服务毛利率同比下降明显，主要系受新收入准则影响，商品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，以及疫情、高速公路过路费减免、国际油价低位震荡等因素影响铁路物流盈利能力所致。2021年，公司大宗商品经营与物流服务毛利率同比变动不大；其他业务毛利率升至7.20%。

2022年1—6月，公司实现主营业务收入2533.95亿元，毛利率为2.37%；实现利润总额26.38亿元，同比增长35.38%。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况

板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—6月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
大宗商品经营与物流服务	2694.32	99.04	3.09	3560.48	98.96	1.98	4562.12	98.91	2.07	2495.81	98.49	2.22
其他	26.24	0.96	-1.42	37.46	1.04	-5.34	50.18	1.09	7.20	38.14	1.51	12.49
合计	2720.56	100.00	3.04	3597.95	100.00	1.91	4612.30	100.00	2.12	2533.95	100.00	2.37

注：上表主营业务收入与营业收入差别主要为象屿农产的装卸烘干等业务收入；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 大宗商品经营与物流服务

近年来，公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，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，带动大宗商品经营及物流服务收入快速增长。

大宗商品经营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，服务对象主要是制造业企业客户和贸易商客户，其中，制造业企业服务量占比已达

50%以上。大宗商品经营及物流服务主要依托平台化优势和智能化信息科技体系等，为客户提供物流配送、采购分销、信息咨询和供应链金融等全产业链服务。

(1) 大宗商品经营

公司大宗商品经营业务盈利来源为“以服务收益为主，兼具金融收益和交易收益”，并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。

公司经营的核心产品金属矿产、能源化工、农产品和新能源合计收入占贸易业务收入的98%左右，其中，金属矿产类收入贡献占60%

以上。

表5 公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况

商品类别	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-6 月	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
能源化工	676.25	25.63	760.46	21.71	1089.87	24.28	396.39	16.13
金属矿产	1699.85	64.42	2325.08	66.38	2927.89	65.23	1716.91	69.87
农产品	233.07	8.83	397.38	11.34	439.88	9.80	241.33	9.82
新能源	--	--	--	--	--	--	86.73	3.53
其他	29.38	1.11	19.99	0.57	30.93	0.69	15.79	0.64
合计	2638.55	100.00	3502.91	100.00	4488.57	100.00	2457.15	100.00

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采和其他非吨核算的商品；2022年1-6月新增新能源分类，仅为产品分类口径变化，非新增产品；由于焦煤、焦炭为炼钢辅料，2022年1-6月将其由煤炭供应链调整至黑色金属供应链，归属于金属矿产板块。

资料来源：公司提供

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。2021 年，公司前五大供应商采购额合计 951.57 亿元，占采购总额的比重为 20.99%，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。2021 年，公司前五大客户销售额合计 402.33 亿元，占销售总额的比重分别为 8.70%，集中度低。

表6 公司大宗商品经营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	以江浙、福建、广东、上海等地区为核心，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西南地区。	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。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

能源化工

公司能源化工业务主要涉及煤炭、塑料原料和有机化学品等种类。2021 年，公司依托铁路物流和口岸物流服务能力，深化与终端电厂、钢厂合作，实现内贸煤和进口煤业务双增长，煤炭经营量突破 7000 万吨；积极拓展石化供应链客户，石油业务营业收入同比增长超 35%。从经营货量来看，2021 年，能源化工供应链合计经营货量 8428 万吨（主要包含煤炭供应链 7406 万吨），同比增长 18.56%，主要源于煤炭和油品货量的快速增长。

金属矿产

金属矿产供应链方面，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。

此外，公司在大宗商品经营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。近年来，公司持续在钢铁、铝等产业链复制推广“全程供应链管理服务模式”，实现经营规模超 1000 亿元，同时部分业务采取利润分成合作方式，销售净利率明显提升。联合资信关注到，上述模式的开展一方面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，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控制业务风险。

2021 年，公司实现金属矿产收入 2927.89 亿元，同比增长 22.40%；2022 年 1—6 月，实现金属矿产收入 1716.91 亿元。

农产品

粮食产业链服务模式已运用到公司农产品产业服务中。公司贯通产前、产中、产后，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。公司依托 7 大粮食收购、仓储、物流平台和北粮南运物流服务体系，为大型养殖、饲料和深加工企业提供一体化原粮供应服务，玉米年经营量达千万吨级。

2021 年，公司拓展外围合作库点 108 个，组建地推团队，提升进口能力，强化粮源掌控；拓展长江流域、西南区域、华北区域销售市场，完成农产品销售量超 1200 万吨；布局大豆压榨业务，实现从进口大豆到豆油、豆粕加工的产业链延伸。

新能源

公司新能源产业链服务项目主要为两类。锂电方面，公司秉持“上整资源、下拓渠道、中联物流”的经营理念，着重打通“海内外矿山资源获取、国内半成品委外加工、下游客户长协供应锁定”的全产业链运营通路。目前，公司已与华友钴业、中伟股份、格林美、盛屯矿业、龙蟠科技、融通高科等企业形成了紧密合作关系。其中，2021 年度钴原料进口市场份额占比 15%，碳酸锂年经营量约 1.55 万吨。光伏方面，公司与头部光伏企业在渠道建设、供应链管理、国际物流、海外市场等方面建立了良好的合作关系。

（2）大宗商品物流服务

大宗商品物流服务方面，公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。2021 年，公司综合物流服务收入同比增长 34.80%，毛利率同比减少 2.39 个百分点，一方面原因是受海运费持续走高、海外疫情反复、双控政策影响，导致毛利率较高的进口物流、国际租船等业务开展受阻，另一方面原因是公司为拓展市场份额，主动降低收益率；农产品物流营业收入的下降主要是国储平均仓储量和出库量同比下降均超 40%所致。

表 7 近年来公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	35.13	10.43	43.23	11.38	58.27	8.98
农产品物流服务	7.76	61.23	5.68	55.41	3.71	51.03
铁路物流服务	12.88	27.25	8.66	13.38	11.56	6.36

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司拥有一批专业化、市场化的物流团队，能够为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。截至 2022 年 6 月底，公司具备的物流基础设施见下表。

表 8 截至 2022 年 6 月底公司基础设施情况

项目	基础设施情况	相关运营主体
铁路运输	15 个铁路货运站（自有 12 个、租赁 3 个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套 47 条铁路专用线（其中在建线路 8 条）、逾 250 万平方米集装箱堆场和仓库、超 2.6 万个自备集装箱，年发运能力超 1600 万吨，居行业前列，形成“山东、河南—新疆”“陕西—云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。	象道物流
公路运输	线下自有运输车辆超 800 辆，整合车辆超 10 万辆；线上开发网络货运平台，整合车辆 4 万辆。	象屿物流、象屿农产及其下属子公司
水路运输	与招商港口系、山东港口系、中远海系、日照港、连云港、青岛港等优质港航企业达成战略合作，整合运力，实现国内沿海及长江流域年运量约 2000 万吨，印尼-中国航线年运量约 500 万吨。新增购置 1 艘自有集散两用船舶，形成“自有+合作”相结合的水运运力配置。	
仓储集群	7 大粮食收购平台，仓容能力约 1500 万吨，其中自建粮食仓容约 1000 万吨，配备 8 条铁路专用线；40 个自有及包租管理的仓库，仓容能力约 300 万吨，存储产品包括钢材、塑化、农副产品、民生消费品等；5 个堆场，面积逾 40 万平方米；准入仓库超 2500 家。	

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。2021 年，公司完成“中国—印尼、越南、泰国”国际物流线路运输量 631 万吨，长江及沿海 T 型水域运输量 1859 万吨，进口清关量 1929 万吨，仓储业务量 672 万吨。

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黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“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。2021 年，公司利用自有物流资源，为外部客户提供运输服务，运输量 201 万吨；完成粮食国储收购、烘干、仓储、出库各环节业务量合计 731 万吨，其中国储平均仓储量 453 万吨、出库量 200 万吨，同比下降均超 40%，导致农产

品物流营业收入下降。

铁路物流服务

公司以象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运站场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。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，主要运输品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。2021 年，公司铁路物流运力利用率逐步爬坡，完成铁路发送量 508 万吨，同比增长 2%；到达量 769 万吨，同比增长 97%；仓储量 384 万吨，同比增长 157%。同期，公司铁路物流服务实现收入 11.56 亿元，毛利率同比减少 7.02 个百分点至 6.36%。

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，主要运输品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。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。

3. 经营效率

公司经营效率较高。

2019—2021年，公司销售债权周转次数持续下降，存货周转次数和总资产周转次数均呈持续上升趋势。2021年，公司销售债权周转次数同比下降，存货周转次数和总资产周转次数同比提升，分别为33.08次、20.76次和5.05次。公司经营效率较高。

4. 未来发展

公司未来发展战略主要围绕强化供应链服务主业核心竞争力制定，较为切实可行。

公司基于历史经营成果与经验制定了五年（2021~2025年）发展战略规划，将秉持“立足供应链，服务产业链，创造价值链”的经营理念，以成为“世界一流的供应链服务企业”为目标，以“平台化、国际化、数智化”为发展方向，聚焦核心产业链、核心客户，持续打造一体化供应链服务能力，不断深化服务价值，通过供应链服务为实体企业降本增效，实现与产业链上下游客户共生共赢。

业务模式方面，公司坚持全面向“供应链服务商”的长期战略转型，抓住数智化机会，持续推动商业模式创新，构建有别于传统贸易、物流企业的现代供应链综合整合能力。业务方向方面，根据市场吸引力和象屿匹配度，将各品种划分为重点发展品种、维持发展品种、待发展品种和机会发展品种；对客户进行分类管理，为不同类型客户提供不同服务组合。能力打造方面，持续提升物流服务、金融服务、采购服务和信息服务能力，更好地向产业链企业提供服务，形成产业链话语权。国际化发展方面，建立全球市场信息收集机制，培养全球行情研判能力，紧密跟踪核心客户的国际化发展步伐，匹配自身的国际物流、金融、信息研判

和加工能力，帮助其进行采购渠道的优化设计；通过“借船出海”的方式，沿“一带一路”进行国际化发展，对接国际航运资源，构建中国-东南亚航运运力，对接海外港口、期货交割库，保障供应链物流服务需求。组织管控方面，建设“战略型总部”，强化“战略管理、大客户服务、物贸联动、产融结合、信息化升级”等关键功能，持续推动组织架构优化，提升职能保障能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）⁹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2022年1—6月财务报表未经审计。

合并范围方面，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，公司纳入合并报表的子公司较2019年底新增20家公司，主要是因业务拓展需要，新设/并购山东恒隆粮油有限公司等30家公司，减少黑龙江象屿汽车贸易有限公司等10家公司。2021年，公司纳入合并报表的子公司较2020年底新增4家，主要是因业务拓展需要，合并新疆象道物流有限公司等13家公司，减少上海象屿物流发展有限责任公司等9家公司。2022年1—6月，公司纳入合并报表的子公司较2021年底新增9家，主要是因业务拓展需要，新设象屿石油（上海）有限责任公司等12家，减少厦门象屿农产投资有限责任公司等3家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，公司合并资产总额958.34

⁹ 2019年8月，公司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（含本公司审计团队）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）。

亿元，所有者权益合计313.30亿元（含少数股东权益141.15亿元）；2021年，公司实现营业收入4625.16亿元，利润总额39.97亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额1219.51亿元，所有者权益310.96亿元（含少数股东权益147.90亿元）；2022年1—6月，公司实现营业收入2541.51亿元，利润总额26.38亿元。

2. 资产质量

近年来，随着业务规模扩大，公司资产总额快速增长，资产结构以流动资产为主，受限比例较低，应收账款、预付款项账龄短，且存货以变现能力良好的大宗商品为主，整体资产流动性和质量良好。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长20.75%。截至2021年底，公司合并资产总额958.34亿元，较上年底增长9.69%。其中，流动资产占81.39%，非流动资产占18.61%。

（1）流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长26.13%。截至2021年底，流动资产779.95亿元，较上年底增长11.09%，主要来源于经营规模扩张带来的货币资金、应收账款、存货和预付款项的增长。公司流动资产主要由货币资金（占17.45%）、交易性金融资产（占6.09%）、应收账款（占18.46%）、预付款项（占21.79%）和存货（占28.46%）构成。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长37.38%。截至2021年底，公司货币资金136.14亿元，较上年底增长17.00%。公司货币资金中使用受限的金额为29.79亿元，主要为保证金和冻结款、定期存款和应计利息等，受限比例较高。

2019—2021年末，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长41.11%。截至2021年底，公司交易性金融资产47.50亿元，较上年底下降3.95%。构成上，交易性金融资产主要

为理财产品46.27亿元¹⁰；用于质押而受限的交易性金融资产合计30.26亿元，受限比例高。

2019—2021年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长62.13%。截至2021年底，公司应收账款账面价值143.96亿元，较上年底增长14.92%，主要是本年供应链业务整体规模扩大，相应的应收账款增加所致。按账龄看，3个月内（含）到期应收账款占余额的85.52%，4~12个月内到期（含）应收账款占余额的11.28%，1年以上到期的应收账款合计占期末账面余额的3.21%，整体账龄短。公司累计计提应收账款坏账准备4.79亿元，综合计提比例为3.22%。其中，公司对按单项计提坏账准备的应收账款余额为2.84亿元，因预计无法收回而计提坏账准备。欠款方前五名共计占应收账款余额的44.62%，集中度较高，较上年底（53.21%）有所下降。

表9 截至2021年底公司应收账款前五名情况

单位名称	余额（万元）	占比（%）	坏账准备余额（万元）
客户一	565709.98	38.03	0.00
客户二	38305.55	2.58	383.06
客户三	21947.30	1.48	219.47
客户四	18940.37	1.27	0.00
客户五	18815.89	1.26	188.16
合计	663719.09	44.62	790.69

注：客户一即同一控制下关联方OSS公司；尾差系四舍五入导致
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2019—2021年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长42.87%。截至2021年底，公司预付款项169.96亿元，较上年底增长42.88%，

¹⁰根据2021年3月发布的《关于2021年度委托理财的公告》，公司委托投资理财业务范围：（1）投资期限不超过12个月、流动性较强、风险极低、收益率相对稳定的银行及信托理财产品。（2）投资期限固定、收益稳定、无投资风险的短期国债逆回购产品。（3）风险可控、收益率稳定的国债。（4）投资期限较短、风险较低、收益率相对稳定的短期柜台债券产品。委托理财金额在任何时点投资余额不超过公司上一年度经审计净资产的50%，单笔不超过12个月。公司开展短期投资理财的协议对方均为金融机构，与公司不存在产权、资产、人员等方面的其它关系。

主要系业务发展需要增加商品采购规模所致。其中账龄在1年以内的占99.32%，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44.86%，其中对第一名单位的预付款余额33.23亿元，集中度较高。

表10 截至2021年底公司预付款项前五名情况

单位名称	账面余额(亿元)	占比(%)
客商一	33.23	19.55
客商二	16.62	9.78
客商三	13.81	8.13
客商四	6.39	3.76
客商五	6.19	3.64
合计	76.24	44.86

资料来源：公司提供

2019—2021年末，公司其他应收款有所波动。截至2021年底，公司其他应收款为16.83亿元，较上年底下降20.79%。其他应收款期末余额合计23.22亿元，主要构成包括期货保证金（较上年底下降31.07%）、重大存货往来诉讼或纠纷转入款（较上年底增长12.40%）以及押金或其他保证金（较上年底增长4.58%）等；期末累计计提坏账准备6.39亿元。其他应收款期末余额前五名合计占总额的29.21%，均为保证金，集中度偏高。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长6.77%。截至2021年底，公司存货账面价值221.95亿元，较上年底增长3.82%；累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备5.97亿元（当期增加1.79亿元），计提比例为2.62%。

2019—2021年末，公司其他流动资产有所下降。截至2021年底，公司其他流动资产为31.60亿元，较上年底下降18.26%。构成上，贷款业务余额降至19.52亿元，其他构成主要为进项税7.78亿元、定期存款3.76亿元等。公司自营贷款及委托贷款未出现逾期。

（2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长3.33%。截至2021年底，公司非流动资产178.39亿元，较上年底增长3.99%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占8.99%）、固定资产（占56.55%）和无形资产（占11.46%）构成。

2019—2021年末，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长1.44%。截至2021年底，公司长期股权投资16.03亿元，较上年底增长25.95%，主要系新增对开曼铝业（三门峡）有限公司和内蒙古易至科技股份有限公司等投资所致。截至2021年底，公司长期股权投资主要包括开曼铝业（三门峡）有限公司4.39亿元、哈尔滨农村商业银行股份有限公司3.62亿元等，当期权益法下确认的投资收益为1.79亿元，被投资单位宣告发放现金股利或利润2.02亿元。

2019—2021年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长1.57%。截至2021年底，公司固定资产账面价值100.87亿元，较上年底增长3.39%，主要构成包括房屋建筑物39.75亿元、构筑物及其他设施32.79亿元、机器设备18.75亿元以及运输工具9.19亿元等；公司累计计提固定资产折旧26.63亿元。

2019—2021年末，公司在建工程波动下降。截至2021年底，公司在建工程为8.81亿元，较上年底下降28.84%，主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程5.44亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程2.47亿元，均已进入竣工结算阶段；当期重要在建工程转入固定资产金额为2.81亿元，建设投入增加0.39亿元。

2019—2021年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长2.84%。截至2021年底，公司无形资产20.45亿元，较上年底增长9.51%。构成上以土地使用权（18.93亿元）为主。

2019—2021年末，公司其他非流动资产波动增长。截至2021年底，公司其他非流动资产5.66亿元，较上年底下降38.71%。主要构成包

括定期存款 4.02 亿元等。

截至 2021 年底，公司资产受限规模合计 98.90 亿元，占资产总额的 10.32%，受限比例较低，受限资产情况见下表。

表 11 截至 2021 年底公司受限资产（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.12	冻结款
货币资金	29.67	保证金、定期存单及应计利息
交易性金融资产	30.26	质押
应收票据	0.62	质押
应收账款	0.93	质押
应收款项融资	0.06	质押
存货	3.04	质押及售后回购
投资性房地产	4.67	抵押
固定资产	19.67	抵押
在建工程	0.52	抵押
无形资产	5.60	抵押
其他流动资产	3.76	质押
合计	98.90	--

注：子公司象道物流以成都青白江象道物流有限公司 100%股权质押，向银行借款 4880.00 万元；象道物流以新疆象道物流有限公司 100%股权质押，向银行借款 3.70 亿元

资料来源：公司审计报告

截至 2022 年 6 月底，公司合并资产总额 1219.51 亿元，较上年底增长 27.25%，主要受业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响。其中，流动资产占 85.06%，非流动资产占 14.94%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。应收账款、预付款项和存货三项合计占期末总资产的比例为 65.18%。

3. 资本结构

（1）所有者权益

近年来，公司权益规模保持增长，永续债、未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 19.89%。截至 2021 年底，公司所有者权益 313.30 亿元，较上年底增长

18.18%，主要系公司引进外部投资方以现金方式对象屿农产增资 30 亿元（合并层面计入少数股东权益，增资资金主要用于偿还象屿农产、公司及控股子公司的银行贷款，增资后对象屿农产持股比例降至 63.16%），并增加资本公积股本溢价 6.13 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 54.95%，少数股东权益占比为 45.05%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 6.89%、17.73%和 15.76%。

表 12 截至 2022 年 6 月底公司其他权益工具明细
(单位：亿元、%、年)

项目	发行时间	股利率或利息率	金额	期限	首次赎回行权日
19 象屿股份 MTN001	2019/12/13	5.07	5.00	3+N	2022/12/13
永续期信托贷款	2020/3/26	4.80	10.00	3+N	2023/3/26
20 象屿 Y5	2020/11/5	4.98	10.00	2+N	2022/11/5
21 象屿 Y1	2021/12/8	4.80	8.00	2+N	2023/12/8
合计	--	--	33.00	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2022 年 6 月底，公司所有者权益 310.96 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 52.44%，少数股东权益占比为 47.56%。

（2）负债

近年来，公司有息债务持续增长，截至 2022 年 6 月底，受业务规模扩张、备货周期季节性波动以及疫情等因素综合影响，公司有息债务较上年底大幅增长，构成以短期债务为主，债务负担较重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 21.17%。截至 2021 年底，公司负债总额 645.05 亿元，较上年底增长 6.00%。其中，流动负债占 87.44%，非流动负债占 12.56%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 24.48%。截至 2021 年底，公司

流动负债 564.03 亿元，较上年底增长 9.69%，主要由短期借款（占 14.62%）、应付票据（占 26.88%）、应付账款（占 24.97%）、一年内到期的非流动负债（占 5.54%）、合同负债（占 15.42%）、其他流动负债（占 5.49%）构成。

2019—2021 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 6.21%。截至 2021 年底，公司短期借款 82.46 亿元，较上年底下降 18.63%。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据和应付账款快速增长。2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 40.95%。2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 11.31%。截至 2021 年底，公司应付票据 151.59 亿元，较上年底增长 31.12%；应付账款 140.86 亿元，较上年底增长 13.38%，主要为应付货款 129.44 亿元。

2019—2021 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.68%。截至 2021 年底，公司非流动负债 81.02 亿元，较上年底下降 14.11%，主要由长期借款（占 35.27%）、应付债券（占 36.97%）、长期应付职工薪酬（占 7.29%）、其他非流动负债（占 10.32%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款波动下降，年均复合下降 21.03%。截至 2021 年底，公司长期借款 28.57 亿元，较上年底下降 45.84%。

2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 73.20%。截至 2021 年底，公司应付债券 29.95 亿元，较上年底增长 50.17%。

2019—2021 年末，公司其他非流动负债持续下降，年均复合下降 0.79%。截至 2021 年底，公司其他非流动负债 8.36 亿元，较上年底变化不大。

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 18.42%。从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率分别为 66.84%、69.66% 和 67.31%，三年加权平均值为 67.92%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 53.02%、55.11% 和 52.41%，三年加

权平均值为 53.34%，波动下降；长期债务资本化比率分别为 23.86%、24.30% 和 18.18%，三年加权平均值为 21.15%，波动下降。

截至 2022 年 6 月底，公司负债总额 908.55 亿元，较上年底增长 40.85%，主要受业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响，致使短期融资规模增加。其中，流动负债占 93.73%，非流动负债占 6.27%。公司以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

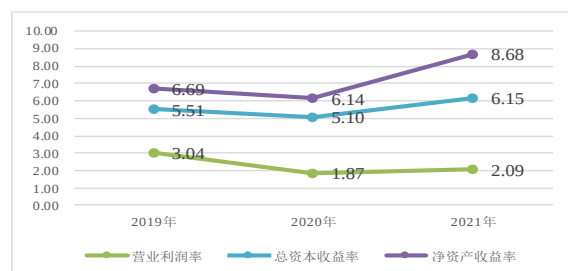
截至 2022 年 6 月底，公司全部债务 587.45 亿元，较上年底增长 70.30%。债务结构方面，短期债务占 92.23%，长期债务占 7.77%，以短期债务为主，其中，短期债务 541.83 亿元，较上年底增长 96.80%；长期债务 45.62 亿元，较上年底下降 34.49%。从债务指标来看，截至 2022 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.50%、65.39% 和 12.79%，较上年底分别提高 7.19 个百分点、提高 12.98 个百分点和下降 5.39 个百分点。

4. 盈利能力

2019—2021 年，随着供应链业务的快速拓展，公司经营业绩持续提升，期间费用管控能力良好，收入及利润规模保持增长。因大宗商品市场波动，资产减值损失和投资收益等非经常性损益对利润有一定影响。

2019—2021 年，随着供应链业务的拓展，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长 30.30%。2019—2021 年，公司营业利润率分别为 3.04%、1.87% 和 2.09%，三年加权平均值为 2.21%，波动下降。

图1 近年来公司主要盈利指标



注：图中指标为百分比

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额波动下降，年均复合下降11.47%。2019—2021年，公司期间费用率分别为2.27%、1.11%和1.05%。2021年，公司期间费用为48.50亿元，同比增长20.94%。其中，销售费用为20.73亿元，同比增长29.63%；管理费用为12.06亿元，同比增长37.32%，主要系股权激励费用分期摊销、新增境内外平台公司、人力资源储备增加，以及公司业绩增长，计提绩效薪酬同比增加所致；财务费用为15.41亿元，同比变化不大。2021年，公司期间费用率为1.05%，同比略有下降。

非经常性损益方面，2019—2021年，公司发生资产减值损失及信用减值损失总额分别为2.42亿元、4.89亿元和6.02亿元。2021年，公司发生资产减值损失及信用减值损失分别为5.25亿元和0.77亿元，资产减值损失增长主要系存货跌价损失增加所致。

2019—2021年，公司投资收益持续为负，2021年为-6.29亿元，损失规模同比扩大，主要系公司为配套主营业务现货经营，运用期货工具和外汇合约对冲大宗商品价格及汇率波动风险，包括处置交易性金融资产产生的投资亏损9.64亿元、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产终止确认投资亏损1.60亿元、处置长期股权投资产生的投资收益2.15亿元和套期工具产生套期无效部分取得的投资收益1.85亿元等。2021年，公司其他收益2.48亿元，主要为各类政府补贴；营业外收入1.66亿元，主要包含赔偿金、违约金收入以及政府补助；营业外支出0.96亿元，主要为违约金、赔偿金等。

2019—2021年，公司利润总额分别为19.36亿元、22.29亿元、39.97亿元，持续增长，年均复合增长43.69%。

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资产收益率分别为5.51%、5.10%和6.15%，三年加权平均值分别为5.71%，波动增长；净资产收益率分别为6.69%、6.14%和8.68%，三年加权平均值为7.52%，波动增长。

2022年1—6月，公司实现营业总收入2541.51亿元，同比增长16.81%；营业成本2478.11亿元，同比增长16.64%；营业利润率为2.39%，同比变化不大。非经常性损益方面，公司发生资产减值损失和信用减值损失共8.95亿元，主要系应收账款随着营业规模增加，按账龄标准计提减值准备以及根据市场价格波动计提存货跌价准备所致；投资收益-2.00亿元，公允价值变动收益-2.26亿元，主要是公司为配套主营业务现货经营，运用期货工具和外汇合约对冲大宗商品价格及汇率波动风险。2022年1—6月，公司实现利润总额26.38亿元，同比增长35.38%，主要受益于经营性利润的增长。

5. 现金流

供应链业务作为资金密集型行业，对流动资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响，季度性波动明显。近年来，公司经营产生的现金净流入规模同比扩大，收入实现质量良好，投资活动持续净流出，筹资活动前现金流波动较大。考虑到公司将持续开展供应链业务，对外融资需求将持续存在。

经营活动方面，随着业务规模扩张，2019—2021年，公司经营活动现金流入和流出均快速增长，年均复合增长率分别为31.41%和31.64%。2021年，公司经营活动现金流入量为5183.50亿元，同比增长28.79%；经营活动现金流出量为5129.30亿元，同比增长27.85%。2021年，公司经营活动现金净流入54.20亿元，同比增长323.60%。2021年，公司现金收入比为111.07%，同比提高0.37个百分点，收入实现质量良好。2019—2021年，公司经营活动现金净额分别为41.40亿元、12.80亿元和54.20亿元，波动增长。2019—2021年，公司现金收入比分别为109.81%、110.70%和111.07%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入分别为28.92亿元、51.72亿元和78.42亿元，持续增长，年均复合增长

64.67%，主要为收回投资收到的现金；投资活动现金流出分别为 68.12 亿元、86.07 亿元和 100.62 亿元，持续增长，年均复合增长 21.54%，主要为投资支付的现金。2019—2021 年，公司投资活动现金净额分别为-39.20 亿元、-34.35 亿元和-22.20 亿元，持续下降。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入分别为 699.39 亿元、1156.78 亿元和 1193.59 亿元，持续增长，年均复合增长 30.64%，2021 年主要为取得借款收到的现金 1116.68 亿元和吸收投资收到的现金 76.10 亿元；筹资活动现金流出分别为 705.39 亿元、1085.04 亿元和 1228.36 亿元，持续增长，年均复合增长 31.96%，2021 年主要为偿还债务支付现金 1160.56 亿元。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额分别为-5.99 亿元、71.74 亿元和-34.77 亿元，持续增长。

2022 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-168.52 亿元，主要是当期进一步深耕核心产业链的供应链综合服务，业务规模扩大，增加库存储备；当期投资活动产生的现金流量净额为 13.05 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 174.01 亿元。

6. 偿债指标

公司现金类资产对短期债务保障能力偏弱，长期偿债指标表现良好。考虑到公司经营效率较高，可用授信余额较大，且获股东在融资担保、业务协同等方面的支持力度强，均可作为偿债能力提供支撑。

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率分别为 134.69%、136.54% 和 138.28%。同期，公司速动比率分别为 81.19%、94.96% 和 98.93%。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率分别为 11.37%、2.49% 和 9.61%。2019—2021 年末，公司现金短期债务比分别为 0.56 倍、0.72 倍和 0.68 倍。2022 年 6 月底，受供应链业务规模扩张带来的营运资金占用增加、债务规模上升影响，公司短期偿债指标有

所弱化。考虑到公司经营效率较高，直接和间接融资渠道畅通，对短期偿债能力形成良好支撑。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.19 倍、3.01 倍和 4.48 倍，波动增长。2019—2021 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 6.68 倍、7.56 倍和 5.63 倍，波动下降。

表 13 近年来公司主要偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
短期偿债指标				
流动比率(%)	134.69	136.54	138.28	121.81
速动比率(%)	81.19	94.96	98.93	75.67
经营现金流动负债比(%)	11.37	2.49	9.61	--
现金短期债务比(倍)	0.56	0.72	0.68	0.30
长期偿债指标				
EBITDA (亿元)	36.84	43.05	61.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.19	3.01	4.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.68	7.56	5.63	--

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

截至 2022 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2022 年 6 月底，公司（含子公司）未决诉讼或仲裁共计 72 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），主要系业务合同纠纷。其中，公司（含子公司）作为起诉（申请方）的诉讼或仲裁共计 67 项，涉及应收款项和其他应收款项金额共计 41600.51 万元；公司作为应诉方（被申请方）的诉讼或仲裁共计 5 项。截至 2022 年 6 月底，公司对上述案件涉案资产已累计计提坏账准备 32721.13 万元，减值准备计提较充足。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 2022 年 6 月底，公司共获得银行授信 1155.76 亿元，其中已使用额度 692.44 亿元，未使用额度 463.32 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

母公司有息债务规模可控，利润总额主要源于投资收益。

截至 2021 年底，母公司资产总额 224.61 亿元，较上年底增长 31.93%。其中，流动资产 96.43 亿元(占比 42.93%)，非流动资产 128.18 亿元(占比 57.07%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占 5.23%)和其他应收款(占 85.06%)构成；非流动资产主要为长期股权投资(占 98.24%)。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 134.20 亿元，较上年底增长 8.25%，其中，实收资本为 21.57 亿元(占 16.08%)、资本公积合计 54.37 亿元(占 40.52%)。

截至 2021 年底，母公司负债总额 90.41 亿元。其中，流动负债 54.43 亿元(占 60.20%)，非流动负债 35.98 亿元(占 39.80%)。截至 2021 年底，母公司全部债务 43.94 亿元，短期债务占 31.85%、长期债务占 68.15%。债务指标方面，截至 2021 年底，母公司资产负债率为 40.25%，较 2020 年底提高 13.07 个百分点；全部债务资本化比率 24.67%。

2021 年，母公司营业收入为 2.20 亿元，利润总额为 14.87 亿元。同期，母公司投资收益为 15.21 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 -4.87 亿元，投资活动现金流净额 -27.95 亿元，筹资活动现金流净额 34.05 亿元。

截至 2022 年 6 月底，母公司资产总额 275.66 亿元，所有者权益为 116.53 亿元，负债总额 159.13 亿元；母公司资产负债率 57.73%；全部债务 119.02 亿元，全部债务资本化比率 50.53%。2022 年 1—6 月，母公司营业收入 8.36 亿元，利润总额 4.03 亿元，其中投资收益 4.48 亿元。2022 年 1—6 月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 4.75 亿元、-34.74 亿元、46.07 亿元。

十、外部支持

控股股东象屿集团背景雄厚，公司在其发展战略、业务布局上非常重要，在流动资金支持方面获得支持力度较大。

公司系控股股东象屿集团供应链全产业链业务运营主体及其收入和利润的主要来源。象屿集团为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业，承担了厦门市重点物流项目的开发运营及相关公共服务平台建设职能，对于厦门市经济社会发展具备重要战略意义。截至 2021 年底，象屿集团合并资产总额 2098.40 亿元，所有者权益合计 628.53 亿元(含少数股东权益 439.97 亿元)；2021 年，象屿集团实现营业收入 4843.83 亿元，利润总额 71.60 亿元。

根据临 2022-009 号《关于 2022 年度向控股股东及其关联公司借款额度的关联交易公告》，公司及下属控股子公司在 2022 年度向象屿集团及其关联公司借款，最高余额折合不超过 100 亿元，在上述额度内，可以滚动借款。2022 年上半年，公司向象屿集团及其关联公司借款最高余额均未超过 100 亿元。

十一、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构有一定影响，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额上限为 15.00 亿元，分别占公司 2021 年底长期债务和全部债务的 21.54%和 4.35%，对公司现有债务结构有一定影响。

考虑到本期中期票据赎回和利率重置条款设置使其不赎回的可能性较小，以 2022 年 6 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 74.50%、65.39%和 12.79%上升至 74.81%、

65.96%和 16.31%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2021 年的相关财务数据为基础, 本期中期票据发行后, 在其他因素不变的情况下将其纳入长期债务测算, 公司经营活动现金流入量为本期中期票据发行后长期债务的 61.24 倍, 发行后长期债务为 EBITDA 的 1.38 倍; 公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。

表 14 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务* (亿元)	84.64
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	61.24
经营现金/发行后长期债务 (倍)	0.64
发行后长期债务/EBITDA (倍)	1.38

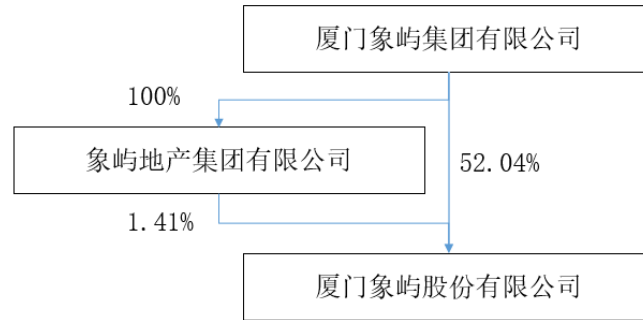
注: 发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

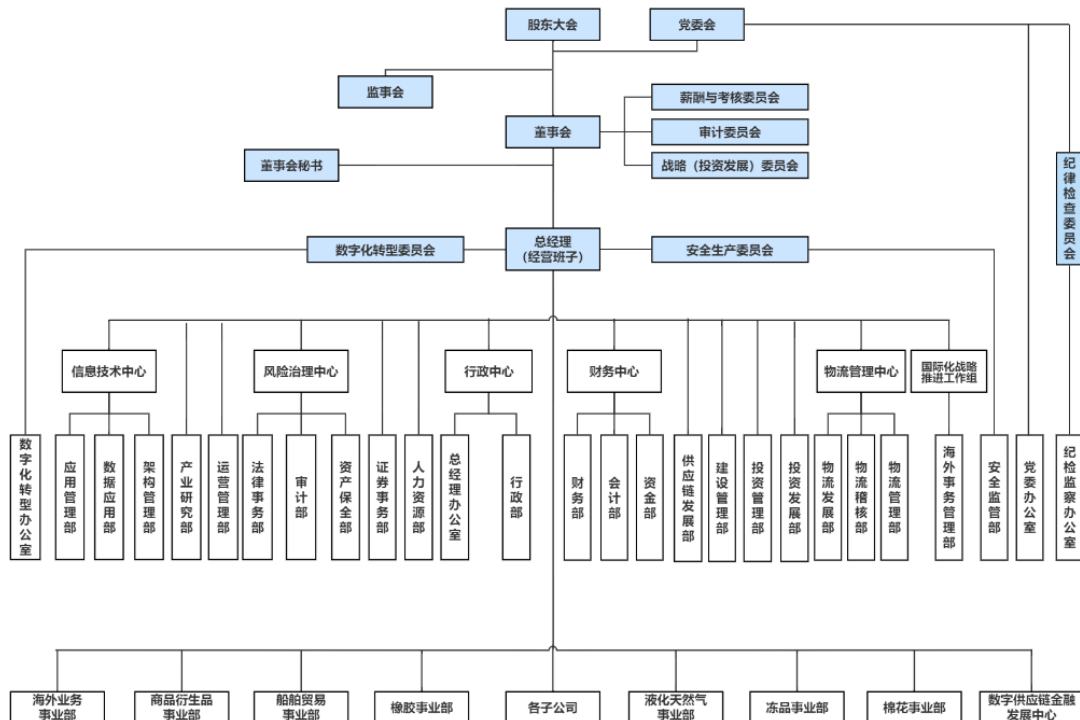
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估, 联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA, 本期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	98.72	172.90	186.45	160.76
资产总额(亿元)	657.32	873.65	958.34	1219.51
所有者权益(亿元)	217.96	265.09	313.30	310.96
短期债务(亿元)	177.71	240.41	275.32	541.83
长期债务(亿元)	68.29	85.09	69.64	45.62
全部债务(亿元)	246.00	325.50	344.96	587.45
营业收入(亿元)	2724.12	3602.15	4625.16	2541.51
利润总额(亿元)	19.36	22.29	39.97	26.38
EBITDA(亿元)	36.84	43.05	61.32	--
经营性净现金流(亿元)	41.40	12.80	54.20	-168.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	48.89	37.54	33.08	--
存货周转次数(次)	15.11	17.29	20.76	--
总资产周转次数(次)	4.52	4.71	5.05	--
现金收入比(%)	109.81	110.70	111.07	109.59
营业利润率(%)	3.04	1.87	2.09	2.39
总资本收益率(%)	5.51	5.10	6.15	--
净资产收益率(%)	6.69	6.14	8.68	--
长期债务资本化比率(%)	23.86	24.30	18.18	12.79
全部债务资本化比率(%)	53.02	55.11	52.41	65.39
资产负债率(%)	66.84	69.66	67.31	74.50
流动比率(%)	134.69	136.54	138.28	121.81
速动比率(%)	81.19	94.96	98.93	75.67
经营现金流动负债比(%)	11.37	2.49	9.61	--
现金短期债务比(倍)	0.56	0.72	0.68	0.30
EBITDA 利息倍数(倍)	3.19	3.01	4.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.68	7.56	5.63	--

注：1、2022 年 1—6 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2、2019—2022 年 6 月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 30.00 亿元、40.00 亿元、43.00 亿元和 33.00 亿元；3、其他应付款、其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入全部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 主要财务数据及指标 (母公司/公司本部)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.89	1.40	6.03	21.05
资产总额(亿元)	139.66	170.25	224.61	275.66
所有者权益(亿元)	113.81	123.97	134.20	116.53
短期债务(亿元)	2.65	10.67	13.99	89.05
长期债务(亿元)	14.55	19.94	29.95	29.97
全部债务(亿元)	17.20	30.61	43.94	119.02
营业收入(亿元)	0.39	1.07	2.20	8.36
利润总额(亿元)	11.14	8.47	14.87	4.03
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-1.88	3.51	-4.87	4.75
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)	0.00	0.01	0.01	/
现金收入比(%)	210.77	0.84	86.01	106.96
营业利润率(%)	95.12	44.78	23.14	5.95
总资本收益率(%)	/	/	/	/
净资产收益率(%)	9.89	6.75	11.12	/
长期债务资本化比率(%)	11.34	13.86	18.24	20.46
全部债务资本化比率(%)	13.13	19.80	24.67	50.53
资产负债率(%)	18.51	27.18	40.25	57.73
流动比率(%)	334.05	273.47	177.17	118.20
速动比率(%)	334.05	273.47	177.17	117.69
经营现金流流动负债比(%)	-18.34	14.92	-8.95	/
现金短期债务比(倍)	1.84	0.13	0.43	0.24
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/

注：1、2022 年 1—6 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2、2019—2022 年 6 月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 30.00 亿元、40.00 亿元、43.00 亿元和 33.00 亿元；3、其他应付款、其他流动负债中的有息债务已调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 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 2023 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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。