

厦门象屿股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4476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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 象屿股份 MTN001”“23 象屿股份 MTN002”“24 象屿股份 MTN001”“24 象屿股份 MTN002”“23 象屿 Y1”“23 象屿 Y2”信用等级为 AAA，确定“24 象屿 Y1”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：

二〇二四年六月十八日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

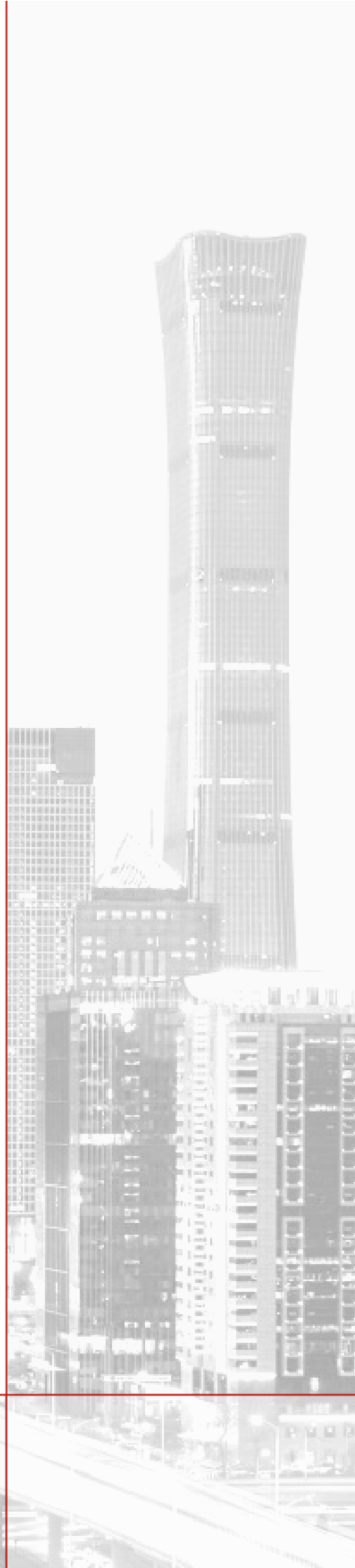
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门象屿股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/18
23 象屿股份 MTN001/23 象屿股份 MTN002/ 24 象屿股份 MTN001/24 象屿股份 MTN002/ 23 象屿 Y1/23 象屿 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 象屿 Y1	AAA/稳定	--	

评级观点

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）是象屿集团供应链业务核心经营实体，在其发展战略与业务布局上非常重要。跟踪期内，作为厦门市重要的供应链管理与服务商之一，公司在区域环境、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面维持既有优势，持续优化产品结构、业务结构及服务模式，核心产品业务量持续提升，但市场有效需求偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素加大了公司供应链业务风控难度。财务方面，2023 年，公司收入规模下降，盈利指标受收入下降和计提的信用减值损失增加影响有所下滑，但仍处于很强水平；资产质量非常好；债务规模持续增长，债务负担较重；偿债指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，盈利能力及偿债能力大幅弱化。

优势

- **跟踪期内，公司所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。**厦门市作为五大计划单列市之一，区域战略地位突出。2023 年，厦门市经济实力持续增强，经济发展为公司创造了良好的外部环境。
- **跟踪期内，公司综合物流服务能力保持行业领先水平。**公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系 and 成熟稳定的全球化业务渠道，并持续推进大宗商品经营与物流服务的横向协同，为核心贸易品种竞争力提升提供了有力支撑。
- **公司控股股东象屿集团综合实力强，公司在其发展战略、业务布局上非常重要，在流动性方面获得较大支持。**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，公司系其供应链全产业链业务核心运营主体及其收入和利润的主要来源。2024 年度，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 100.00 亿元。

关注

- **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。**近年来，受宏观经济放缓，全球经济发展存在不确定性，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动加大了公司供应链业务风控难度。2023 年，受市场需求不足，大宗商品价格整体承压，以及资产和信用减值损失计提增加等因素影响，公司盈利指标及利润总额波动下滑。
- **跟踪期内，预付规模加大和季节性采购导致公司短期债务快速攀升，同时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。**为稳定上游资源，2023 年以来公司加大预付规模，公司流动资产中贸易业务相关营运资产（存货、预付款项及应收账款等）对公司资金占用程度上升；同时，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。
- **跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担较重。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务增至 646.34 亿元，资产负债率为 71.01%，全部债务资本化比率为 62.52%。考虑到公司所有者权益中包括永续债等其他权益工具，公司实际债务负担较重。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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

本次评级打分表及结果

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	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aaa
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

主要财务数据

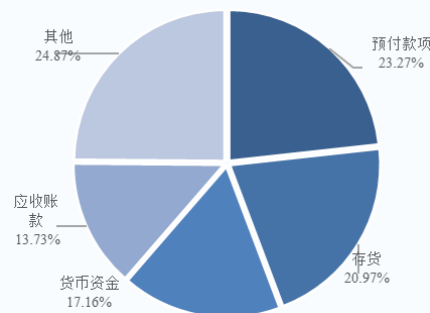
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	186.45	208.56	240.27	219.33
资产总额（亿元）	958.34	1150.56	1297.05	1336.69
所有者权益（亿元）	313.30	363.92	371.92	387.52
短期债务（亿元）	275.32	385.08	580.34	606.19
长期债务（亿元）	69.64	64.57	35.61	40.15
全部债务（亿元）	344.96	449.64	615.95	646.34
营业总收入（亿元）	4625.16	5381.48	4590.35	1045.68
利润总额（亿元）	39.97	50.32	24.50	5.88
EBITDA（亿元）	61.32	74.42	51.49	--
经营性净现金流（亿元）	54.20	62.23	55.87	-113.58
营业利润率（%）	2.09	2.00	1.80	1.73
净资产收益率（%）	8.68	10.38	6.22	--
资产负债率（%）	67.31	68.37	71.33	71.01
全部债务资本化比率（%）	52.41	55.27	62.35	62.52
流动比率（%）	138.28	136.99	125.93	128.15
经营现金流动负债比（%）	9.61	8.77	6.35	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.54	0.41	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	4.48	4.65	2.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.63	6.04	11.96	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	224.61	234.60	220.33	281.22
所有者权益（亿元）	134.20	121.13	151.28	175.36
全部债务（亿元）	44.59	52.30	41.42	80.34
营业总收入（亿元）	2.20	38.64	19.69	1.99
利润总额（亿元）	14.87	18.74	8.88	2.31
资产负债率（%）	40.25	48.37	31.34	37.64
全部债务资本化比率（%）	28.04	26.90	21.49	31.42
流动比率（%）	177.17	115.44	153.37	174.51
经营现金流动负债比（%）	-8.95	7.33	14.74	--

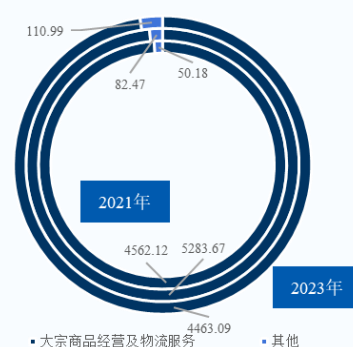
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

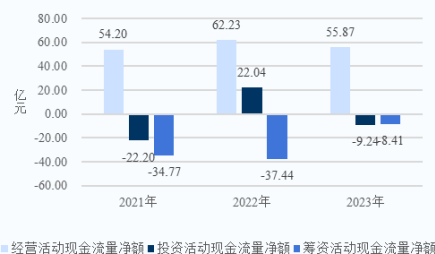
2023 年底公司资产构成



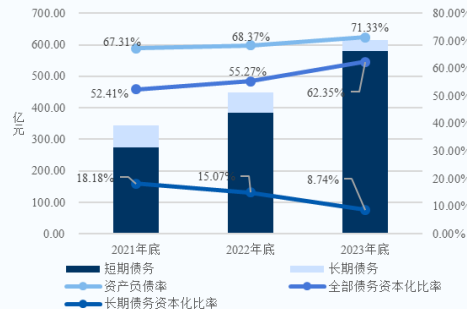
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 象屿股份 MTN002	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/04/15	延期,赎回,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24 象屿股份 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/02/28	延期,持有人救济,赎回,利息递延权,调整票面利率
23 象屿股份 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/09/25	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
23 象屿股份 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2025/03/09	赎回,延期,持有人救济,调整票面利率,利息递延权
24 象屿 Y1	7.00 亿元	7.00 亿元	2027/03/25	有条件赎回,延期,利息递延权,交叉保护,偿债保障承诺,调整票面利率
23 象屿 Y2	8.00 亿元	8.00 亿元	2026/12/22	调整票面利率,有条件赎回,延期,利息递延权,交叉保护,偿债保障承诺
23 象屿 Y1	15.00 元	15.00 元	2025/06/29	调整票面利率,有条件赎回,延期,利息递延权,偿债保障承诺

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 象屿股份 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/04/02	刘丙江 徐璨 闫旭	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）	阅读全文
24 象屿股份 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/29	刘丙江 徐璨 闫旭	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）	阅读全文
23 象屿 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/08	刘丙江 徐璨	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）	阅读全文
23 象屿股份 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/31	王晴 刘丙江	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）	阅读全文
23 象屿股份 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/15	王晴 刘丙江	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）	阅读全文
23 象屿 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/07	王晴 刘丙江	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）	阅读全文
23 象屿股份 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/01/04	王晴 刘丙江	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）	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：徐璨 xucan@lhratings.com

项目组成员：李上 lishang@lhratings.com | 闫旭 yanxu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为厦门特贸房地产开发公司，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 2024 年 3 月底，公司注册资本 22.54 亿元，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）直接持有公司 50.33% 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 1.34% 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。

公司主营业务为大宗商品经营和物流服务业务，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部下设信息技术中心、战略投资中心和运营发展中心等（详见附件 1-2）；合并范围内子公司 205 家。截至 2023 年底，公司合并范围在职人员 8565 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1297.05 亿元，所有者权益 371.92 亿元（含少数股东权益 163.51 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 4590.35 亿元，利润总额 24.50 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1336.69 亿元，所有者权益 387.52 亿元（含少数股东权益 153.30 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1045.68 亿元，利润总额 5.88 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 9 层 05 单元之一；法定代表人：邓启东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信跟踪评级的存续债券见下表，余额 77.00 亿元，其中“24 象屿 Y1”募集资金尚未使用完毕，其余存续债券募集资金已使用完毕。跟踪期内，“23 象屿股份 MTN001”按时付息，其余债券尚未到付息日。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 象屿股份 MTN002	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/04/15	2+N 年
24 象屿股份 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/02/28	2+N 年
23 象屿股份 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/09/25	2+N 年
23 象屿股份 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2023/03/09	2+N 年
24 象屿 Y1	7.00 亿元	7.00 亿元	2024/03/25	3+N 年
23 象屿 Y2	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/12/22	3+N 年
23 象屿 Y1	15.00 元	15.00 元	2023/06/29	2+N 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2024 年 3 月底，上述存续债券均为永续/可续期债券，在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。基于上述债券条款，可得出以下结论：

（1）在偿付顺序方面，上述存续债券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）上述存续债券如不赎回，从第 2 个（或第 3 个）计息年开始每 2 年（或每 3 年）重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述存续债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）上述存续债券在除发生公司向普通股股东分红、减少注册资本以及在上述债券计息年度内支付存续债务本金或利息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。上述存续债券递延利息按当期票面利率累计计息。2021—2023 年，公司均派发现金红利。2024 年 6 月，公司发布 2023 年度利润分配预案，拟发放现金红利 6.82 亿元。公司每年分红稳定，历史经营状况良好且未来持续盈利可能性大，递延支付利息可能性小。综合以上分析，上述存续债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速放缓，当月同比增速波动较大。进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品价格走势方面，2023 年，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。其中，原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

2 区域环境分析

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强但增速放缓。整体看，厦门市经济发展为公司创造了良好的外部环境。

厦门市是中国最早成立的经济特区，是以外向型经济为主导的经贸港口城市、五大计划单列市之一。2015 年 4 月 21 日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2021—2023 年，厦门市分别实现地区生产总值 7033.89 亿元、7802.66 亿元和 8066.49 亿元，呈持续增长态势。

固定资产投资方面，2021—2023 年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长 11.3%、10.2% 和 0.5%。分产业看，2023 年，第一产业投资下降 79.1%；第二产业投资增长 5.6%；第三产业投资下降 0.9%。房地产开发投资比上年增长 33.8%。其中，住宅投资增长 40.8%，办公楼投资下降 12.0%，商业营业用房投资增长 12.3%。全市房地产房屋施工面积 3443.36 万平方米，下降 2.0%；房屋新开工面积 538.13 万平方米，下降 21.8%。

国内贸易方面，2021—2023 年，自治区社会消费品零售总额持续增长，2023 年为 2743.33 亿元，比上年增长 2.9%。按消费形态分，商品零售 2382.29 亿元，增长 1.1%；餐饮收入 361.04 亿元，增长 16.7%。

对外贸易方面，2021—2023 年，厦门市分别实现外贸进出口总值 8876.52 亿元、9225.59 亿元和 9470.44 亿元，分别同比增长 7.8%、4.0%和 2.7%，2023 年，出口 4474.48 亿元，下降 3.9%；进口 4995.95 亿元，增长 9.4%。一般贸易进出口总值 7075.96 亿元，比上年增长 4.8%，其中，出口 2878.02 亿元，下降 3.9%；进口 4197.93 亿元，增长 11.8%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，跟踪期内在经营规模、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；本部过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司在企业竞争力、实际控制人和职能定位等方面无重大变化。

公司在大宗商品供应链领域深耕多年，2023 年，连续 12 年进入《财富》中国上市公司 500 强榜单（跃居第 25 位），2023 年度中国数字化仓储标准体系建设先进单位、2023 年度中国物流 ESG 典范企业，入选 2023 年度中国物流企业 50 强（第 2 位）。

业务布局方面，公司市场网络分布广泛，在境内业务触达 34 个省级行政区，近年来核心业务区域由沿海逐步向内陆延伸，重点挖掘中西部地区现代化产业集群的供应链需求。同时，公司以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及 100 余个国家，重点链接海外采销渠道，挖掘大型中资企业海外供应链需求。公司主要贸易品种能源化工、金属矿产品和农产品等业务竞争力较为突出。

上下游渠道及资源整合方面，公司在金属矿产、农产品、能源化工、新能源等产业链均积累了一批优质的头部合作企业，与上下游客户、资金提供方、技术支持方、物流服务商等形成了紧密的合作关系，积累了丰富的产业资源、信息资源、物流资源、金融资源，具备覆盖储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力，构建了成熟稳定的货源渠道和销售网络。

物流配套资源方面，公司已构建“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系，包括贯通东西、串联南北的铁路运输网络，辐射全国的公路运输网络，立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络，覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群，以及链接海外市场的国际租船、国际班列等物流通道。面对客户，公司已形成“铝产品跨省流通”“北粮南运”“西煤东运”“北煤南运”等多条运输线路。截至 2024 年 3 月底，公司已拥有 11 个铁路货运场站、自有运输车辆 1000 辆，自有仓储容约 1300 万吨，52 个自有及包租管理仓库，堆场 8 个等。

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 2024 年 4 月 25 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，与公司经营无关，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 2024 年 5 月 13 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在法人治理结构、主要管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

（三）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，募集资金用于补充流动资金及偿还债务，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。

2022 年 10 月 21 日，公司发布《关于调减非公开发行 A 股股票募集资金规模暨调整发行方案的公告》，本次非公开发行股票募集资金总额修订为 321975.98 万元，其中招商局认购 100000.00 万元，山东港口认购 100000.00 万元，象屿集团认购 121975.98 万元。同日，公司发布《非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，鉴于公司 2021 年度利润分配方案实施完毕，本次非公开发行股票的价格相应调整为 6.52 元/股。

2023 年 9 月 28 日，公司发布《2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（申报稿）（2023 年 9 月）》，鉴于 2022 年度利润分配方案已经实施完毕，本次发行股票的价格将相应调整为 5.91 元/股，本次向特定对象发行股票的数量为 544,798,610 股，其中向招商局发行 169,204,737 股，向山东港口发行 169,204,737 股，向象屿集团发行 206,389,136 股。

2024 年 5 月 15 日，公司发布《2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（申报稿）（2024 年 5 月）》，按照发行价格 5.91 元/股测算，本次发行完成后，招商局、山东港口将分别持有公司 6.00% 股份，象屿集团将直接及间接持有公司 49.00% 股份。

截至本报告出具日，本次非公开发行股票事项尚需上交所作出同意审核意见并获得中国证监会作出予以注册的决定后方可实施。。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，受大宗商品价格波动下行等因素影响，公司营业总收入波动回落，综合毛利率持续下降。

2023 年，公司实现营业总收入 4590.35 亿元，同比下降 14.70%，公司主营业务收入占营业收入的比重保持在 99% 左右，主营业务十分突出。受外部环境复杂严峻，世界经济增长动能不足，市场有效需求减弱导致大宗商品价格波动下行影响，公司大宗商品经营与物流服务收入同比下降 15.53%。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，2023 年，公司主营业务毛利率受大宗商品经营与物流服务毛利率影响表现为持续下滑。2023 年以来，公司主要经营商品价格整体呈下行趋势，下游客户需求承压；谷物原粮供应链由于行业特性，毛利率对价格敏感度较高，玉米市场价格回落导致农产品板块整体毛利率为负。

2024 年 1—3 月，市场表现仍延续，公司实现主营业务收入 1043.36 亿元，同比下降 19.10%；毛利率为 1.77%，同比减少 0.35 个百分点。

图表 2 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗商品经营与物流服务	4562.12	98.91%	2.07%	5283.67	98.46%	1.90%	4463.09	97.57%	1.53%	1023.11	98.06%	1.58%
其他	50.18	1.09%	7.20%	82.47	1.54%	9.68%	110.99	2.43%	12.41%	20.25	1.94%	11.19%
合计	4612.30	100.00%	2.12%	5366.14	100.00%	2.02%	4574.09	100.00%	1.80%	1043.36	100.00%	1.77%

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

公司业务板块主要经营主体为物流集团和黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）。物流集团主要经营大宗商品采购供应及综合物流，2023 年实现收入 3876.10 亿元，同比下降 18.89%，实现净利润 21.59 亿元，同比下降 25.94%，主要系 2023 年市场需求不足，大宗商品价格整体承压所致。象屿农产主要经营农产品供应链业务，2023 年实现收入 406.49 亿元，同比增长 13.21%，同时受制于集中采购、分批销售的行业采购节奏，以及玉米价格大幅波动的不利影响，象屿农产整体亏损，实现净利润-9.82 亿元。

图表 3 • 2023 年公司重要子公司财务情况

公司名称	业务性质	持股比例（%）	注册资本（亿元）	2023 年/底（亿元）			
				总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
物流集团	大宗商品采购供应及综合物流	84.81	59.49	965.09	239.06	3876.10	21.59
象屿农产	农产品供应链	56.47	37.63	157.70	70.07	406.49	-9.82

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

跟踪期内，受外界环境复杂严峻、社会预期偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素影响，2023 年公司可比口径下核心贸易产品业务量虽持续增长，但大宗商品经营及物流服务收入下滑，同时宏观经济放缓对产业链上下游客户经营稳定性产生影响，对公司风控能力提出更高要求。

公司大宗商品经营及物流服务业务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，上下游客户集中度低。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“以服务收益和规模集拼收益为核心”。服务收益主要是依托平台化优势，规模化运作，为客户提供代理采购、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费。交易收益包括规模集拼收益和价差收益，其中规模集拼收益是指依托业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，贡献交易收益。

图表 4 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况（单位：亿元）

商品类别	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月	
	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量 (万吨) 量	收入	占比	经营货量 (万吨)	收入	占比	收入	占比
能源化工	8428	1089.87	24.28%	6345	918.85	17.65%	7317	868.12	19.76%	239.21	23.85%
金属矿产	9270	2927.89	65.23%	11665	3490.79	67.04%	13127	2715.05	61.81%	641.84	64.00%
农产品	1452	439.88	9.80%	1764	519.69	9.98%	2035	606.53	13.81%	88.55	8.83%
新能源	--	--	--	21	250.70	4.81%	37	192.44	4.38%	30.73	3.06%
其他	--	30.93	0.69%	--	26.76	0.51%	--	10.10	0.23%	2.48	0.25%
合计	19150	4488.57	100.00%	19795	5206.79	100.00%	22515	4392.25	100.00%	1002.82	100.00%

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采等；2022 年起，由于产品分类口径变化，新增新能源分类，非新增产品；由于焦煤、焦炭为炼钢辅料，2022 年起将其由能源化工-煤炭供应链调整至金属矿产-黑色金属供应链

资料来源：公司提供

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。公司积极拓展渠道网络，提升市场份额，大宗商品核心产品经营货量持续提升，2023 年为 22515 万吨，同比增长 13.74%，其中金属矿产、农产品、能源化工和新能源经营货量同比分别增长 13.74%、12.53%、15.33%、15.32% 和 71.09%，综合市占率¹由 2022 年的 1.24% 提升至 2023 年的 1.36%。但大宗商品价格易受外界经济环境影响，2023 年，外部环境复杂严峻、市场有效需求不足等原因导致大宗商品价格下行，部分商品价格宽幅震荡，当期公司大宗商品经营收入 4392.25 亿元，同比下降 15.64%。

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。下游销售方面，公司主要业务品种直接销售给下游工厂型客户为主，客户包括生产企业、加工企业、电厂、光伏电站等，小部分产品向经销商销售作为备用渠道。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。

从结算方式看，上下游对公司资金存在一定占用。为获取稳定供应商资源，2023 年公司加大预付规模，截至 2023 年底预付账款较上年底大幅增长 73.34% 至 301.79 亿元；销售结算基于交易对手风险评估结果给予一定账期，应收账款综合账期在 3 个月内。近年来，公司持续优化客户结构，2023 年制造业企业客户服务量稳定在 60% 以上，其中新能源供应链内制造业企业客户服务量占比 80% 以上，黑色金属和铝供应链内制造业企业客户服务量占比 70% 以上，煤炭和谷物原粮供应链内制造业企业客户服务量占比 60% 以上，不锈钢供应链内制造业企业客户服务量占比 50% 以上。2023 年，公司前五大供应商采购额合计 828.35 亿元，占采购总额的比重为 18.47%，集中度较低；前五大客户销售额合计 368.62 亿元，占销售总额的比重分别为 8.03%，集中度低。

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等模式的深度合作，并通过派驻监管团队、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。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”。

¹ 市占率=公司经营体量（亿吨）/中国大宗供应链市场规模（亿吨）*100%。

式”，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 2023 年在该模式下公司计提其他应收款坏账准备，其中由于双方在具体合作条件上产生分歧，导致西王药业有限公司（以下简称“西王药业”）未如期交付货物，当期对其进行单项计提减值损失 5.30 亿元，考虑到上述模式下相关客户经营情况可能对公司业绩及其他应收账款质量产生一定影响，需关注后续相关资产减值情况。

图表 5 • 2023 年上下游定价和结算方式及平均货款回收周期

项目	上下游结算模式	平均货款回收账期
		2023 年
采购	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。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。由于订购量相对较大，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。	应收账款综合账龄在 3 个月内
销售	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。	

资料来源：公司提供

风险管理方面，公司关注大宗商品价格涨跌，分析市场形势，判定商品价格波动，开展期现结合业务，运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险。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。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。

（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。综合物流服务方面，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；农产品物流服务方面，公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费；同时通过经营粮食临储业务，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；铁路物流方面，近年来公司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，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。

2023 年，公司综合物流服务收入同比下降 7.84%，毛利率同比变化不大；因粮食国储业务量下降，单吨固定成本上涨，农产品物流收入同比下降 6.88%，毛利率同比减少 25.60 个百分点；公司通过持续服务疆煤出疆，拓展铝产品、钢材、高岭土等多品类物流业务，铁路物流营业收入同比增长，但受铁运市场增速放缓、自备箱回空优惠政策调整、煤炭行情大幅波动等因素影响，毛利率同比下降。

图表 6 • 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）

	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	58.27	8.98%	63.97	9.97%	55.41	9.93%
农产品物流服务	3.71	51.03%	3.12	60.76%	2.90	35.16%
铁路物流服务	11.56	6.36%	9.79	8.31%	12.54	4.07%

资料来源：公司年报

图表 7 • 截至 2023 年底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	11个铁路货运场站（自有9个、托管1个、租赁1个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套47条铁路专用线、约250万平方米集装箱堆场和仓库、约3万个自备集装箱，年发运能力超4500万吨，位居行业前列，并形成“山东、河南-新疆”“陕西-云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。	象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）、物流集团、象屿农产及其下属子公司、厦门象屿速传供应链发展股份有限公司
公路运输	自有运输车辆约1000辆，整合社会车辆约10万辆。	
水路运输	与招商港口系、山东港口系、中远海系、青岛港、连云港、日照港等优质港航企业达成战略合作，整合运力。自有集散两用船舶3艘，持续整合社会船舶，形成“自有+合作”相结合的水运运力配置，报告期内国内沿海及长江流域运量超2700万吨。	
仓储集群	7大粮食收购平台，自有仓容约1300万吨，配备9条铁路专用线；52个自有及包租管理仓库，面积逾160万平方米；堆场8个，面积逾50万平方米；期货交割库17个，库容约100万吨。	
国际物流	依托全球大宗干散货国际租船能力及国际班列物流通道服务能力，构建中国-印尼物流通道（2023年运量1700万吨）、中国-越南&泰国物流通道、中欧班列双向运输通道等通道，锻造国际多式联运能力，强化海外属地化物流服务。	

资料来源：公司年报

3 经营效率

2023 年，公司经营效率有所下滑；与所选公司对比，公司经营效率处于平均水平。

2023 年，主要受营业总收入和营业成本下滑影响，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均较上年下滑。

图表 8 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	2021 年	2022 年	2023 年
销售债权周转次数（次）	33.08	29.54	22.59
存货周转次数（次）	20.76	20.77	16.16
总资产周转次数（次）	5.05	5.10	3.75

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表 9 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	浙江省国际贸易集团有限公司	厦门建发股份有限公司	广东省广物控股集团有限公司
销售债权周转次数（次）	22.59	7.70	43.12	33.76
存货周转次数（次）	16.16	7.78	2.00	14.94
总资产周转次数（次）	3.75	0.61	1.03	1.53
净营业周期（天）	25.86	50.35	163.53	26.72
风险敞口（倍）	0.18	0.28	0.65	0.13
资产减值损失率	-0.32%	-0.23%	-0.70%	-0.05%

注：资产减值损失（或收益）以负号（或正号）表示；风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业总收入；资产减值损失率=（资产减值损失+信用减值损失）/营业总收入；净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

公司秉持“立足供应链，服务产业链，创造价值链”的经营理念，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互生共赢。公司“六五”战略提出以“平台化、国际化、数智化”为发展方向，重点着力“采销服务、物流服务、信息服务”的能力打造，释放平台效益，激发团队活力，通过品类、区域的扩张，服务要素的叠加，保持量的合理增长和质的稳步提升。

（五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2023 年末，公司纳入合并报表的子公司较上年新增 21 家，减少 6 家。截至 2024 年 3 月末，纳入合并报表的子公司总共 205 家，主要是因业务拓展需要，新设/并购南通象屿工程装备有限责任公司等 3 家公司，减少山东恒隆粮油有限公司等 3 家公司。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

1 主要财务数据变化

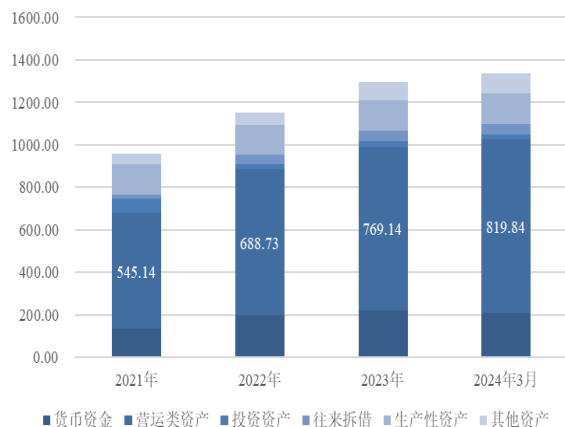
跟踪期内，公司资产总额持续增长，资产结构仍以流动资产（供应链业务相关营运资产）为主，受限比例较低，整体资产流动性和质量良好。但联合资信关注到，大宗商品价格波动下行，且 2023 年由于客户面临经营性风险导致应收类资产信用减值损失计提规模较大，需关注公司应收账款、其他应收款、预付款项及存货的减值风险。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1297.05 亿元，较上年底增长 12.73%。其中，流动资产占 85.45%，非流动资产占 14.55%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

公司资产以货币资金、供应链业务相关营运类资产及物流资产为主。其中，货币资金规模大，截至 2023 年底为 222.56 亿元，受限比例低。营运类资产中，应收账款波动趋势与主营业务收入变动方向一致，2023 年底为 178.08 亿元，较上年底下降 14.93%，账龄集中在 3 个月以内，累计计提坏账准备 6.57 亿元，综合计提比例为 3.56%，欠款方前五名共计占应收账款余额的 21.90%，集中度较上年底（45.12%）有所下降；预付账款规模持续增长，截至 2023 年底为 301.79 亿元，较上年底增幅明显，主要系为获取稳定的上游资源，预付实体企业款项较上年同期增加所致，账龄集中在 1 年以内。存货构成以库存商品和原材料为主，2023 年底为 272.02 亿元，较上年底变化不大。公司其他流动资产主要为定期存款和进项税，较上年底有所增长。截至 2023 年底，公司其他应收款 48.24 亿元，较上年底增长 15.92%，其他应收款余额中重大存货往来诉讼或纠纷转入款 39.29 亿元，较上年底增加约 32.83 亿元，主要系从预付账款及其他应收暂付款转入所致；当期新增计提 9.16 亿元，主要系因合作条件上产生分歧及客户自身经营问题未如期交货所致，公司已计提其他应收款减值准备。截至 2023 年底，公司对其他应收款累计计提 15.30 亿元，计提比例 24.11%。公司非流动资产中固定资产规模较大，构成主要包括房屋建筑物、构筑物及其他等，2023 年底为 101.30 亿元，较上年底变化不大。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底小幅增长 3.06%，资产结构变动不大。

图表 10 • 公司各类资产变化情况



注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用
数据来源：公司财务报告

图表 11 • 2023 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	27.54	12.37%	保证金、定期存单及应计利息等
固定资产	20.41	20.15%	抵押、财产保全担保
其他流动资产	42.14	73.58%	质押
存货	8.43	3.10%	期货仓单质押及售后回购
投资性房地产、无形资产	9.41	28.32%	抵押借款、财产保全担保
其他非流动资产	8.10	77.59%	质押
其他	4.84	2.56%	--
合计	120.86	9.32%	--

资料来源：公司财务报告

跟踪期内，公司权益规模保持增长，权益稳定性较弱。

截至 2023 年底，公司所有者权益 371.92 亿元，较上年底增长 2.20%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 56.04%，少数股东权益占比为 43.96%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 6.10%、16.51%、15.91%和 16.19%。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 387.52 亿元，较上年底增长 4.19%，其中少数股东权益较上年底减少 10.21 亿元，主要系子公司可续期信托借款减少所致，其他权益工具较上年底增加 22.00 亿元，主要为发行的可续期/永续债券。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司其他权益工具情况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	发行时间	到期日或续期情况
永续期信托贷款	3.00	3.00	2022/12/14	2+N 年
23 象屿股份 MTN001	7.00	7.00	2023/3/9	2+N 年
永续期信托贷款	10.00	10.00	2023/5/29	3+N 年
23 象屿 Y1	15.00	15.00	2023/6/29	2+N 年
永续期信托贷款	2.07	2.07	2023/6/28	2+N 年
永续期信托贷款	0.69	0.69	2023/6/28	1.6+N 年
永续期信托贷款	1.40	1.40	2023/7/14	2+N 年
永续期信托贷款	2.02	2.02	2023/7/14	1.6+N 年
23 象屿股份 MTN002	10.00	10.00	2023/9/25	2+N 年
23 象屿 Y2	8.00	8.00	2023/12/22	3+N 年
24 象屿股份 MTN001	15.00	15.00	2024/2/26	2+N 年
24 象屿 Y1	7.00	7.00	2024/3/22	3+N 年
合计	81.18	81.18	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，公司有息债务持续增长，债务负担较重。

截至 2023 年底，公司负债总额为 925.13 亿元，主要由短期借款和经营性负债构成。截至 2023 年底，公司短期借款 230.72 亿元、应付账款 135.54 亿元、应付票据 287.65 亿元。随着供应链业务营运资金需求增加，公司全部债务持续增长，截至 2023 年底全部债务为 615.95 亿元，较上年底增长 36.98%，主要来自短期债务的增加；融资渠道主要为银行借款、应付票据和发行债券；综合融资成本约 3.82%²。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 646.34 亿元，较上年底增长 4.93%。从债务指标来看，截至 2024 年 3 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 71.01%、62.52%和 9.39%，较上年底分别下降 0.32 个百分点、提高 0.17 个百分点和提高 0.65 个百分点。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。

2023 年，受大宗商品价格波动下行影响，加之期间费用侵蚀及减值损失计提增加，公司利润总额下降，整体盈利能力仍维持很强水平。

2023 年，公司营业总收入同比下降 14.70%，期间费用同比增长 9.24%，主要系财务费用大幅增加所致，期间费用对毛利润的侵蚀影响加大。公司利润总额主要来源大宗商品经营及物流服务主业，公司投资收益及公允价值变动收益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，2023 年投资收益由负转正为 3.20 亿元，公司其他收益以各类政府补助为主，2023 年为 6.75 亿元。减值损失方面，公司资产减值损失主要为存货跌价损失，2023 年为-3.73 亿元，计提规模同比有所下降；信用减值损失主要为对应收类款项（应收账款和其他应收账款等）的减值，2023 年受客户未如期交货影响，信用减值规模同比大幅增至 10.83 亿元。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	4625.16	5381.48	4590.35
营业成本	4524.04	5266.73	4502.08
期间费用	48.50	50.74	55.42
其他收益	2.48	5.28	6.75
营业外收入	1.66	4.89	3.30
利润总额	39.97	50.32	24.50
调整后营业利润率	1.04%	1.06%	0.59%
总资本收益率	6.15%	6.55%	4.11%
净资产收益率	8.68%	10.38%	6.22%

注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用总额）/营业总收入*100
资料来源：联合资信根据财务报告整理

图表 14 • 2021—2023 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

² 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2。

与所选公司比较，公司调整后营业利润率偏低，总资产报酬率和净资产收益率位于中上水平。

图表 15 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	浙江国贸	厦门建发	广物控股
营业总收入（亿元）	4590.35	974.28	7636.78	868.97
调整后营业利润率（%）	0.59	4.31	2.01	-0.15
总资产报酬率（%）	3.23	4.15	3.01	2.64
净资产收益率（%）	6.22	5.84	7.50	3.31

注：总资产报酬率=（利润总额+财务费用中的利息费用）/总资产*100
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。2023 年，公司经营活动产生的现金净流入规模下降，变动趋势与营业收入一致，收入实现质量良好，投资支出压力不大，筹资活动根据资金需求而波动。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。

2023 年，公司经营活动现金流入规模变动趋势与营业总收入变动趋势一致，经营活动现金流量净额持续表现为净流入；公司投资活动净现金流受理财产品购买/赎回、对外固定资产投资等呈现波动，2023 年为负主要是公司购置仓库、船舶等资产导致投资现金流出增加所致；公司筹资活动现金流量净额持续表现为净流出，2023 年为-8.41 亿元。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	5183.50	5975.73	5314.39	1173.86
经营活动现金流出小计	5129.30	5913.50	5258.52	1287.44
经营现金流量净额	54.20	62.23	55.87	-113.58
投资活动现金流入小计	78.42	101.59	56.59	7.77
投资活动现金流出小计	100.62	79.55	65.83	21.90
投资活动现金流量净额	-22.20	22.04	-9.24	-14.13
筹资活动前现金流量净额	32.00	84.27	46.62	-127.71
筹资活动现金流入小计	1193.59	1241.42	1230.42	349.66
筹资活动现金流出小计	1228.36	1278.86	1238.83	233.27
筹资活动现金流量净额	-34.77	-37.44	-8.41	116.39
现金收入比	111.07%	110.34%	115.07%	111.25%
现金及现金等价物净增加额	-3.15	50.13	38.53	-11.45

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	138.28%	136.99%	125.93%
	速动比率	98.93%	96.80%	95.02%
	经营现金/流动负债	9.61%	8.77%	6.35%
	经营现金/短期债务（倍）	0.20	0.16	0.10
	现金类资产/短期债务（倍）	0.68	0.54	0.41
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	61.32	74.42	51.49
	全部债务/EBITDA（倍）	5.63	6.04	11.96
	经营现金/全部债务（倍）	0.16	0.14	0.09
	EBITDA/利息支出（倍）	4.48	4.65	2.94
	经营现金/利息支出（倍）	3.96	3.89	3.19

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从偿债指标看，2023 年末，公司短期偿债指标有所弱化，长期偿债指标表现良好。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，公司对外担保 990.19 万元，被担保方为公司参股公司高安成晖供应链有限责任公司。

未决诉讼方面，截至 2023 年底，公司及下属子公司作为原告提起诉讼的事项主要系买卖合同纠纷、进出口代理合同纠纷等案件，公司根据损失情况要求对方提供相应赔偿，未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 7.16 亿元，主要为历史涉诉案件，公司已根据预计可回收金额相应计提了足额减值损失。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 2023 年底，公司作为被告的诉讼事项详见附件 1-3。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共获得银行授信 1612.79 亿元，其中未使用额度 836.61 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。

3 公司本部主要变化情况

母公司有息债务规模可控，利润总额主要源于投资收益，投资收益变现情况良好。

截至 2023 年底，母公司资产总额 220.33 亿元，较上年底下降 6.08%。其中，流动资产 86.03 亿元（占 39.05%），非流动资产 134.29 亿元（占 60.95%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 25.41%）和其他应收款（占 59.21%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.72%）构成。截至 2023 年底，母公司货币资金为 21.86 亿元。

公司本部收入规模小，2023 年，母公司营业总收入为 19.69 亿元，利润总额为 8.88 亿元，主要源于子公司贡献投资收益。同期，母公司投资收益为 9.56 亿元。

截至 2023 年底，母公司资产负债率为 31.34%，较 2022 年底下降 17.03 个百分点；母公司全部债务 41.42 亿元。其中，短期债务占 77.54%、长期债务占 22.46%。截至 2023 年底，母公司全部债务资本化比率 21.49%。

现金流方面，2023 年，母公司经营活动现金流净额为 8.27 亿元，投资活动现金流净额 21.42 亿元（其中投资收益获得现金为 15.52 亿元），筹资活动现金流净额-28.58 亿元。

（六）ESG 方面

公司积极履行作为国有大宗商品供应链服务企业社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为贸易企业，公司面临的环境风险较小，联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。根据公司 2023 年 7 月披露的《厦门象屿 2022 年度环境、社会及治理报告》，公司“公转铁”运输减少碳排放 147 万吨，“散改集”运输减少碳排放 2.7 万吨，电子签章应用减少碳排放 6028.8 吨，累计实现车队“柴改气”95 辆。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高；近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司设有专门的 ESG 管治部门或组织，明确以战略管理委员会及下属 ESG 执行委员会为监督、指导机构，ESG 管理办公室为日常 ESG 相关工作的统筹管理机构，ESG 信息披露质量较高，ESG 风险管理体系完善。公司目前已启动 2023 年度 ESG 报告编制项目。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东象屿集团综合实力强。

公司控股股东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，为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，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 2023 年底，象屿集团合并资产总额 3315.88 亿元，所有者权益 874.90 亿元（含少数股东权益 579.15 亿元）；2023 年，象屿集团实现营业收入 4904.98 亿元，利润总额 13.44 亿元。

2 支持可能性

公司在控股股东发展战略、业务布局上非常重要，在流动性方面获得较大支持。

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，在其发展战略、业务布局上非常重要。

根据公司临 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》、2023-012 号《关于 2023 年度向控股股东及其关联公司借款额度的关联交易公告》和 2024-011 号《关于 2024 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 年度至 2024 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。在上述财务期内，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。

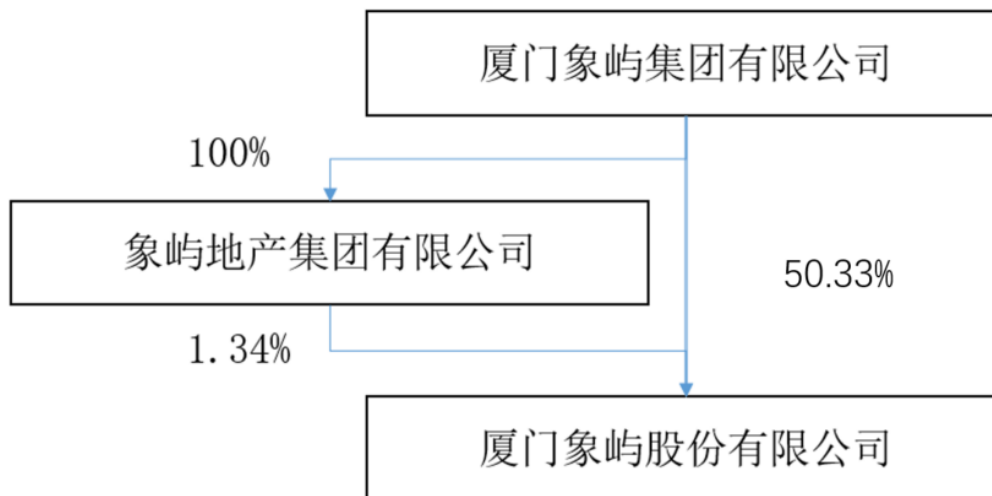
八、债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内永续/可续期债券包括“23 象屿股份 MTN001”“23 象屿股份 MTN002”“24 象屿股份 MTN001”“24 象屿股份 MTN002”“23 象屿 Y1”“23 象屿 Y2”和“24 象屿 Y1”，余额合计 77.00 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的 7.67 倍。

九、跟踪评级结论

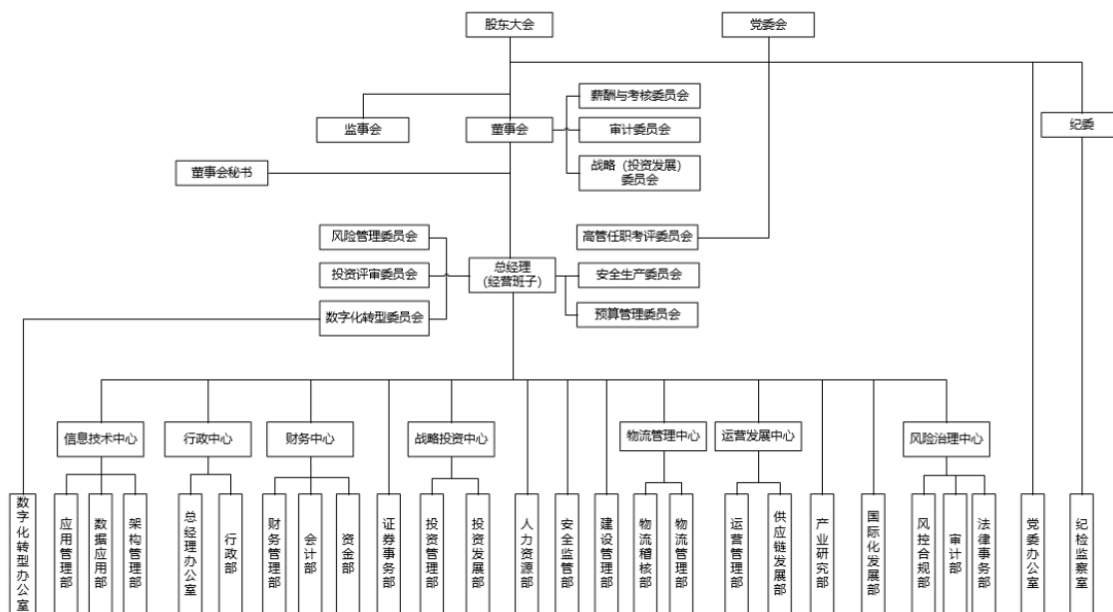
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 象屿股份 MTN001”“23 象屿股份 MTN002”“24 象屿股份 MTN001”“24 象屿股份 MTN002”“23 象屿 Y1”“23 象屿 Y2”信用等级为 AAA，确定“24 象屿 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年底公司（含子公司）作为被告的主要未决诉讼

1. 2022 年 4 月及 5 月，厦门龙津进出口贸易有限公司（以下简称“厦门龙津”）、福建省龙岩市国贸有限公司（以下简称“龙岩国贸”）分别与本公司子公司厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟采购铝锭，在象屿铝晟向厦门龙津、龙岩国贸转移了铝锭货权后，对方均向厦门铝晟出具了相关收货收据。2022 年 9 月及 11 月，厦门龙津、龙岩国贸分别向厦门市湖里人民法院对象屿铝晟提起两项诉讼，诉讼请求为解除原《铝锭购销合同》、返还原支付的采购货款及撤销其向象屿铝晟出具的收货收据，标的金额分别为 19,301.03 万元（两案合计）及 17,614.63 万元（两案合计）。象屿铝晟认为，公司不存在违约行为，厦门龙津、龙岩国贸应向其他责任方主张权利。
进展：截至本报告出具日，该诉讼处于一审阶段。
2. 2015 年 11 月 11 日，上海鼎衡航运科技有限公司（以下简称“鼎衡航运”）、南通市通宝船舶有限公司（以下简称“通宝公司”）与本公司子公司厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“物流集团”）就 8,500 吨级不锈钢化学品船的建造及处置等合作事宜签订《合作协议》，约定由三方合作建造四艘 8,500 吨级化学品船，并在船舶建造完成后依约进行船舶处置并分配处置款。物流集团协议约定完成前述船舶的处置后，2022 年 12 月 2 日，鼎衡航运向厦门海事法院提起诉讼，追加通宝公司为第三人，诉讼请求为要求被告物流集团就前述船舶支付监造费用、返还船舶造船款、分配船舶处置款、重新处置其中一艘船舶并就该船赔偿处置损失及预期利润损失、留船物料、多付的光租租金，还要求支付前述监造费用、造船款、分配款的利息，诉请金额合计人民币 29,230.69 万元。厦门海事法院受理该案件后，于 2023 年 2 月送达并通知物流集团应诉。物流集团就鼎衡航运的诉讼请求提出管辖权异议。2024 年 2 月本案管辖权异议审理完毕。管辖权异议审理过程中，鼎衡航运撤回部分厦门海事法院无管辖权的诉讼请求，变更后的诉请金额合计人民币 28,976.53 万元。物流集团认为，物流集团在《合作协议》履行及案涉船舶处置过程中均符合约定，不存在违约行为，且认为鼎衡航运诉求的赔偿金额无事实与协议依据。公司法务部判断物流集团的主张有法律依据，目前物流集团正准备向鼎衡航运提起反诉，诉请鼎衡航运按《合作协议》约定比例向物流集团支付船舶处置款项不足分配的差额部分金额。
进展：截至本报告出具日，该诉讼处于一审阶段。

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	186.45	208.56	240.27	219.33
应收账款（亿元）	143.96	209.33	178.08	194.17
其他应收款（亿元）	16.83	41.62	48.24	50.40
存货（亿元）	221.95	285.20	272.02	316.49
长期股权投资（亿元）	16.03	15.40	12.74	13.33
固定资产（亿元）	100.87	101.47	101.30	100.68
在建工程（亿元）	8.81	1.56	0.90	1.79
资产总额（亿元）	958.34	1150.56	1297.05	1336.69
实收资本（亿元）	21.57	22.54	22.68	22.76
少数股东权益（亿元）	141.15	193.00	163.51	153.30
所有者权益（亿元）	313.30	363.92	371.92	387.52
短期债务（亿元）	275.32	385.08	580.34	606.19
长期债务（亿元）	69.64	64.57	35.61	40.15
全部债务（亿元）	344.96	449.64	615.95	646.34
营业总收入（亿元）	4625.16	5381.48	4590.35	1045.68
营业成本（亿元）	4524.04	5266.73	4502.08	1026.38
其他收益（亿元）	2.48	5.28	6.75	1.52
利润总额（亿元）	39.97	50.32	24.50	5.88
EBITDA（亿元）	61.32	74.42	51.49	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5137.03	5938.11	5282.06	1163.30
经营活动现金流入小计（亿元）	5183.50	5975.73	5314.39	1173.86
经营活动现金流量净额（亿元）	54.20	62.23	55.87	-113.58
投资活动现金流量净额（亿元）	-22.20	22.04	-9.24	-14.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	-34.77	-37.44	-8.41	116.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	33.08	29.54	22.59	--
存货周转次数（次）	20.76	20.77	16.16	--
总资产周转次数（次）	5.05	5.10	3.75	--
现金收入比（%）	111.07	110.34	115.07	111.25
营业利润率（%）	2.09	2.00	1.80	1.73
总资本收益率（%）	6.15	6.55	4.11	--
净资产收益率（%）	8.68	10.38	6.22	--
长期债务资本化比率（%）	18.18	15.07	8.74	9.39
全部债务资本化比率（%）	52.41	55.27	62.35	62.52
资产负债率（%）	67.31	68.37	71.33	71.01
流动比率（%）	138.28	136.99	125.93	128.15
速动比率（%）	98.93	96.80	95.02	92.95
经营现金流动负债比（%）	9.61	8.77	6.35	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.54	0.41	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	4.48	4.65	2.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.63	6.04	11.96	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.03	22.24	23.66	24.79
应收账款（亿元）	0.00	0.00	2.31	1.06
其他应收款（亿元）	82.03	50.31	50.94	109.40
存货（亿元）	0.00	0.09	0.00	0.76
长期股权投资（亿元）	125.92	146.99	132.57	129.35
固定资产（亿元）	0.02	0.01	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	224.61	234.60	220.33	281.22
实收资本（亿元）	21.57	22.54	22.68	22.76
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	134.20	121.13	151.28	175.36
短期债务（亿元）	3.99	9.23	24.36	36.55
长期债务（亿元）	29.95	30.05	7.06	13.79
全部债务（亿元）	33.94	39.28	31.42	50.34
营业总收入（亿元）	2.20	38.64	19.69	1.99
营业成本（亿元）	1.66	36.04	18.64	1.76
其他收益（亿元）	0.02	0.16	1.50	1.10
利润总额（亿元）	14.87	18.74	8.88	2.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.89	36.05	29.69	6.21
经营活动现金流入小计（亿元）	10.34	56.85	68.51	23.60
经营活动现金流量净额（亿元）	-4.87	5.43	8.27	3.45
投资活动现金流量净额（亿元）	-27.95	32.79	21.42	-54.41
筹资活动现金流量净额（亿元）	34.05	-19.79	-28.58	52.20
财务指标				
销售债权周转次数（次）	/	/	17.01	--
存货周转次数（次）	/	812.92	420.41	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.17	0.09	--
现金收入比（%）	86.01	93.31	150.80	311.66
营业利润率（%）	23.14	6.51	5.10	11.17
总资本收益率（%）	9.67	14.32	6.15	--
净资产收益率（%）	11.12	15.22	5.76	--
长期债务资本化比率（%）	22.21	19.88	4.46	7.29
全部债务资本化比率（%）	28.04	26.90	21.49	31.42
资产负债率（%）	40.25	48.37	31.34	37.64
流动比率（%）	177.17	115.44	153.37	174.51
速动比率（%）	177.17	115.32	153.37	173.63
经营现金流动负债比（%）	-8.95	7.33	14.74	--
现金短期债务比（倍）	0.43	1.53	0.69	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	4.54	3.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.91	1.85	3.45	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务核算。

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 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 4-3 评级展望设置及含义

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