

厦门象屿股份有限公司

2025 年度第一期中期票据

信用评级报告

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〔2025〕929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 2025 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 2025 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年二月二十日

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。

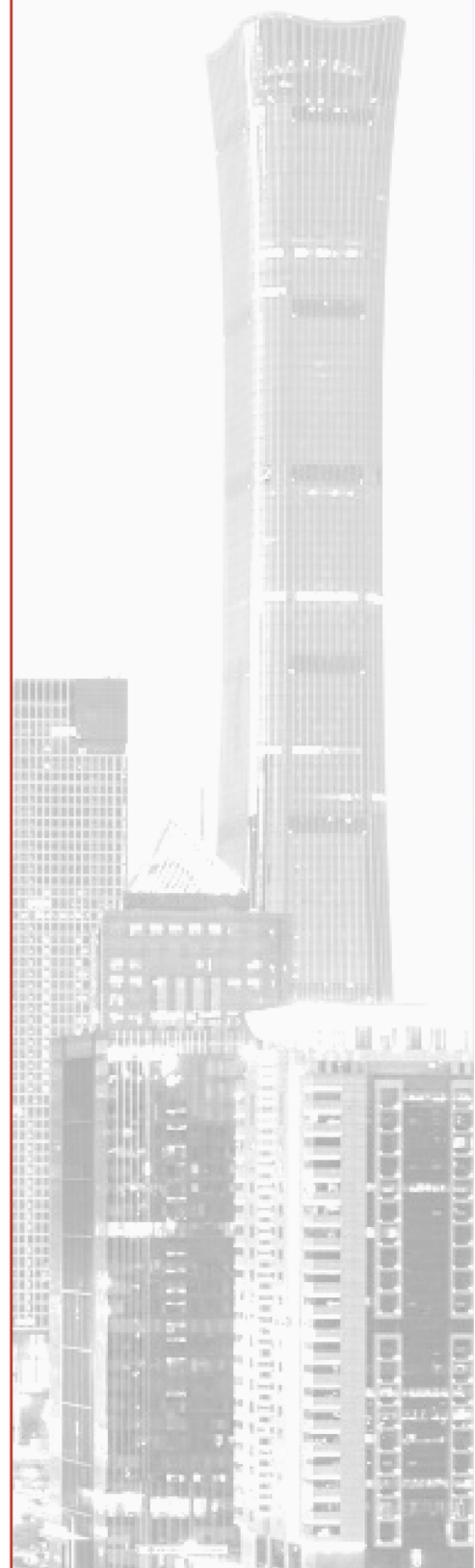
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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

2025 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/20

债项概况 本期债项基础发行规模为 5 亿元，发行金额上限为 20 亿元，其中，品种一初始发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），品种二初始发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），品种一发行期限 2+N（2）年，品种二发行期限 3+N（3）年，品种间可进行回拨，回拨比例不受限制，厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”或“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；本期债项采用固定利率，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息；本次募集资金拟补充公司本部及子公司营运资金。

评级观点 公司是厦门象屿集团有限公司（以下简称“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。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具备显著优势；内控体系建设完善，内部管理制度健全。近年来，公司主动优化产品结构、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，对江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”）相关债权转让事项的进展有待关注。财务方面，2021—2023 年，公司收入规模波动下降，盈利指标受收入下降和计提的信用减值损失增加影响波动下滑，但盈利能力仍处于很强水平；资产质量非常好；权益稳定性较弱；债务规模持续增长，债务负担较重；偿债指标表现良好。

本期债项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。本期债项具有公司可赎回权、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，认为本期债项赎回条款设置使本期债项不赎回的可能性较小，利息递延支付可能性小。

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

- **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。2021—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。
- **公司综合物流服务能力处于行业领先水平。**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。2021—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。
- **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。
- **近年来，公司债务规模持续增长，债务负担较重。**2021—2023年末，公司全部债务年复合增长率为33.62%；截至2024年3月底，公司资产负债率为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。
- **控股股东受让公司债权，需关注债权受让款支付进度。**2024年12月16日，象屿集团整体受让公司对江苏德龙及其控股子公司和关联公司的债权事项已通过公司股东大会审议通过，受让价款合计金额89.74亿元，截至本报告出具日已支付第一期债权受让款26.92亿元，考虑到上述事项涉及的金额较大，联合资信将对上述事项保持关注。

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：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

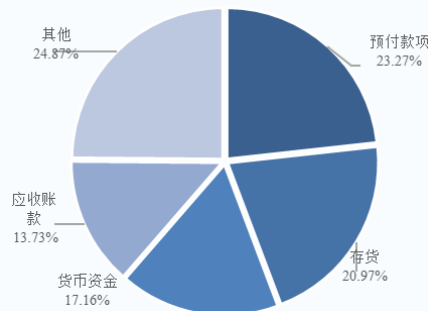
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	186.45	208.56	240.27	219.33
资产总额（亿元）	958.34	1150.56	1297.05	1336.69
所有者权益（亿元）	313.30	363.92	371.92	387.52
短期债务（亿元）	275.32	385.08	580.34	606.19
长期债务（亿元）	69.64	64.57	35.61	40.15
全部债务（亿元）	344.96	449.64	615.95	646.34
营业总收入（亿元）	4625.16	5381.48	4590.35	1045.68
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	--

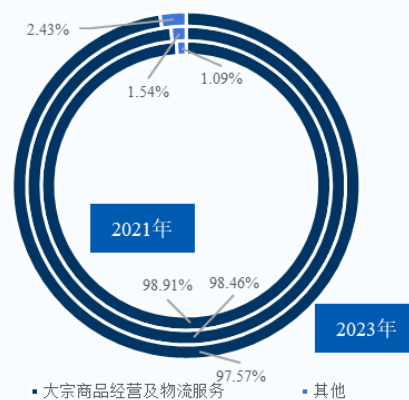
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

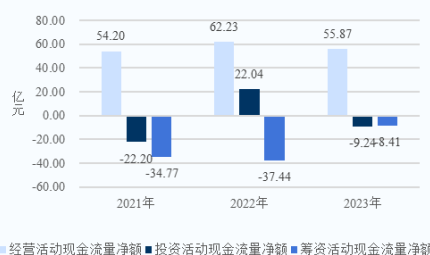
2023 年底公司资产构成



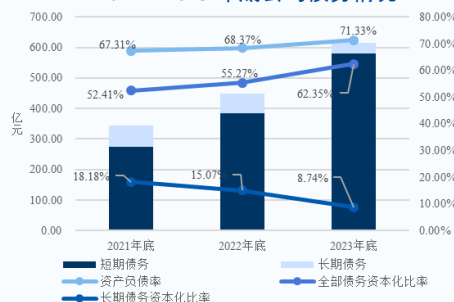
2021—2023 年公司主营收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	销售债权 周转率 (%)	存货周转 率 (%)	资产总额 (亿元)	所有者权 益 (亿元)	营业总收 入 (亿元)	利润总额 (亿元)	调整后营 业利润率 (%)	资产负债 率 (%)	全部债务资本 化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	22.59	16.16	1297.05	371.92	4590.35	24.50	0.59	71.33	62.35	11.96	2.94
浙江国贸	AAA	7.70	7.78	1617.16	498.81	974.28	39.50	4.31	65.64	60.78	9.86	2.83
建发股份	AAA	43.12	2.00	8208.52	2246.39	7636.78	207.92	2.01	72.63	43.72	7.32	3.14
广物控股	AA+	33.758	14.94	599.03	188.62	868.97	8.34	-0.15	68.51	60.68	12.58	3.39

注：浙江国贸为浙江省国际贸易集团有限公司，建发股份为厦门建发股份有限公司；广物控股为广东省广物控股集团有限公司
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/6/18	徐璨 李上 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
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
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、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，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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“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，公司实现营业收入总收入 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，公司实现营业收入总收入 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：吴捷。

二、本期债项概况

公司本次计划发行 2025 年度第一期中期票据（以下简称“本期债项”），基础发行金额为 5.00 亿元，发行金额上限为 20.00 亿元，其中，品种一初始发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），品种二初始发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元）；品种一期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年，品种间可进行回拨，回拨比例不受限制。募集资金扣除发行费用后，将用于补充公司本部及子公司营运资金。

本期债项无担保。

本期债项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。

本期债项在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期债项的特殊条款：

本期债项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）赎回本期债项。

在利率方面，本期债项品种一前 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¹加上初始利差²。第 2 个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债项，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³加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后的 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。

本期债项品种二前 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加上初始利差。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年（品种二为 3 年）的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²初始利差为首个 2 年（品种二为 3 年）期票面利率与初始基准利率之间的差值。

³当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年（品种二为 3 年）的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

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债项，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，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指在本期债项付息日前 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，本期债项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）本期债项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，本期债项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。

（3）本期中期票据的利息递延支付方面，公司在不发生强制付息事件情况下，仍可自行选择在付息日递延支付利息，但递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。强制付息事件方面，2021—2023 年，公司分别派发现金红利 6.47 亿元、10.99 亿元和 13.84 亿元；2024 年 6 月，公司实施 2023 年度权益分派，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。综上，公司递延支付利息可能性小。

综上所述，本期债项具有公司可赎回权、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，认为本期债项赎回条款的设置使本期债项不赎回的可能性小。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

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 年三季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

进出口贸易方面，2024 年前三季度，全球经济整体企稳复苏，国内经济基本面保持稳定，中国进出口贸易总额稳定增长；出口增速受全球主要国家经济变化影响较大，国内房地产市场仍在探底，中国进口增速明显回落。中国进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对美欧等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；大宗商品如铁矿砂、煤、天然气等进口量同比增加。

大宗商品贸易方面，2024 年前三季度，中国固定资产投资增速 3.4%，增速放缓，中国房地产开发投资尚未出现明显好转迹象，景气度仍较低，基建投资增速未达预期。受地缘政治、原油供应及对美联储降息预期增长等多方面的影响，原油价格经历了两次冲高回落的行情；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；煤炭价格受供需格局仍偏宽松影响，整体呈下跌态势。

预计 2024 年第四季度，外部环境更趋复杂严峻，主要经济体持续增长动能不足；特朗普宣称对从中国进口的商品加征高额关税，贸易摩擦对中国出口的影响可能在明年一季度出现，这一不确定性可能继续推动美国企业的补库存和抢出口动能，有利于第四季度中国贸易出口情况。但长期来看，贸易摩擦的不确定性将很快落地，可能对中国出口产生冲击。房地产市场持续调整，基建增速有限，内需偏弱或将持续，导致进口增速处于相对偏低水平。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《2024 年前三季度贸易行业研究》。

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%。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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、智能化信息技术体系建设等方面具备突出的品牌优势和行业竞争力。

公司在大宗商品供应链领域深耕多年，入选“全国供应链创新与应用示范企业”“中国物流 50 强企业”及“中国 5A 级物流企业”，是全国百强仓储企业（第 3 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 多个国家，重点链接海外采购渠道，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。

2 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；2024 年 12 月，根据公司董事会决议，董事长变更。

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 7 名。2024 年 12 月，根据《厦门象屿股份有限公司关于变更董事长及法定代表人的公告》，公司原董事长邓启东先生申请辞去董事长职务和董事会战略（投资发展）委员会召集人职务，继续担任公司董事和董事会战略（投资发展）委员会委员。根据董事会第二十六次会议，选举吴捷担任公司董事长（法定代表人）、董事会战略（投资发展）委员会主任。

公司董事长吴捷先生，1981 年出生，现任象屿集团党委委员、副总裁，公司董事长；曾任象屿集团投资发展总监、总裁助理，黑龙江金象生化有限责任公司董事长。

公司总经理齐卫东先生，1966 年出生，现任公司党委书记、副董事长、总经理。曾任象屿集团贸易中心常务副总经理，物流集团财务负责人、物流集团贸易中心管理本部及贸易事业部总经理，公司党委副书记、副总经理、财务负责人。

截至 2023 年底，公司（合并口径）员工总数 8565 人，构成见下表。

图表 1 • 截至 2023 年底公司员工构成情况

教育程度	人数	职称	人数	年龄结构	人数
高中及以下	1639	初级	170	30 岁以下	2961
中专	658	中级	255	30-40 岁	3385
大专、本科	5468	高级	43	40-50 岁	1523
研究生及以上	800	其他	8097	50 岁以上	696
合计	8565	合计	8565	合计	8565

资料来源：公司提供

3 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 2025 年 1 月 6 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 2025 年 2 月 17 日，联合资信未发现公司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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构及部门设置完善，能满足公司业务发展需要。

法人治理方面，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。管理架构方面，公司依据业务特点及需要设置了财务中心、风险治理中心、物流管理中心、行政中心等管理中心，在各中心下

设管理部门。

2 管理水平

公司建立了较为全面的内部控制制度。

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 2024 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，减少子公司在市场竞争中的风险。

七、重大事项

①公司非公开发行 A 股股票已经证监会同意注册批复，发行完成后有望提升资本实力。

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。截至本报告日，上述非公开发行股票事项已获得中国证监会同意注册批复。公司作为上市公司，具备直接融资渠道，非公开发行股票成功后，将有助于公司资本实力的提升。

②因子公司利润未达业绩要求，公司提前回购其少数股东股权，造成集中兑付压力。

公司于 2024 年 6 月 20 日发布《厦门象屿股份有限公司关于受让子公司债转股投资人股权的公告》（以下简称“公告”），称控股子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）分别于 2021 年 11 月、2022 年 8 月实施市场化债转股，引入中银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司四家投资人。因象屿农产 2023 年可分配利润未满足约定，现按照签署的《黑龙江象屿农业物产有限公司之增资协议》（以下简称“《增资协议》”）中有关退出安排的约定，公司以现金方式受让四家投资人所持象屿农产合计 43.5258% 股权，转让价款按照“投资本金未实现收益”计算所得价款，合计付款金额不高于 42 亿元，具体以后续协议约定为准。根据公告，本次交易后，公司将持有象屿农产 100.00% 股权。

根据公司分别于 2021 年 11 月和 2022 年 8 月发布的关于子公司实施市场化债转股的公告，上述四家投资人合计对象屿农产增资 40.00 亿元，投资期限 36 个月。协议约定，投资方持股期间象屿农产每年可向投资方分配利润不低于投资方投资金额*约定分红率（6%）或象屿农产每年度（包括交割日所在当年）实现的合并报表范围的可分配利润均不低于人民币 55950 万元。2023 年，象屿农产实现营业收入 406.49 亿元，净利润-9.82 亿元，未达到投资者对利润分配要求。

截至本报告出具日，公司已完成对象屿农产少数股东股权回购，回购金额 42.00 亿元。

③ 股东象屿集团整体受让公司对江苏德龙债权，有利于公司优化资产结构。

2024年7月29日，公司发布《厦门象屿股份有限公司关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》⁴，称厦门象屿控股股东象屿集团拟整体受让公司对江苏德龙镍业有限公司及其子公司（以下合称“江苏德龙”）的债权。针对上述事项，2024年11月30日，厦门象屿再次发布《厦门象屿股份有限公司关于控股股东拟整体受让公司对江苏德龙债权暨关联交易的公告》（以下简称“公告”）。公告称，本次转让标的为截至2024年7月31日公司对江苏德龙的账面债权。根据万隆（上海）资产评估有限公司出具的评估报告（万隆评报字（2024）第10430号），以2024年7月31日为基准日，厦门象屿对江苏德龙账面债权评估值为人民币897,426.59万元。厦门象屿拟以评估值897,426.59万元转让，由具体持有江苏德龙债权的公司下属子公司分别与象屿集团下属子公司签署债权转让协议，由象屿集团下属子公司受让上述债权，并分三期向厦门象屿支付受让价款。公告称，厦门市国资委出具了《关于厦门象屿集团有限公司拟整体受让厦门象屿股份有限公司对江苏德龙及其控股子公司债权评估相关事宜的函》，认为评估报告所揭示的评估结论，仅对被评估债权对应的抵押物提供市场价值参考。截至2024年12月16日，上述事项已通过厦门象屿股东大会审议通过。截至本报告出具日，象屿集团已支付第一期债权受让款26.92亿元，待支付金额62.82亿元，联合资信将关注上述事项进展。

八、经营分析

1 经营概况

2021—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。

公司以大宗商品经营与物流服务为主业。2021—2023年，公司经营规模波动中有所下降，2023年实现营业总收入4590.35亿元，同比下降14.70%。2021—2023年，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。

2021—2023年，公司主营业务收入波动下降。其中，大宗商品经营与物流服务收入始终为公司最重要收入来源，收入占比在97%以上。公司与客户签署一揽子协议，为其提供采购分销、物流、供应链金融、信息咨询、加工等在内的供应链综合服务，2022年大宗商品经营与物流服务收入同比增长15.82%。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，2023年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，2021—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 月公司主营业务收入及毛利率情况（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、分批销售的行业产销节奏，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。

⁴ 具体内容见《关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》（公告编号：2024-056）

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

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，通过打通上下游渠道，不断增强核心贸易产品竞争力，同时为防止大宗商品价格波动及上下游信用风险等对盈利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风控管理体系。但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，2021—2023 年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波动下滑，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

2021—2023 年，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，为客户提供代理采销、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)	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。2021—2023 年，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⁵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%。

⁵ 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%。

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”，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有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。	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。但近年来，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。

（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。

2021—2023年，公司大宗商品物流服务收入整体呈波动下降趋势。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）

项目	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。

九、财务分析

公司提供了2021—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，2021年末，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，合并新疆象屿物流有限公司等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年末，公司纳入合并报表的子公司较2021年底新增26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26家公司，转让黑龙江象屿小额贷款有限公司100%股权（对价3.57亿元，对象为象屿集团子公司厦门象屿投资有限公司），注销清算减少5家子公司。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月底，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 资产质量

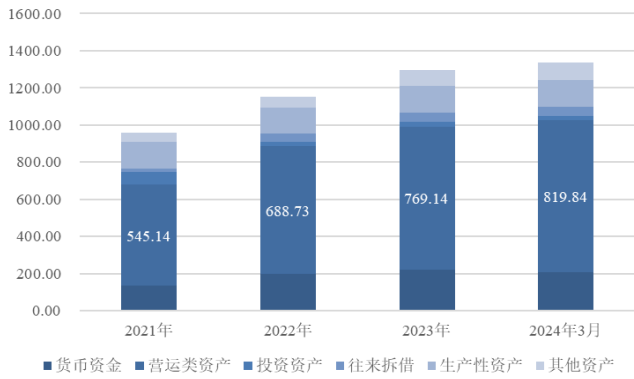
2021—2023年末，公司资产总额持续增长，资产结构以流动资产（供应链业务相关营运资产）为主，受限比例较低，整体资产流动性和质量良好。但联合资信关注到，大宗商品价格波动下行，且2023年由于客户面临经营性风险导致应收类资产信用减值损失计提规模较大，需关注公司应收账款、其他应收款、预付款项及存货的减值风险。

2021—2023年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长16.34%。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

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年末，公司权益规模保持增长，权益稳定性较弱。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.96%。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
可续期信托贷款	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
可续期信托贷款	10.00	10.00	2023/5/29	3+N 年
23 象屿 Y1	15.00	15.00	2023/6/29	2+N 年
可续期信托贷款	2.07	2.07	2023/6/28	2+N 年
可续期信托贷款	0.69	0.69	2023/6/28	1.6+N 年
可续期信托贷款	1.40	1.40	2023/7/14	2+N 年
可续期信托贷款	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

(2) 负债

近年来，公司有息债务持续增长；公司整体债务负担较重。

2021—2023 年末，公司负债总额年均复合增长 19.76%，截至 2023 年底为 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。2021—2023 年末，随着供应链业务营

运资金需求增加，公司全部债务年均复合增长 33.62%，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%⁶。2021—2023 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续增长，长期债务资本化比率持续下降。

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。

3 盈利能力

2021—2023 年，受大宗商品价格波动下行影响，公司营业收入波动下降，加之期间费用侵蚀及减值损失计提增加，利润总额亦呈波动下降态势，整体盈利能力仍维持很强水平。

2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 0.38%。同期，公司费用总额年均复合增长 6.89%，2023 年期间费用同比增长 9.24% 至 55.42 亿元，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%
总资产收益率	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

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

4 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。2021—

⁶ 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。

2023年，公司经营活动产生的现金净流入规模波动下降，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。

2021—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

5 偿债指标

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

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据财务报告整理

从偿债指标看，2021—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。

6 公司本部财务分析

母公司有息债务规模可控，利润总额主要源于投资收益，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(占比 39.05%)，非流动资产 134.29 亿元(占比 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。

十、ESG 分析

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。

十一、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。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构有一定影响。

本期债项发行金额上限为 20 亿元，按发行金额上限计算，分别占 2023 年底公司长期债务和全部债务的 56.17% 和 3.25%，对公司现有债务结构有一定影响。以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，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 71.33%、62.35% 和 8.74% 上升至 71.76%、63.10% 和 13.01%，公司债务负担有所加重。

2 本期债项偿还能力

公司经营现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力很强。

以 2023 年的相关财务数据为基础，本期债项发行后，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债项发行后长期债务的 95.57 倍，发行后长期债务为 EBITDA 的 1.08 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 18 • 本期债项偿还能力测算

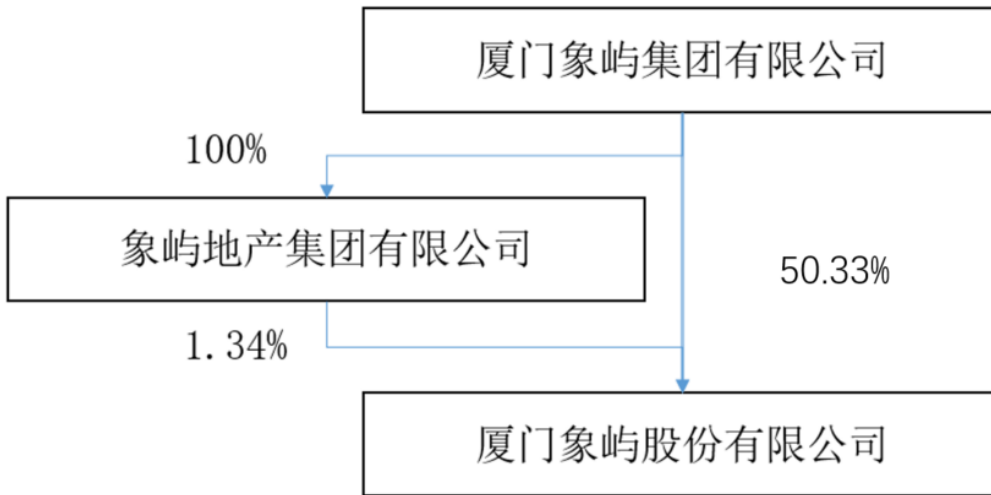
项目	2023 年
发行后长期债务* (亿元)	55.61
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	95.57
经营现金/发行后长期债务 (倍)	1.00
发行后长期债务/EBITDA (倍)	1.08

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据审计报告数据整理

十三、评级结论

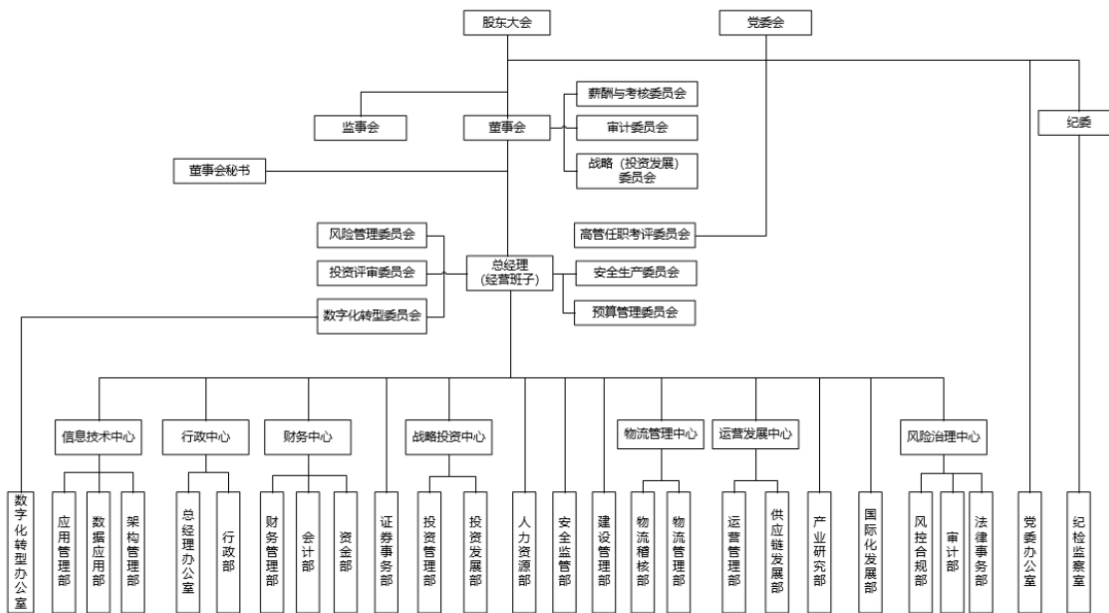
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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

- 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，对方均向厦门象屿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，一审驳回原告全部诉讼请求，厦门龙津、龙岩国贸已上诉。
- 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：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

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：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	
总资产收益率	(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

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“贵公司”）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。