信用评级公告

联合〔2021〕4337 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的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 象屿股份 MTN001”“18 象屿股份 MTN001”和“19 象屿股份 MTN001”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

二〇二一年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

厦门象屿股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
厦门象屿股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
厦门象屿集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*19 象屿股份 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/12/13
*18 象屿股份 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/08/23
*17 象屿股份 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/04/12

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2021 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市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。跟踪期内，公司综合物流服务能力不断增强，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，核心产品业务量持续提升，带动跟踪期内经营业绩保持提升。同时，联合资信也关注到跟踪期内大宗商品价格波动加剧对公司利润的影响，业务规模快速扩张推升资金需求，公司债务规模增长快，经营现金流量净额波动大等因素可能对公司信用水平造成的影响。

存续债券“17 象屿股份 MTN001”“18 象屿股份 MTN001”及“19 象屿股份 MTN001”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“17 象屿股份 MTN001”“18 象屿股份 MTN001”及“19 象屿股份 MTN001”在清偿顺序、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，同时，赎回和利率重置条款设置使上述中期票据不赎回可能性小。公司经营活动现金流入量对存续债券的保障程度高。“19 象屿股份 MTN001”由厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）提供不可撤销连带责任保证担保，象屿集团担保实力很强，提高了“19 象屿股份 MTN001”本息偿付的安全性。

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

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17象屿股份MTN001”

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：郭察理　黄冠嘉
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

“18象屿股份MTN001”和“19象屿股份MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1.厦门市区域经济环境良好，所处福建自由贸易试验区享有一定政策便利，公司外部发展环境良好。厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及所处福建自由贸易试验区厦门片区享有的政策优势为公司创造了良好的外部发展环境。

2.大宗商品采购分销及综合物流服务主业突出，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，经营效率保持行业中上游水平。跟踪期内，公司经营业绩持续提升，营业收入和利润规模保持增长，经营效率保持行业中上游水平。

4.随着业务扩大，公司资产总额快速增长，资产质量和流动性良好。公司资产规模结构以流动资产为主，受限比例较低，整体资产质量和流动性良好；截至 2021 年 3 月底，公司未使用银行授信额度为 448.93 亿元，对偿债能力形成支撑。

关注

1.贸易摩擦及全球新冠肺炎疫情蔓延影响下，大宗商品价格波动加剧，可能对供应链管理服务行业产生不利影响。2020 年来，受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动加剧，可能对公司经营环境产生一定不利影响。跟踪期内，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。跟踪期内，随着公司供应链业务规模扩张，公司流动资产中存货、预付款项及应收账款快速增长，对公司资金形成一定占用；公司经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在明显季节性波动，对外融资需求将持续存在。

3. **跟踪期内，公司债务规模持续快速增长，债务负担较重，面临一定流动性压力。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务余额合计 459.96 亿元，其中短期债务占比为 78.90%，资产负债率为 73.59%，全部债务资本化比率为 62.94%。且考虑到公司所有者权益中存在其他权益工具，实际债务负担高于测算值。
4. 存续永续中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年 3 月**
现金类资产（亿元）	67.92	82.24	137.68	57.84
资产总额（亿元）	547.22	657.32	873.65	1025.57
所有者权益（亿元）	194.48	217.96	265.09	270.85
短期债务（亿元）	172.54	177.71	240.41	362.92
长期债务（亿元）	56.95	68.29	85.09	97.03
全部债务（亿元）	229.49	246.00	325.50	459.96
营业收入（亿元）	2340.08	2724.12	3602.15	893.88
利润总额（亿元）	18.57	19.36	22.29	6.67
EBITDA（亿元）	32.79	36.83	43.05	/
经营性净现金流（亿元）	20.28	41.40	12.80	-187.73
营业利润率（%）	2.66	3.04	1.87	2.65
净资产收益率（%）	7.43	6.69	6.14	/
资产负债率(%)	64.46	66.84	69.66	73.59
全部债务资本化比率（%）	54.13	53.02	55.11	62.94
流动比率（%）	134.47	134.69	136.54	130.51
经营现金流动负债比（%）	7.02	11.37	2.49	/
现金短期债务比（倍）	0.43	0.54	0.71	0.25
EBITDA 利息倍数(倍)	3.54	3.19	3.01	/
全部债务/EBITDA(倍)	7.00	6.68	7.56	/
公司本部（母公司）				
项目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年 3 月**
资产总额（亿元）	128.46	139.66	170.25	214.06
所有者权益（亿元）	104.07	113.81	123.97	123.57
全部债务（亿元）	20.62	17.20	30.61	76.22
营业收入（亿元）	0.75	0.39	1.07	0.16
利润总额（亿元）	2.06	11.14	8.47	-0.07
资产负债率（%）	18.99	18.51	27.18	42.27
全部债务资本化比率（%）	16.54	13.13	19.80	38.15
流动比率（%）	290.75	334.05	273.47	187.32
经营现金流动负债比（%）	-65.90	-18.34	14.92	/

注：1、2021 年一季度财务数据未经审计；2、合并口径现金类资产已剔除受限货币资金、受限交易性金融资产及质押应收票据；3、2018－2021 年 3 月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 25.00 亿元、30.00 亿元、40.00 亿元和 40.00 亿元；4、合并口径其他应付款和其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标，合并口径长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务及相关债务指标；母公司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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 象屿 02	AAA	AAA	稳定	2021/3/12	郭察理 候珍珍	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
20 象屿 Y5	AAA	AAA	稳定	2020/10/22	候珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 象屿 01/20 象屿 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/12	候珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 象屿 02	AA+	AA+	稳定	2020/2/19	候珍珍 崔濛骁	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 象屿 01	AA+	AA+	稳定	2019/12/25	候珍珍 崔濛骁	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 象屿股份 MTN001/18 象屿股份 MTN001/17 象屿股份 MTN001	AAA	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
19 象屿股份 MTN001	AAA	AA+	稳定	2019/10/14	刘嘉敏 郭察理	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
18 象屿股份 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/8/16	刘嘉敏 郭察理 刘祎烜	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
17 象屿股份 MTN001	AA+	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编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由厦门象屿股份有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门象屿股份有限公司
2021年跟踪评级报告

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，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2021年3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52.03%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。截至2021年3月底，象屿集团所持公司股权中8087.43万股用于质押，占公司总股本的3.75%，占其直接持有股份的7.20%[1]。

公司经营范围：经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；谷物、豆及薯类批发；饲料批发；林业产品批发；其他农牧产品批发；其他预包装食品批发；其他散装食品批发；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；建材批发；其他化工产品批发（不含危险化学品和监控化学品）；五金产品批发；汽车零配件批发；摩托车零配件批发；其他机械设备及电子产品批发；化肥批发；石油制品批发（不含成品油、危险化学品和监控化学品）；纺织品、针织品及原料批发；棉、麻批发；服装批发；其他未列明批发业（不含需经许可审批的经营项目）；供应链管理；贸易代理；其他贸易经纪与代理；国际货运代理；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；房地产开发经营；其他未列明房地产业；商务信息咨询；软件开发；其他未列明信息技术服务业（不含需经许可审批的项目）。跟踪期内，公司经营范围未发生调整。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为873.65亿元，所有者权益合计为265.09亿元（含少数股东权益115.45亿元）。2020年，公司实现营业收入3602.15亿元，利润总额22.29亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为1025.57亿元，所有者权益合计为270.85亿元（含少数股东权益117.93亿元）。2021年1－3月，公司实现营业收入893.88亿元，利润总额6.67亿元。

公司注册地址：厦门市现代物流园区象屿路99号厦门国际航运中心E栋7层08单元；法定代表人：张水利。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级

[1] 2021年6月11日，公司发布公告称上述质押8087.43万股股票已全部解除质押，本次解除质押后，象屿集团持有公司股份质押数量为0股。

的存续期债券见表 1。其中，“19 象屿股份 MTN001”于 2019 年 12 月公告变更募集资金用途[2]，并已按变更后的募集资金用途使用完毕，其余债券募集资金均按计划用途使用完毕。截至本报告出具日，除“20 象屿 Y5”和“21 象屿 02”尚未到付息日外，其余债券均正常付息。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
*17 象屿股份 MTN001	10.00	10.00	2017/04/12	2022/04/12
*18 象屿股份 MTN001	5.00	5.00	2018/08/23	2021/08/23
*19 象屿股份 MTN001	5.00	5.00	2019/12/13	2022/12/13
20 象屿 01	8.00	8.00	2020/01/15	2025/01/15
20 象屿 02	12.00	12.00	2020/03/02	2025/03/02
*20 象屿 Y5	10.00	10.00	2020/11/05	2022/11/05
21 象屿 02	10.00	10.00	2021/03/23	2024/03/23

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据或可续期公司债券，所列兑付日为首次赎回权行权日

资料来源：Wind

“17 象屿股份 MTN001”“18 象屿股份 MTN001”“19 象屿股份 MTN001”及“20 象屿 Y5”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，“17 象屿股份 MTN001”“18 象屿股份 MTN001”“19 象屿股份 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具；“20 象屿 Y5”在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

（2）“17 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 5 个计息年开始每 5 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；“18 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点；“19 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点；“20 象屿 Y5”如不赎回，从第 2 个计息年开始每 2 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。“17 象屿股份 MTN001”每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 900 个基点累计计息；“18 象屿股份 MTN001”每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息；“19 象屿股份 MTN001”和“20 象屿 Y5”递延利息按当期票面利率累计计息。2018 年，公司派发 2017 年现金股利 1.46 亿元；2019 年，公司分两次派发 2018 年现金股利合计 5.18 亿元；2020 年，公司派发 2019 年现金红利 5.39 亿元。2021 年 4 月，公司发布 2020 年度利润分配预案，拟发放现金红利及回购股份合计 7.86 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

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

[2]募集资金中 2 亿元原计划用于偿还子公司厦门象屿物流集团有限责任公司及黑龙江象屿农业物产有限公司到期银行借款，其中黑龙江象屿农业物产有限公司 1 亿元用款对应的借款到期日由 2020 年 1 月 1 日变更为 2020 年 1 月 14 日。

全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%～6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济**

内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1. 供应链管理服务及物流行业

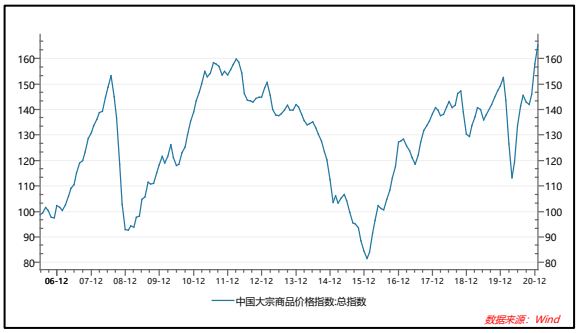
（1）行业概况

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。2020 年以来，在疫情冲击下，中国大宗商品价格指数于 4 月降至全年低点，而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划，大宗商品价格指数快速上升，波动增长至历史高位。

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

图 1　近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等

物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

（2）物流行业

2020 年，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，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。随着复工复产的推进，二季度以来中国物流规模增长持续恢复，全年社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓。未来全球范围内物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。

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 年全国社会物流总额 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。

图2　近年来中国社会物流总额及增长情况

（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理.

2020 年以来，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020 年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显示，中国物流企业 50 强实现物流业务收入 1.1 万亿元，同比增长 15%，第 50 名的企业物流营业收入超过 37 亿元，同比增长 19%。

展望 2021 年，物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。从全球发展来看，2021 年疫情对经济的影响将逐步衰减，但国际政治力量分化、地缘政治影响和逆全球化趋势仍会长期存在，世界经济稳定复苏仍面临挑战。结合 2020 年四季度数据来看，出口带动的工业物流需求或将延续增长态势，消费相关需求增速保持平稳。部分传统制造领域、消费升级领域复苏动力较前期有所趋稳，物流需求分化、结构不均衡的趋势可能更明显。

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，2020 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《2020年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值（GDP）6384.02亿元，按可比价格计算，比上年增长5.7%。其中，第一产业增加值28.89亿元，增长2.5%；第二产业增加值2519.84亿元，增长6.1%；第三产业增加值3835.29亿元，增长5.5%。三次产业结构为0.4∶39.5∶60.1。厦门市全市户籍人口273.18万人，户籍人口城镇化率86.99%。全体居民人均可支配收入58140元，比上年增长4.1%。

工业方面，2020年厦门市全年规模以上工业增加值增长6.0%。全市规模以上工业企业2343家，其中产值超亿元企业814家，合计产值占规模以上工业的91.1%。电子、机械两大支柱行业共有规模以上工业企业1204家，占规模以

上工业企业数的51.4%，合计工业产值占规模以上工业的67.7%。

固定资产方面，2020年厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长8.8%。分产业看，第一产业投资增长207.0%，第二产业投资增长12.3%，第三产业投资增长8.1%。工业投资增长12.9%，其中制造业投资增长8.6%。房地产开发投资增长17.4%。其中，住宅投资687.85亿元，增长23.0%；办公楼投资64.61亿元，下降34.6%；商业营业用房投资90.60亿元，增长3.0%。全市房地产房屋施工面积3616.04万平方米，下降11.6%；房屋新开工面积405.68万平方米，下降19.7%。

内贸方面，2020年厦门市社会消费品零售总额2293.87亿元，比上年增长1.6%。按消费形态分，商品零售1964.46亿元，增长2.6%；餐饮收入329.41亿元，下降4.3%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6915.77亿元，比上年增长7.8%，其中出口3572.92亿元，增长1.2%；进口3342.85亿元，增长16.0%。

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。2020年，自贸区厦门片区位列全国营商环境排名的第15位，较2014年挂牌前上升46位，厦门市成为国家发改委发布的《中国营商环境报告》列明的全国营商环境标杆城市，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，象屿集团直接持有公司52.03%[3]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。

2021年3月，公司控股股东象屿集团转让所持公司2%股权予中国农垦产业发展基金（有限合伙），象屿集团所持公司股权比例略有下降，但保持绝对控股地位。除此以外，跟踪期内公司产权状况不涉及重大调整。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，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2020年《福布斯》全球上市公司2000强第1574位；位列《财富》中国500强第37位，在“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第一；获农民日报社“2019农业产业化龙头企业500强”第1位。公司已连续3年位居中国物流企业50强第2位，获评中国物流与采购联合会评定的“2020年中国物流杰出企业”；位列中国仓储与配送协会“2019年全国通用仓储百强企业”第2位，较上年上升1位。公司下属厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（以下简称“速传供应链”）是国家5A级物流企业，具备良好的行业竞争力和品牌知名度。

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加强与头部互联网

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

科技企业的战略合作，全力向数字化转型，先后立项、实施并逐步落地网络货运平台、电子仓单系统、农业数字化平台等重量级项目，进一步完善智慧供应链服务平台项目，已基本实现了业务全面线上化、可视化跟踪和管理。2018－2020 年，公司在数字化建设方面的投入分别为 0.54 亿元、0.58 亿元和 0.49 亿元。

截至 2020 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”）、黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）和象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）。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运营主体，象道物流是主营公铁运输、多式联运、仓储配送等业务的专业化铁路物流公司。

表 3　公司下属核心业务运营主体 2020 年财务指标（单位：亿元）

公司名称	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	所有者权益	营业收入	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	615.27	160.50	3207.87	14.13
黑龙江象屿农业物产有限公司	农产品供应链	100.00%	21.25	203.77	39.77	270.00	3.49
象道物流集团有限公司	铁路运输及综合物流	60.00%	18.00	48.45	18.75	12.91	0.04

注：表中财务数据均为合并口径
资料来源：公司提供

2020 年，象屿物流实现营业收入 3207.87 亿元，同比增长 28.12%，实现净利润 14.13 亿元，同比增长 10.74%，主要系供应链主业盈利能力提升所致。象道物流[4]实现营业收入 12.91 亿元，同比降低 27.96%，净利润 371 万元，同比降低 97.93%，主要系受疫情、高速公路过路费减免、国际油价低位震荡冲击下游需求等因素影响。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，实现营业收入 270.00 亿元，同比增长 92.61%；净利润 3.49 亿元，同比增长 78.97%。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至 2021 年 5 月 20 日，公司本部无未结清的不良信贷记录[5]；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，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高管人员方面无重大调整。

八、经营分析

1. 经营现状

2020年，在国内爆发新冠肺炎疫情、经济

[4]象道物流于 2017 年 6 月 5 日设立，公司初始持股比例为 40%，2018 年 5 月公司以自有资金 31620.00 万元收购原控股股东厦门五店港物流供应链有限公司（以下简称“五店港物流”）象道物流 20%股权并获得其实际控制权，将象道物流纳入合并范围。2020 年，象道物流的业绩承诺净利润目标为 1.89 亿元，经审计象道物流净利润为 371.43 万元，未达到业绩承诺目标。2020 年 12 月，原控股股东五店港物流向公司支付 1.50 亿元的业绩补偿款，后续公司将根据象道物流的审计报告确认最终业绩承诺补偿金额后进行多还少补。

[5] 征信报告显示不良信贷记录较历史披露数量有减少，系因银行征信系统不稳定所致

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（全产业链服务模式和全程供应链管理服务模式等）、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。2020年，实现主营业务收入3597.94亿元，同比增长32.25%；实现营业利润21.38亿元，同比增长21.11%；实现利润总额22.29亿元，同比增长15.15%，经营业绩保持提升。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。

从主营业务收入构成来看，2020年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务收入同比增长32.15%，主要系公司深化供应链综合服务能力，黑色金属、铝产品、煤炭、农产品的业务量增加所致，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，2020 年，公司大宗商品采购分销服务及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；其他业务毛利率降至-5.34%。综合上述因素影响，2020 年，公司主营业务毛利率同比下降 1.13 个百分点至 1.91%。

2021 年一季度，公司实现主营业务收入 891.58 亿元，同比增长 33.45%，主要是公司深化供应链综合服务，黑色金属、铝产品、煤炭、农产品的业务量增加所致。同期，毛利率为 2.74%，同比增长 1.09 个百分点，一方面系上年一季度疫情对大宗商品采购分销业务下游需求和物流业务冲击明显，今年疫情影响已有效缓解；另一方面系全球范围内经济刺激政策出台以来，钢铁、煤炭、农产品等大宗商品景气度高涨，公司上拓资源、下拓渠道、中拓物流，持续夯实供应链综合服务能力，农产品和能源化工业务的毛利率提升明显所致。

表 4　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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
大宗商品采购分销服务及物流服务	2316.78	99.18	2.61	2694.32	99.04	3.09	3560.48	98.96	1.98	884.33	99.19	2.65
其他	19.22	0.82	9.93	26.24	0.96	-1.42	37.46	1.04	-5.34	7.26	0.81	13.95
合计	**2336.01**	**100.00**	**2.67**	**2720.56**	**100.00**	**3.04**	**3597.94**	**100.00**	**1.91**	**891.58**	**100.00**	**2.74**

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．大宗商品采购分销服务及物流服务

跟踪期内，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和铁路物流服务体系，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，带动大宗商品采购分销及物流服务收入快速增长。

大宗商品采购分销及物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。大宗商品采购分销及物流服务主要指通过汇聚产业链上下游客户的需求，整合形成从上游原料采购到下游产品销售的全程供应链综合服务平台，为客户提供采购分销、门到门全程物流、库存管理、供应链金融、信息咨询等全价值链流通服务。

（1）大宗商品采购分销

在多年的业务开展过程中，公司大宗商品采购分销业务盈利来源从单一赚取商品价格波动差价，逐步衍生为综合服务收益（涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益等），并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。跟踪期内，公司大宗商品采购分销业务盈利模式变化不大。

公司经营的核心产品金属矿产、能源化工和农产品三者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。跟踪期内，公司大宗商品采购分销业务核心产品种类变化不大。

表5　公司大宗商品采购分销业务产品分类收入构成情况（单位：亿元、%）

商品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
能源化工	647.27	28.63	676.25	25.63	760.46	21.71	217.02	25.00
金属矿产	1404.95	62.15	1699.85	64.42	2325.08	66.38	562.30	64.77
农产品	171.50	7.59	233.07	8.83	397.38	11.34	85.85	9.89
其他	36.75	1.63	29.38	1.11	19.99	0.57	3.04	0.35
合计	**2260.47**	**100.00**	**2638.55**	**100.00**	**3502.91**	**100.00**	**868.21**	**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
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。2020 年，公司前五大供应商采购额合计 756.08 亿元，占采购总额的比重分别为 21.25%，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。2020 年，公司前五大客户销售额合计 410.44 亿元，占销售总额的比重分别为 11.40%，集中度一般。

表6　公司大宗商品采购分销业务主要业务品种销售渠道分布情况

业务品种	主要产品	销售渠道分布	销售方式
能源化工	塑料原料（PE、PP、PVC 等）；有机化学品（甲醇、甲苯等）；聚酯原料（PTA、MEG 等）；煤炭	以河北、上海、福建、广东、杭州等地区为核心，依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络。	直接销售给下游厂家为主。一部分 MEG 与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。
金属矿产	钢铁；有色金属；矿产、矿砂	主要分布在华东、华北、华中和华南区域。华东地区以江、浙、沪为主，上海作为分销中心；华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主；华中地区以河南为主，向周边区域延伸；华南地区以广东为主，向周边区域延伸。此外，公司还将销售渠道拓展至西安及周边地区。	直接销售给下游厂商为主，部分采用分销或者对锁方式。

农产品	粮食谷物（玉米、水稻、大豆）、食品原料（油脂、白糖、奶粉）； 饲料原料（鱼粉、乳清粉等）； 林产品（原木、锯材、木浆等）	玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立销售中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供优质粮食资源。2019 年以来，公司与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。公司建立“规范化、精细化”种植体系，培育复合型种植团队，种植（含订单）面积约 290 万亩。 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。跟踪期内，在进口煤受到政策限制的背景下，公司依托铁路物流资源加大力度拓展内贸煤和蒙煤业务，开发港口煤炭交易，煤炭内贸业务量同比增长 30%以上。此外，公司获得福建省首批原油非国营贸易进口资格，拓展了新的业务增长点。从经营货量来看，2020 年，能源化工供应链合计经营货量 7108.74 万吨（主要包含煤炭供应链 6253 万吨、油品供应链经营货量 240 万吨和化工供应链经营货量 616 万吨），同比增长 27.80%，主要源于煤炭和油品货量的快速增长。

2020 年，公司能源化工业务实现收入 760.46 亿元，同比增长 12.45%；2021 年一季度，能源化工业务实现收入 217.02 亿元，同比增长 36.38%。

金属矿产

金属矿产方面，针对核心生产型钢厂客户，公司为其提供原辅材料采购供应服务、产成品销售服务以及相关配套仓储物流和加工服务，通过一条龙配套服务提高客户粘性并获取增值服务收益；针对核心经销商客户，公司通过在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市建立的物流服务能力，为其提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务。

跟踪期内，公司复制推广“全程供应链管理服务模式”“大型基建项目工程物资一体化供应”模式，具体包括：①合作稳定的实体企业全程供应链服务客户新增 2 家，为西王特钢有限公司[6]（以下简称“西王特钢”）和象屿集团下属子公司 PT Obsidian Stainless Steel[7]（以下简称“OSS 公司”），项目数量增至 5 个，全程供应链管理服务模式 2020 年贡献业务收入约 900 亿元；②抓住国家建设“交通强国”的战略机遇，中标深圳地铁、厦门地铁、京秦高速公路等基建和房建项目，供应钢材等超 180 万吨；③在铝产品内贸业务基础上，拓展铝土矿、氧化铝进口和铝制品出口业务，形成稳定的铝产品国际采销渠道。2020 年，公司金属矿产业务经营货量 11829.24 万吨（主要包含黑色金属 8883 万吨和有色金属 1029 万吨），同比增长 44.09%。

2020 年，公司实现金属矿产收入 2325.08 亿元，同比增长 36.78%；2021 年 1－3 月，实现金属矿产收入 562.30 亿元，同比增长 29.52%。

公司在大宗商品采购分销业务开展过程中

[6] 西王特钢隶属于西王集团有限公司（以下简称“西王集团”，注册于山东省邹平市，控股西王食品(000639.SZ)、西王特钢(1266.HK)及西王置业(2088.HK)3 家上市公司）。2019 年 10 月西王集团发生债务违约以来向法院申请与投资者达成司法和解，经地方政府、债权人、西王集团和管理人多方协调下 2020 年初达成债务和解方案，现处于债务延期偿还阶段。截至 2020 年底，西王特钢总资产 153.70 亿元，股东权益合计 57.31 亿元；2020 年，西王特钢实现营业收入 152.89 亿元，净利润 0.18 亿元。截至 2020 年底，公司围绕西王特钢开展虚拟工厂模式的合作，共产生销售收入 103.85 亿元，期末资金占用余额（=应收账款+预付款项-公司监管下的存货、原材料等）为 5.41 亿元。

[7] 象屿集团下属子公司 OSS 公司建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目一期于 2020 年 2 月投产，该项目是国家发改委“一带一路”重点项目，整体建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4000 万吨多功能码头。自项目投产以来，公司依托自身的供应链服务优势为 OSS 公司提供原材料采购和产成品的销售服务，2020 年，公司及控股子公司向 OSS 公司销售原材料（硅铁、硅锰、无烟煤等）金额为 2.49 亿元（净额法计算），采购产成品（钢坯、镍铁）金额为 78.14 亿元；预计 2021 年上述两项金额分别达到 62 亿元和 145 亿元。公司与象屿集团下属 OSS 公司的合作有助于公司做大做强在东南亚地区的不锈钢产业供应链业务，并进一步完善在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局。

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

农产品

公司经营的农产品以粮食类、油脂油料类和木材类为主。跟踪期内，公司持续发挥产地优势、港区的物流优势以及销区的销售优势：种植端完成种植（含订单）面积约 290 万亩，；收购端在东北三省粮源的基础上，进一步扩大至内蒙、河南、山东等地；销售端新增河南、山东等地，并拓展高粱、大麦、玉米等产品进出口业务。2020 年，公司农产品经营货量合计 1594.28 万吨（主要为粮食供应链 1334 万吨），同比增长 80.33%。

2020 年，公司农产品实现收入 397.38 亿元，同比增长 70.50%；2021 年一季度，农产品实现收入 85.85 亿元，同比增长 58.81%。

（2）大宗商品物流服务

公司基于“以流促贸、以贸促流”的发展思路，持续推进大宗商品采购分销服务和物流服务的横向协同，构建并逐步完善包含综合物流服务、农产品物流服务和铁路物流服务在内的网络化物流体系。公司大宗商品物流服务收入构成见下表。

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、%）

	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	37.73	9.86	35.13	10.43	43.23	11.38
农产品物流服务	9.77	60.74	7.76	61.23	5.68	55.41
铁路物流服务	8.81	20.10	12.88	27.25	8.66	13.38

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。截至 2021 年 3 月底，公司具备的物流基础设施见下表。

表 8　截至 2021 年 3 月末公司基础物流设施情况

项目	基础设施情况	相关运营主体
铁路运输	公司在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、贵州息烽等大宗商品集散区域建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场，自有及租赁铁路货运场站 20 个，配套 37 条铁路专用线、逾 240 万平方米集装箱堆场和仓库、超 3.3 万个自备集装箱，年运力超 1600 万吨，形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络。	象道物流
公路运输	公司自有运输车辆超 500 辆，整合车辆超 10 万辆，年运力超 1500 万吨，并构建了自己的网络货运平台，形成辐射全国的公路运输网络。	象屿物流、象屿农产及其下属子公司
水路运输	公司与中远海体系船公司、招商系港口、北部湾港口、日青连港口达成战略合作，国内沿海及长江流域年运力近 2000 万吨，印尼－中国航线年运力近 1000 万吨，形成立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络。	
仓储集群	仓储能力方面，公司在东北粮食产区布局了 9 大粮食基地，仓容能力约 1500 万吨，在沿海及长江流域通过自营和包租形式管理仓库、堆场近 40 个，面积逾 180 万平方米，合作仓库约 2000 家，形成覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群。公司下属 4 个仓库（其中 3 个为自有，1 个为租赁）被大连商品交易所指定为大宗商品指定期货交割仓库，交割品种涉及玉米、大豆以及线型低密度聚乙烯（LLDPE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）。 公司在区域核心城市厦门、泉州、福州、唐山等地开发建设并经营 7 个专业物流园区，园区面积合计 65.22 万平方米，包括厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、晋江五里园区、厦门象屿五金机电物流集散中心、福州象屿物流园区、象屿唐山正丰物流园区等。	

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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。跟踪期内，公司在一带一路沿线（“中国—印尼”及延伸至东南亚）的国际物流线路以及长江及沿海 T 型水域的运输货量保持扩张。2020 年，公司实现综合物流服务收入为 43.23 亿元，同比增长 23.06%。

农产品物流服务

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

农产品物流基础设施方面，公司已在粮食产区以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化、甘南、拜泉九大综合仓储物流中心为核心节点，配备烘干、铁路专用线等资源，辐射周边 90 多个收购网点，逐步构建了北粮南运物流体系，实现粮食产区与销区的贯通，满足上游农户售粮、下游粮食深加工企业、养殖和饲料生产企业用粮的需求。

2018－2020 年，受管理国储粮食库存减少及补贴标准下降影响，公司农产品物流业务实现收入逐年下降。截至 2020 年底，公司粮食仓容能力超过 1500 万吨（其中自有粮食仓容约 1260 万吨），管理国储粮食库存总量约 500 万吨（其中水稻库存近 85%），剩余仓容主要用于储存贸易粮，全年平均仓容使用率在 60%以上。

为扩大收储规模，象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“黑龙江小贷”）的自营贷款及委托贷款业务，向农户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押获取贷款，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务，相关贷款一般在收粮季期间陆续收回。截至2021年3月底，黑龙江小贷发放贷款余额合计27.15亿元，较上年底新增投放7.75亿元；其中，自营贷款余额0.83亿元，全部为对农户的放贷，其余为公司通过黑龙江小贷对涉农客户发放的委托贷款余额26.32亿元，贷款期限均在1年以内。截至2021年3月底，黑龙江小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期，贷款余额前五大客户见下表。

表9　截至2021年3月底黑龙江小贷贷款余额前五大客户（单位：亿元）

客户全称	金额	期限	增信措施	类型
客户一	4.69	1 年	粮食质押	委贷
客户二	1.77	6 个月	粮食质押	委贷
客户三	0.68	9 个月	粮食质押	委贷
客户四	0.57	6 个月	粮食质押	委贷
客户五	0.48	6 个月	粮食质押	委贷
合计	**8.19**	--	--	--

注：前五大客户均非公司关联方
资料来源：公司提供

铁路物流服务

公司以象道物流为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局。2021年1月，象道物流出资3.88亿元收购位于新疆昌吉的铁路专用线4条。

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。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。2020 年，受疫情等因素影响，象道物流铁路运输货量及物流服务收入同比有所下降。

表10　象道物流运输货量和铁路物流收入情况（单位：万吨、亿元）

项目		2018 年	2019 年	2020 年
铁路运输货量	发送量	566	550	390
	到达量	351	400	500
铁路物流服务收入		8.81	12.88	8.66

注：象道物流于 2018 年 5 月纳入合并范围，2018 年仅合并 5－12 月收入；2018－2020 年铁路运输货量均采用年报披露口径，其中 2019-2020 年货量数据为概数，非精确数
资料来源：公司年报和提供资料

3. 经营效率

公司经营效率较好，处于行业中上游水平。

2020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38.71次、17.29次和4.71次。从同行业对比来看，公司经营效率处于同行业中上游水平。

表11 同行业上市公司2020年经营效率指标对比

（单位：次、天）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	净营业周期
600153.SH	建发股份	75.04	2.07	1.26	156.78
600704.SH	物产中大	44.51	18.20	4.04	20.83
600755.SH	厦门国贸	99.26	7.68	3.45	45.83
002183.SZ	怡亚通	5.50	9.83	1.62	95.22
600710.SH	苏美达	13.14	15.58	2.31	27.82
中位数		**44.51**	**9.83**	**2.31**	**45.83**
600057.SH	**厦门象屿**	40.02	17.29	4.70	17.69

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

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 在建项目及未来发展战略

公司在建项目均为铁路货场建设项目，未来投资规模较小，长期资金压力不大。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。

截至2021年3月底，公司主要在建项目3个，项目总投资10.70亿元，已投资8.64亿元，尚需投资2.06亿元。

表12 截至2021年3月底公司主要在建工程情况

（单位：亿元、%）

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

注：巩义象道货场建设项目和安阳象道货场建设项目已基本完工，在做工程结算和相关证照申请；息烽象道货场建设项目正在施工的最后阶段，预计于2021年6月完工

资料来源：公司提供

未来发展方面，公司基于历史经营成果与经验制定了未来五年（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、数字化”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互生共赢。

业务模式方面，坚持全面向“供应链服务商”的长期战略转型，抓住数字化机会，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，持续打造并提升物流服务、金融服务、采销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，帮助其进行采销渠道的优化设计；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

公司提供了2020年财务报告，容诚会计师

事务所[8]（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2021年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2020年底，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。截至2021年3月底，公司纳入合并报表的子公司较2020年底新增3家公司，主要是因业务拓展需要，新设/并购新疆象道物流有限公司等3家公司。截至2021年3月底，公司纳入合并范围的子公司总共169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2020年底，公司（合并）资产总额为873.65亿元，所有者权益合计为265.09亿元（含少数股东权益115.45亿元）。2020年，公司实现营业收入3602.15亿元，利润总额22.29亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为1025.57亿元，所有者权益合计为270.85亿元（含少数股东权益117.93亿元）。2021年1－3月，公司实现营业收入893.88亿元，利润总额6.67亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，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，符合大宗商品贸易行业特征。

截至 2020 年底，公司资产总额为 873.65 亿元，较上年底增长 32.91%；公司资产总额中流动资产占 80.37%，非流动资产占 19.63%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2020 年底，公司流动资产为 702.11 亿元，较上年底增长 43.21%，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。

图 3　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 116.36 亿元，较上年底增长 61.31%，主要是年末加快各类商品的销售回款力度所致。公司货币资金中使用受限的金额为 6.86 亿元，主要为保证金和冻结款、定期存款和应计利息等。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产增至 49.46 亿元，较上年底增长 107.32%，占期末总资产的 5.66%，主要是年末时点性资金存量盈余增加，公司通过银行短期理财产品提升资金收益；构成上交易性金融资产主要为理财产品 48.84 亿元[9]；用于质押而受限的交易性金融资产合计 25.02 亿元，受限比例较高。

截至 2020 年底，公司应收账款为 125.27 亿元，较上年底增长 128.74%，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 76.94%，4～12 个月内到期（含）应收账款占余额的 19.31%，1 年以上到期的应收账款合

[8] 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）。

[9] 根据 2020 年 2 月发布的《关于 2020 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 40%（2021 年度该比例为 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。

计占期末账面余额的 3.75%，整体账龄短。公司累计计提应收账款坏账准备 4.85 亿元，综合计提比例为 3.73%；其中，公司对按单项计提坏账准备的应收账款余额为 2.87 亿元，因预计无法收回而全额计提坏账准备。欠款方前五名共计占应收账款余额的 53.21%，集中度高，且较上年底（34.64%）有所提升，主要为对客户一应收账款规模大幅提升所致。

表 13　截至 2020 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元、%）

单位名称	余额	占比	坏账准备余额
客户一	508893.71	39.11	--
客户二	77833.42	5.98	807.43
客户三	54731.83	4.21	657.42
客户四	32568.38	2.50	360.02
客户五	18334.67	1.41	0.78
合计	**692362.00**	**53.21**	**1825.66**

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

截至 2020 年底，公司预付款项为 118.95 亿元，较上年底增长 42.85%，主要是本年供应链业务规模扩大，预付款采购结算量增加所致。其中账龄在 1 年以内的占 98.59%，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 40.92%，其中对第一名单位的预付款余额 23.01 亿元，集中度较高。

表 14　截至 2020 年底公司预付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
客商一	23.01	19.35
客商二	10.88	9.14
客商三	8.65	7.27
客商四	3.20	2.69
客商五	2.94	2.47
合计	**48.67**	**40.92**

注：客商三即同一控制下关联方 OSS 公司

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司其他应收款为 21.25 亿元，较上年底增长 32.24%，主要系期货保证金增加所致。其他应收款期末余额合计 27.16 亿元，主要构成包括期货保证金 13.13 亿元（较上年底增加 8.13 亿元）、重大存货往来诉讼或纠纷转入款（较上年底减少 0.44 亿元）以及押金或其他保证金、其他应收暂付款项等；期末累计计提坏账准备 5.92 亿元。

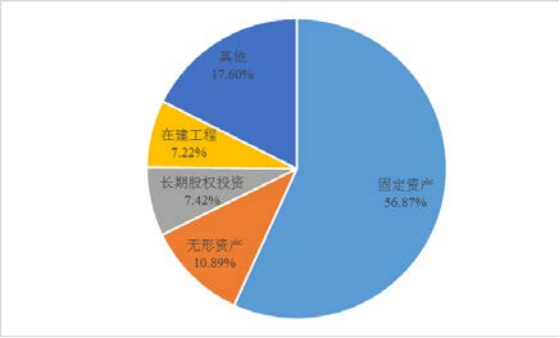
截至 2020 年底，公司存货账面价值 213.78 亿元，较上年底增长 9.80%；公司累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备 4.19 亿元（当期计提 3.64 亿元），计提比例为 1.92%。

截至 2020 年底，公司其他流动资产为 38.67 亿元，较上年底变化不大。构成上，子公司黑龙江小贷投放贷款较上年底增加 11.84 亿元，贷款业务余额增至 26.12 亿元，其他构成主要为进项税 10.19 亿元、被套期项目采购商品的确定承诺 2.09 亿元等。

截至 2020 年底，公司新增合同资产 7.58 亿元，主要是根据新收入准则的实施要求建造合同形成的已完工未结算资产重分类至此科目所致。

截至 2020 年底，公司非流动资产为 171.54 亿元，较上年底增长 2.67%，主要由固定资产和无形资产构成。

图 4　截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 12.73 亿元，较上年底下降 18.30%，主要系转让所持福建象屿壳牌石油有限责任公司 51%股权予象屿集团减少 3.41 亿元所致。截至 2020 年底，公司长期股权投资主要包括厦门集装箱码头集

团有限公司 7.38 亿元、哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.34 亿元等，当期权益法下确认的投资收益为 0.65 亿元，被投资单位宣告发放现金股利或利润 0.81 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值为 97.56 亿元，较上年底下降 0.21%，主要构成包括房屋建筑物 38.24 亿元、构筑物及其他设施 31.28 亿元、机器设备 18.78 亿元以及运输工具 8.80 亿元等；公司累计计提固定资产折旧 22.18 亿元，累计计提减值准备 0.12 亿元。

截至 2020 年底，公司在建工程为 12.38 亿元，较上年底变化不大，主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 6.09 亿元、巩义象道物流有限公司铁路专用线工程 2.41 亿元、息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.27 亿元、大丰年处理 350 万吨铁矿石加工项目 1.13 亿元；当期重要在建工程转入固定资产金额为 0.68 亿元，建设投入增加 1.36 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产为 18.67 亿元，较上年底下降 3.42%，构成上以土地使用权（17.22 亿元）为主。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产由上年底的 4.38 亿元大幅增至 9.24 亿元，主要是由于本年预付投资款增加所致。主要构成包括预付投资款 3.10 亿元、定期存款 3.01 亿元和预付合作种植款 1.43 亿元等。

截至 2020 年底，公司资产受限规模合计 71.37 亿元，占资产总额的 8.17%，受限比例较低，受限资产情况见下表。

表 15　截至 2020 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	0.08	冻结款
货币资金	6.78	保证金、定期存单及应计利息
交易性金融资产	25.02	质押
应收票据	1.86	质押
应收账款	3.42	质押
应收款项融资	0.03	质押
存货	1.47	质押
投资性房地产	4.82	抵押
固定资产	21.45	抵押
在建工程	0.52	抵押
无形资产	5.92	抵押
合计	**71.37**	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 1025.57 亿元，较 2020 年底增长 17.39%；流动资产占 82.42%，非流动资产占 17.58%，资产结构仍以流动资产为主。当期为满足业务发展需要增加商品采购，货币资金和交易性金融资产分别下降至 68.78 亿元和 20.75 亿元，较 2020 年底分别下降 47.58 亿元和 28.70 亿元；同期，应收账款、预付款项和存货大幅增长至 154.85 亿元、185.60 亿元和 313.59 亿元，较 2020 年底分别增加 29.58 亿元、66.65 亿元和 99.81 亿元，三项合计占期末总资产的比例为 63.77%。截至 2021 年 3 月底，公司存货中主要库存商品构成包括能源化工类 35.99 亿元、金属矿产 161.70 亿元、农产品 106.57 亿元和其他（林产品、汽车）等；预付账款涉及主要预付单位见下表；其他流动资产增长至 54.72 亿元，主要系贷款业务及进项税较上年底增加所致，具体构成包括贷款业务 33.49 亿元（除黑龙江小贷贷款余额以外，主要为象晖能源使用实收资本中闲置资金对股东方 [10]按股比提供的借款）、各类待抵扣和预缴税额 14.89 亿元等；其他科目变动不大。

表 16　截至 2021 年 3 月底公司预付款项前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
客户一	33.79	18.21

[10] 公司控股子公司象晖能源（厦门）有限公司向股东方象屿股份和北京易道通进出口有限公司（以下简称“易道通”）按股比提供财务资助：向象屿股份提供最高借款余额不高于 6.245 亿元的财务资助，借款利率为 4.35%（含税），借款期限一年，象屿股份以其持有的象晖能源 31%股权为借款提供担保；向易道通提供最高借款余额不高于 6 亿元人民币、累计金额不超过 11 亿元人民币的财务资助，借款利率为 4.35%（含税），借款期限一年，易道通以其持有的象晖能源 30%股权为借款提供担保。

客户二	23.10	12.44
客户三	8.65	4.66
客户四	6.98	3.76
客户五	5.67	3.05
合计	**78.18**	**42.12**

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司权益规模保持增长，主要源于发行可续期公司债带来的其他权益工具增长以及子公司可续期信托借款增加带来的少数股东权益增长。整体来看，公司所有者权益中永续债、未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 265.09 亿元，较上年底增长 21.62%，主要系公司发行可续期公司债“20 象屿 Y5”10 亿元增加其他权益工具，以及象屿物流银行可续期信托借款净增加约 32.04 亿元（合并层面计入少数股东权益）所致。构成上，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 14.42%、资本公积占 33.07%、盈余公积占 1.95%、其他权益工具占 26.73%、未分配利润占 25.21%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 56.45%，少数股东权益占 43.55%。公司其他权益工具明细见下表。

表 17 截至 2020 年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
17 象屿股份 MTN001	2017/4/12	5.80%	10.00	5+N	2022/4/12
18 象屿股份 MTN001	2018/8/23	6.80%	5.00	3+N	2021/8/23
19 象屿股份 MTN001	2019/12/13	5.07%	5.00	3+N	2022/12/13
可续期信托贷款	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
合计	--	--	**40.00**	--	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 270.85 亿元，其中少数股东权益 117.93 亿元，各科目较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司少数股东权益中的可续期信托贷款金额为 71.00 亿元，较上年底（68.00 亿元）变化不大。

（2）负债

跟踪期内，物流供应链业务扩张一定程度推升资金需求，公司债务规模持续快速增长，且受备货周期影响季节性波动大，构成以短期债务为主，形成一定流动性压力。

截至 2020 年底，公司负债合计为 608.55 亿元，较上年底增长 38.51%，其中流动负债占 84.50%，非流动负债占 15.50%，构成以流动负债为主。截至 2020 年底，公司流动负债为 514.22 亿元，较上年底增长 41.27%，主要由短期借款（占 19.71%）、应付票据（占 22.48%）、应付账款（占 24.16%）、合同负债（占 17.15%）和其他流动负债（占 6.75%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 101.33 亿元，较上年底增长 8.10%。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，截至 2020 年底，公司应付票据和应付账款分别为 115.62 亿元和 124.23 亿元，较上年底分别增长 51.52%和 9.28%；公司应付账款主要为应付货款 111.75 亿元。截至 2020 年底，公司合同负债为 88.20 亿元，主要为根据最新会计准则把已收或应收客户对价而应向客户转让商品或提供服务的义务由预收款项转入此科目。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 94.33 亿元，较上年底增长 25.15%，构成主要为长期借款（占 55.93%）和应付债券（占 21.14%）。

截至 2020 年底，公司长期借款为 52.76 亿元，较上年底增长 15.15%。截至 2020 年底，公司应付债券为 19.94 亿元，较上年底增长 99.78%。截至 2020 年底，公司长期应付款为 4.01 亿元，主要为应付融资租赁款，较上年底变化不大；其他非流动负债为 8.43 亿元，较上年底变化不大，主要为下属子公司厦门国际物

流中心开发有限公司（以下简称“国际物流”）作为基础债务人发行象屿集团 2019 年度第一期资产支持票据获取的信托贷款。

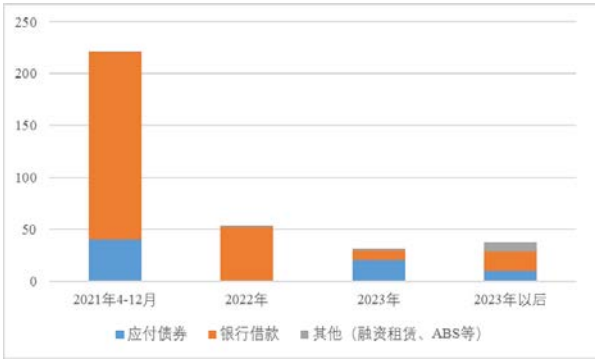
截至 2020 年底，公司全部债务为 325.50 亿元，较上年底增长 32.32%，主要是经营规模扩大带来的营运资产需求上升所致。截至 2020 年底，公司全部债务中短期债务占 73.86%，长期债务占 26.14%，债务结构以短期债务为主。公司 2020 年底长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 24.30%、55.11%和 69.66%。若将公司权益中的其他权益工具 40 亿元纳入长期债务及负债核算，上述三项指标分别为 35.72%、61.89%和 74.24%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 754.72 亿元，较 2020 年底增长 24.02%。流动负债为 647.69 亿元，较 2020 年底增长 25.96%，其中，短期借款较 2020 年底增长 94.94%至 197.53 亿元，主要是供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；其他流动负债增至 77.93 亿元，应付债券增至 29.92 亿元，主要为公司发行多期债券募集资金所致。

截至2021年3月底，公司全部债务为459.96亿元，较上年底大幅增长41.31%，其中短期债务占78.90%，主要系受一季度业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响，存货、应收账款和预付款项等资金占用增加所致。截至2021年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为26.38%、62.94%和73.59%。若将公司计入其他权益工具的40亿元永续债务纳入长期债务核算，上述三项指标分别为37.25%、68.41%和77.49%。

截至2021年3月底，公司债务融资主要于2021年内到期（约占60%），有一定集中偿还压力，但公司债务结构符合供应链服务行业以流动资产为主的资产结构与高周转的业务特征，公司经营效率较高，且直接间接融资渠道畅通，对债务偿还能力形成有效支撑。

图 5　截至 2021 年 3 月底公司主要债务融资到期分布
（单位：亿元）



注：图中债务统计口径主要为各类直接间接融资，不包含应付票据，与本报告其他部分的债务计算口径有差异
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3.　盈利能力

跟踪期内，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。

跟踪期内，随着供应链业务的拓展，公司营业收入规模持续增长。2020年，公司实现营业收入3602.15亿元，同比增长32.23%，营业成本为3531.97亿元，同比增长33.81%，营业利润率1.87%，同比减少1.17个百分点，主要系受新收入准则影响，将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所致。

图 6　2018－2020 年底公司主要盈利能力指标



资料来源：联合资信整理

2020年，公司期间费用为40.11亿元，同比下降35.20%。其中，销售费用为15.99亿元，同比下降62.44%；管理费用为8.78亿元，同比增长

28.97%；财务费用为15.10亿元，同比增长22.78%。2020年，期间费用收入比降至1.11%。

2020年，受大宗商品价格波动影响，资产减值损失和投资收益造成的损失增加，对利润形成一定影响。公司资产减值损失和信用减值损失分别为3.93亿元和0.96亿元，较上年同期均有所增长，资产减值损失增长主要系存货跌价损失增加所致。公司公允价值变动实现净收益1.14亿元，主要为衍生金融工具产生的公允价值变动收益。2020年，公司投资收益为-3.47亿元，损失规模同比扩大，主要系公司采用期现结合方式对冲现货价格变动风险所致，包括处置交易性金融资产产生的投资亏损4.71亿元、以公允价值计量且其变动计其他综合收益的金融资产终止确认投资亏损1.59亿元、权益法核算的长期股权投资收益0.65亿元和业绩承诺补偿收益1.48亿元。

2020年，公司其他收益为1.54亿元，主要为各类政府补贴；营业外收入2.17亿元，主要包含赔偿金、违约金收入以及政府补助；营业外支出1.27亿元，主要为发生抗疫物资捐献支出及违约赔偿金等。

从盈利指标看，2020年受新收入准则的影响，公司营业利润率和期间费用率同比下降；总资本收益率和净资产收益率分别为5.10%和6.14%，均较2019年小幅下降。但公司经营效率较高，跟踪期内积极拓展上下游渠道，推动收入的快速增长和利润的提升。综合作用下，2020年，公司实现利润总额22.29亿元，同比增长15.15%。

2021年1－3月，公司实现营业收入893.88亿元，同比增长33.56%；营业成本为869.46亿元，同比增长32.18%。非经常性损益方面，2021年一季度公司发生资产减值损失3.35亿元，主要系部分产品期末时点市场价格低于采购价格，以及部分商品受进口政策影响预计产生销售亏损，计提存货跌价损失所致。同期，营业利润率为2.65%，较上年同期（1.64%）增加1.01个百分点。公司实现利润总额6.67亿元，同比增长29.63%。

4. 现金流及保障

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。2020年，公司经营活动产生的现金净流入规模同比收缩，且2021年一季度转为净流出。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，2020年，公司经营活动现金流入为4024.64亿元，同比增长34.09%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为3987.63亿元，同比增长33.31%；公司经营活动现金流出为4011.84亿元，同比增长35.53%；其中购买商品、接受劳务支付的现金为3892.72亿元，同比增长34.74%。从收入实现能力看，2020年公司现金收入比为110.70%，同比增加0.89个百分点，变化不大。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为正，但净流入规模同比下降69.10%，为12.80亿元，主要是由于象屿农产本年扩大原粮贸易业务，受粮食业务季节性影响，年底集中采购现金流出增加所致。

投资活动方面，2020年公司投资活动现金流入量为51.72亿元，同比增长78.80%，主要为收回投资收到的现金及取得投资收益收到的现金。同期，公司投资活动现金流出86.07亿元，同比增长26.34%，主要为投资支付的现金81.97亿元，为购买短期理财产品产生的现金支出。2020年，公司投资活动产生的现金流量净额为-34.35亿元，净流出规模同比收缩12.37%。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入1156.78亿元，主要为取得借款收到的现金1074.39亿元和吸收投资收到的现金75.95亿元（包括可续期公司债10.00亿元、设立合资公司少数股东投入资本金2.94亿元和象屿物流发行类永续债63.00亿元）；筹资活动现金流出为1085.04亿元，主要为偿还债务支付现金1015.23亿元。2020年公司筹资活动产生的现金流量净流入为71.74亿元。

表 18　近年来公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	2641.39	3001.54	4024.64
经营活动现金流出量	2621.12	2960.14	4011.84
经营活动现金净流量	20.28	41.40	12.80
投资活动现金净流量	-16.34	-39.20	-34.35
筹资活动现金净流量	16.40	-5.99	71.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-187.73 亿元，主要是由于供应链业务规模扩张采购备货所致；当期投资活动产生的现金流量净额为 16.39 亿元；公司供应链业务开展，公司资金需求增加，当期筹资活动产生的现金流量净额为 117.35 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务保障能力偏弱，但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、资金拆借等方面的支持力度强，整体看，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2020年底，公司流动比率和速动比率均较上年底小幅上升，分别为136.54%和94.96%；截至2021年3月底，上述两项指标分别为130.51%和82.09%。2020年，受经营性活动净流入规模下降影响，公司经营现金流动负债比率为2.49%，较上年底下降8.89个百分点。2020年底和2021年3月底，公司现金类资产/短期债务分别为0.71倍和0.25倍，现金类资产对短期债务保障能力偏弱。公司经营效率较高，直接和间接融资渠道畅通，且获股东在融资担保和业务协同等方面的支持力度强，对短期偿债能力形成良好支撑。

从长期偿债能力看，2020 年，公司 EBITDA 为 43.05 亿元，同比增长 16.88%；受利息费用支出增加影响，2020 年公司 EBITDA 利息倍数小幅降至 3.01 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所增长，为 7.56 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司（含子公司）未决诉讼或仲裁共计 85 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），主要系业务合同纠纷。其中，公司作为原告的案件有 81 件，涉及金额为 143744.40 万元；作为被告的案件有 4 件，涉及金额为 1082.00 万元。上述未决诉讼涉及应收账款和其他应收款余额合计 55135.49 万元，公司针对上述案件已累计计提坏账准备 52849.63 万元，计提较充分。公司从事大宗商品贸易及仓储服务，存在较多的未决诉讼、仲裁，均系日常经营正常产生，预计不会对公司财务状况、业务经营产生重大不利影响。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信 1032.14 亿元，尚未使用额度为 448.93 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. 母公司财务分析

母公司有息债务规模可控，经营性业务规模不大，利润总额主要源于投资收益。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 170.25 亿元，其中流动资产为 64.31 亿元；非流动资产为 105.94 亿元。流动资产主要构成为现金类资产 1.40 亿元和其他应收款 62.30 亿元（应收子公司往来款 59.69 亿元）；非流动资产主要构成为长期股权投资 104.46 亿元（对子公司投资 100.70 亿元）。截至 2020 年底，母公司负债合计为 46.28 亿元，其中全部债务为 30.61 亿元，包括长期债务 19.94 亿元和短期债务 10.67 亿元，以长期债务为主。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 27.18%，全部债务资本化比率为 19.80%，长期债务资本化比率为 13.86%。

2020 年，母公司营业收入为 1.07 亿元，营业成本为 0.57 亿元，期间费用为 1.01 亿元；投资收益为 9.32 亿元；利润总额为 8.47 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流入为 19.96 亿元，经营活动现金流出为 16.45 亿元，经营活动现金流净额为 3.51 亿元。投资活动现金流入为 555.35 亿元，投资活动现金流出为 579.35 亿元，投资活动现金流净额为-24.00 亿元。筹资活动现金流入为 276.12 亿元，筹资活动现金流出

为 258.67 亿元，筹资活动现金流净额为 17.45 亿元。

十、存续期内债券偿还能力

公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度高，现金类资产对一年内到期债券保障程度较高。考虑到公司经营效率较高，融资渠道畅通，整体来看，公司存续期内债券偿还能力强。

截至 2021 年 3 月底，公司存续期内债券余额合计 110.90 亿元；其中，一年内到期（含赎回行权）的债券余额为 45.00 亿元。

2020 年，公司 EBITDA 为存续期内债券总额的 0.39 倍；经营活动现金流入量为存续期内债券余额的 36.29 倍；经营活动现金流量净额为存续期内债券余额的覆盖倍数为 0.12 倍。截至 2021 年 3 月底，现金类资产为一年内到期债券余额的 1.29 倍。

表19　截至2021年3月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	45.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.29
经营活动现金流入量/应付债券余额	36.29
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.12
EBITDA/应付债券余额	0.39

注：截至 2021 年 3 月底存续债券中的“20 象屿股份 SCP014”10 亿元已于 2021 年 4 月 30 日到期兑付；现金类资产使用最新一期（2021 年 3 月底）数据，剔除使用受限部分

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、担保方情况

“19 象屿股份 MTN001”由象屿集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

象屿集团是公司控股股东。象屿集团是厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市大型国有贸易集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。

经过多年的发展，象屿集团已形成物流供应链服务、房地产及其他业务（类金融、制造业等）三大业务板块。其中，物流供应链业务主要由大宗商品采购分销服务及物流服务（含农产品物流服务）和铁路物流服务构成，在金属矿产、能源化工、农产品等三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。土地开发及房地产板块运营主体为子公司象屿地产集团有限公司，房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展到重庆、天津、福建南平及福州等区域。类金融业务（运营主体为厦门象屿金象控股集团有限公司）主要围绕实体经济、消费服务业、国家战略性产业、集团产业及上下游客户，聚焦发展产业金融、消费金融和资产管理三大核心业务。此外，象屿集团 2013－2014 收粮季开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并以子公司黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）积极布局玉米深加工板块。象屿集团通过下属 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）布局印尼镍钴冶炼工厂项目，自 2020 年 4 月首批投产以来该项目当年已实现收入 69.72 亿元和净利润 3.26 亿元，未来产能充分释放后有望成为新的利润增长点。

截至 2020 年底，象屿集团（合并）资产总额为 1700.25 亿元，所有者权益合计为 475.78 亿元（含少数股东权益 268.01 亿元）。2020 年，象屿集团实现营业收入 3748.35 亿元，利润总额 38.02 亿元。

截至 2021 年 3 月底，象屿集团（合并）资产总额为 1911.95 亿元，所有者权益合计为 486.83 亿元（含少数股东权益 278.96 亿元）。2021 年 1－3 月，象屿集团实现营业收入 941.02 亿元，利润总额 14.42 亿元。

经联合资信评定，象屿集团主体信用风险极低，确定象屿集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

“19 象屿股份 MTN001”发行金额为 5.00

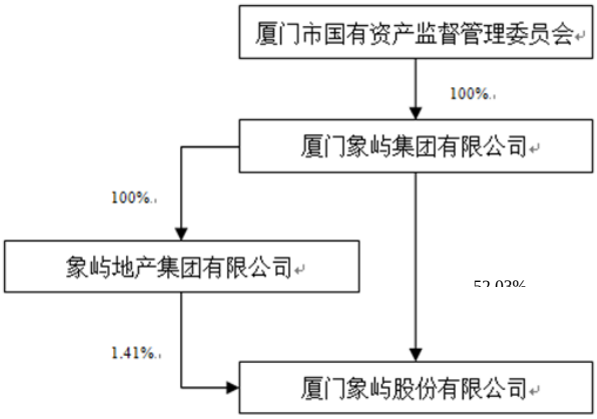
亿元。截至2020年底，象屿集团净资产为475.78亿元，为“19象屿股份MTN001”待偿金额的95.16倍。2020年，象屿集团经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为4448.36亿元和32.95亿元，分别为“19象屿股份MTN001”待偿金额的889.67倍和6.59倍，对“19象屿股份MTN001”待偿金额的保障能力很强。但象屿股份为象屿集团下属核心业务运营主体之一，象屿集团担保实力与公司的正常持续经营关联度高，一定程度弱化了担保的有效性。

总体看，象屿集团为“19象屿股份MTN001”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了“19象屿股份MTN001”本息偿付的安全性。

十二、结论

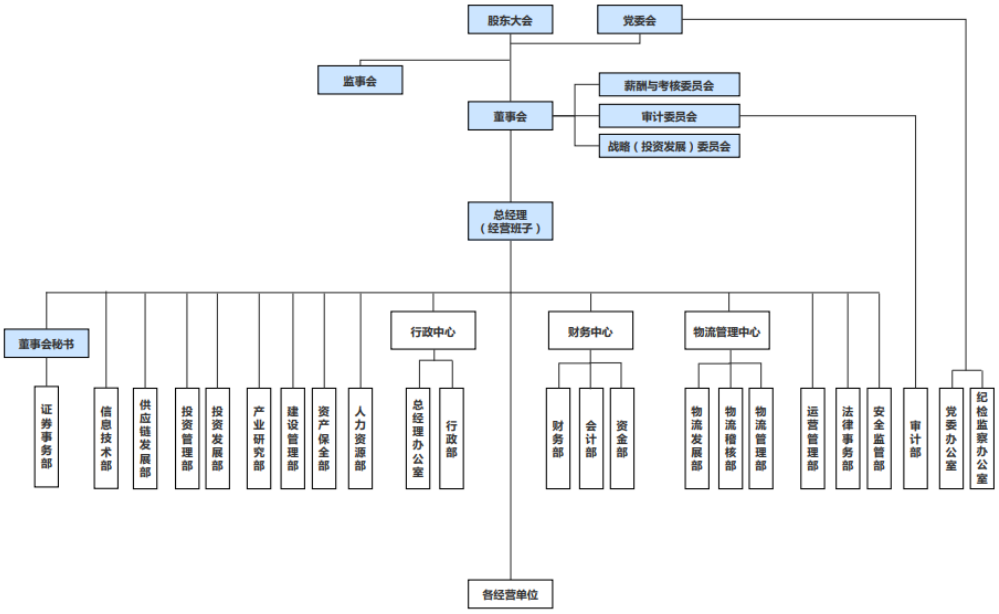
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17象屿股份MTN001”“18象屿股份MTN001”和“19象屿股份MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司下属一级子公司

序号	公司名称	持股比例（%）	业务性质	注册资本
1	厦门象屿物流集团有限责任公司	81.26	大宗商品采购供应及综合物流	504553.2858 万人民币
2	厦门象屿智慧科技有限责任公司	100.00	信息系统开发和服务	5000 万人民币
3	象屿宏大供应链有限责任公司	51.00	大宗商品采购与供应	30000 万人民币
4	黑龙江象屿农业物产有限公司	100.00	农产品供应链	212500 万人民币
5	厦门象屿供应链有限责任公司	100.00	大宗商品采购与供应	20000 万人民币
6	海南象屿国际商务有限责任公司	100.00	大宗商品采购与供应	20000 万人民币
7	南通象屿海洋装备有限责任公司	36.00	船舶建造	20000 万人民币
8	象晖能源（厦门）有限公司	51.00	大宗商品采购供应	200000 万人民币
9	象道物流集团有限公司	60.00	铁路运输及综合物流	180000 万人民币
10	福建省平行进口汽车交易中心有限公司	51.00	供应链、仓储	10000 万人民币
11	厦门象屿智慧物流港有限公司	100.00	综合物流	100000 万人民币
12	厦门东南智慧物流港有限公司	50.00	综合物流、仓储	100000 万人民币
13	象屿（美国）有限公司（Xiangyu USA Inc.）	100.00	大宗商品采购与供应	1000 万美元

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.92	82.24	137.68	57.84
资产总额(亿元)	547.22	657.32	873.65	1025.57
所有者权益(亿元)	194.48	217.96	265.09	270.85
短期债务(亿元)	172.54	177.71	240.41	362.92
长期债务(亿元)	56.95	68.29	85.09	97.03
全部债务(亿元)	229.49	246.00	325.50	459.96
营业收入(亿元)	2340.08	2724.12	3602.15	893.88
利润总额(亿元)	18.57	19.36	22.29	6.67
EBITDA(亿元)	32.79	36.83	43.05	/
经营性净现金流(亿元)	20.28	41.40	12.80	-187.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	56.18	50.68	38.71	/
存货周转次数(次)	16.45	15.11	17.29	/
总资产周转次数(次)	4.67	4.52	4.71	/
现金收入比(%)	112.54	109.81	110.70	117.02
营业利润率(%)	2.66	3.04	1.87	2.65
总资本收益率(%)	5.50	5.51	5.10	/
净资产收益率(%)	7.43	6.69	6.14	/
长期债务资本化比率(%)	22.65	23.86	24.30	26.38
全部债务资本化比率(%)	54.13	53.02	55.11	62.94
资产负债率(%)	64.46	66.84	69.66	73.59
流动比率(%)	134.47	134.69	136.54	130.51
速动比率(%)	80.90	81.19	94.96	82.09
经营现金流动负债比(%)	7.02	11.37	2.49	/
现金短期债务比(倍)	0.43	0.54	0.71	0.25
EBITDA 利息倍数(倍)	3.54	3.19	3.01	/
全部债务/EBITDA(倍)	7.00	6.68	7.56	/

注：1、2021 年一季度财务数据未经审计；2、现金类资产已剔除受限货币资金、受限交易性金融资产及质押应收票据；3、2018－2021 年 3 月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 25.00 亿元、30.00 亿元、40.00 亿元和 40.00 亿元；4、其他应付款和其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标，长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务及相关债务指标

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（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.63	4.89	1.40	4.38
资产总额(亿元)	128.46	139.66	170.25	214.06
所有者权益(亿元)	104.07	113.81	123.97	123.57
短期债务(亿元)	9.16	2.65	10.67	46.30
长期债务(亿元)	11.46	14.55	19.94	29.92
全部债务(亿元)	20.62	17.20	30.61	76.22
营业收入(亿元)	0.75	0.39	1.07	0.16
利润总额(亿元)	2.06	11.14	8.47	-0.07
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-7.82	-1.88	3.51	1.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	/	/	/	/
存货周转次数(次)	/	/	/	/
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01	/
现金收入比(%)	0.29	210.77	0.84	0.00
营业利润率(%)	95.22	95.12	44.78	95.21
总资本收益率(%)	/	/	/	/
净资产收益率(%)	1.53	9.89	6.75	/
长期债务资本化比率(%)	9.92	11.34	13.86	19.49
全部债务资本化比率(%)	16.54	13.13	19.80	38.15
资产负债率(%)	18.99	18.51	27.18	42.27
流动比率(%)	290.75	334.05	273.47	187.32
速动比率(%)	290.75	334.05	273.47	187.32
经营现金流动负债比(%)	-65.90	-18.34	14.92	/
现金短期债务比(倍)	0.61	1.84	0.13	0.09
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/

注：2021 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标；2018－2021 年 3 月底所有者权益中包含其他权益工具金额分别为 25.00 亿元、30.00 亿元、40.00 亿元和 40.00 亿元

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）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 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。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。