

信用等级公告

联合[2016] 2445 号

联合资信评估有限公司通过对厦门象屿股份有限公司及其拟发行的 2017 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

AA⁺

厦门象屿股份有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十月二十四日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

厦门象屿股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 公司有权选择在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日, 发行人有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 10 月 24 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
现金类资产(亿元)	10.05	9.19	23.13	22.71
资产总额(亿元)	132.06	207.93	260.98	304.38
所有者权益(亿元)	20.67	54.40	89.93	82.77
短期债务(亿元)	73.38	95.40	113.07	116.52
长期债务(亿元)	3.48	2.89	1.65	9.28
全部债务(亿元)	76.86	98.29	114.72	125.80
营业收入(亿元)	354.02	483.84	599.23	496.04
利润总额(亿元)	2.57	5.14	5.86	3.25
EBITDA(亿元)	5.51	12.27	12.73	--
经营性净现金流(亿元)	-46.80	-48.05	29.23	13.97
营业利润率(%)	2.11	3.27	3.72	2.76
净资产收益率(%)	13.02	6.53	5.14	--
资产负债率(%)	84.35	73.84	65.54	72.81
全部债务资本化比率(%)	78.81	64.37	56.06	60.32
流动比率(%)	101.59	113.47	111.59	107.56
经营现金流流动负债比(%)	-43.42	-32.00	17.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.94	8.01	9.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	1.91	2.25	--

注: 2016 年上半年财务数据未经审计。

分析师

刘嘉敏 姜 帆

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

评级观点

联合资信评估有限公司(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供应链管理与服务企业之一, 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、政府支持等方面具备的优势。近年来, 公司在东北产区新增粮食代收储业务, 同时不断完善多种产品供应链服务能力, 业务规模不断扩大。同时, 联合资信也关注到宏观经济波动、贸易行业竞争激烈、预付粮食款对公司资金占用大、公司债务负担重且存在一定短期支付压力、主营业务盈利能力较弱等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2014、2015年公司成功完成两次非公开发行, 募集资金合计32.20亿元, 资本结构得到优化, 资本实力有所提升。未来, 随着公司供应链业务的不断完善、仓储物流基地的逐步投产以及业务转型的逐渐推进, 公司盈利能力有望得到提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、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, 认为本期中期票据在清偿顺序、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。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市, 其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

2. 公司大宗商品采购及综合物流服务主业突出，经营规模较大，从业经验丰富，已建立了良好的上下游渠道。
3. 公司已经逐步形成了集国际货运代理、堆场、运输、配送、仓储、物园区、供应链、内贸海运、进口清关、码头等业务为一体的综合物流平台，在厦门市区域地位突出；物流资源优势明显，综合物流服务能力较强。
4. 2014、2015 年公司成功完成两次非公开发行，所有者权益规模增长，资本结构得到改善。

关注

1. 公司贸易业务受宏观经济波动影响较大，且面临较为激烈的同业竞争。
2. 近年来，公司新增粮食代收业务，在产季有一定的资金占用，资金需求推高债务水平，公司整体债务负担重，存在一定短期支付压力。
3. 公司主营业务毛利率较低，合作种植等业务形成的投资收益对公司利润贡献较大。
4. 公司未决诉讼款项回收情况存在一定不确定性。
5. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与厦门象屿股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门象屿股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因厦门象屿股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由厦门象屿股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、厦门象屿股份有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门象屿股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）前身为厦门特贸房地产开发公司，成立于1992年，注册资本为500万元。1999年以来，公司经过多次增资扩股和股权变更，并先后更名为厦门特贸发展有限公司、厦门象屿物流园区开发有限公司。2008年10月，公司变更为股份有限公司，并更名为“厦门象屿股份有限公司”，折股后股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）持有公司股本91.5%，股东象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）持有总股本8.5%。2011年，公司再次更名为“厦门象屿物流集团有限责任公司”，同时股东象屿集团和象屿地产将合计持有公司100%股份全部转让给夏新电子股份有限公司（以下简称“夏新电子”），夏新电子更名为“福建省厦门象屿股份有限公司”，公司成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH。2012年8月30日，“福建省厦门象屿股份有限公司”更名为“厦门象屿股份有限公司”。2014及2015年，公司通过两次非公开发行，股本增至117077.94万元。截至2016年6月底，公司股本为117077.94万元，象屿集团直接和间接持有公司54.74%股份，为公司控股股东，厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）为公司实际控制人。

公司经营范围：经营各类商品和技术的进出口，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、饲料、林产品、其他农牧产品、其他预包装食品、其他散装食品、金属及金属矿（不含危险化学品和监控化学品）、建材、其他化工产品（不含危险化学品和监控化学品）、五金产品、汽车零配件、摩托

车零配件、其他机械设备及电子产品、化肥、石油制品（不含成品油、危险化学品和监控化学品）、纺织品、针织品及原料等批发；供应链管理；贸易代理；其他贸易经纪与代理；国际货运代理；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；房地产开发经营；其他未列明房地产业；商务信息咨询；软件开发；其他未列明信息技术服务业（不含需经许可审批的项目）。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 260.98 亿元，所有者权益 89.93 亿元（含少数股东权益 29.56 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 599.23 亿元，利润总额 5.86 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总额 304.38 亿元，所有者权益 82.77 亿元（含少数股东权益 20.93 亿元）；2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 496.04 亿元，利润总额 3.25 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据额度 10 亿元，本期发行 10 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金将全部用于偿还银行借款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于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。公司在本期中期票据第五个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及

孳息) 赎回本期中期票据。如在前述赎回权条款规定的时间, 公司决定行使赎回权, 则于赎回日前一个月, 由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》, 并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面, 本期中期票据采用固定利率方式。前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定, 在前 5 个计息年度内保持不变。如果公司不行使赎回权, 则自第 6 个计息年度起, 每 5 年重置一次票面利率, 每次利率重置后, 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。

在清偿顺序方面, 本期中期票据的本金及利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面, 本期中期票据每个付息日, 除发生强制付息事件, 公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受任何递延支付利息次数的限制; 利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。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。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内, 如果公司发生以下事件的, 公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息: (1) 向普通股股东分红; (2) 减少注册资本; (3) 在本期中期票据计息年度内支付存续债务本金或利息。如果发生强制付息事件时公司仍未付息, 或公司违反利息递延下的限制事项, 本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议, 由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款, 可得出以下结论:

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

(2) 本期中期票据如不赎回, 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。从票面利率角度

分析, 本期中期票据公司在赎回日具有赎回权, 重置票面利率调整幅度较大, 公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据如发生利息递延, 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。从成本角度分析, 本期中期票据递延利息的重置利率调整幅度大, 同时考虑到公司如果在本期中期票据计息年度内支付存续债务本金或利息, 公司将不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息, 公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析, 本期中期票据具有发行人可赎回权、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, 认为本期中期票据在清偿顺序、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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年, 中国经济步入“新常态”发展阶段, 全年 GDP 同比实际增长 6.9%, 增速创 25 年新低, 第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看, 2015 年, 中国消费需求整体上较为平稳, 固定资产投资增速持续下滑, 进出口呈现双降趋势; 同时, 全国居民消费价格指数(CPI) 六年来首次落入“1”时代, 工业生产者出厂价格指数(PPI) 和工业生产者购进价格指数(PPIRM) 处于较低水平, 制造业采购经理指数(PMI) 仍在荣枯线以下, 显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下, 中国就业形势总体稳定。

2015 年, 中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元, 比上年增长 8.4%, 增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元, 比上年增长 15.8%, 同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元, 赤字率上升至 3.5%, 显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年, 央行继续实施稳健的货币政策, 灵活运用多种货币政策工具, 引导

货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016 年 1-6 月份，中国国内生产总值(GDP) 34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格(CPI) 指数在 2% 左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数(PPI) 同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数(PMI) 自 3 月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016 年 1-6 月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016 年 1-6 月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8 万亿元，同比增长 9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续

和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016 年 1-6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1-6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1-6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%-7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预

计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

2013 年以来，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

海关统计数据显示，2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年增速提高 1.4 个百分点；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，

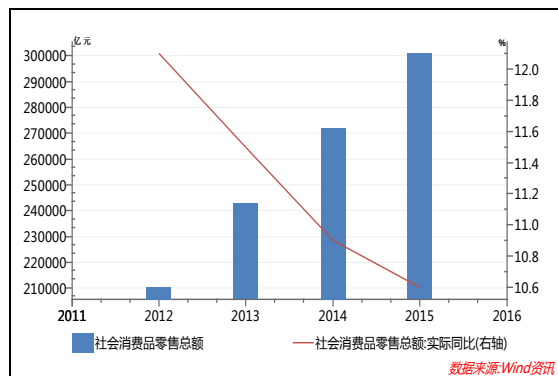
2014 年对外贸易增速出现回落。2015 年全国进出口总值 3.96 万亿美元，同比下降 8%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落，2015 年进出口规模出现整体下降，外贸下行压力加大。

2013~2015 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

(2) 国内贸易

根据国家统计局数据，2013 年全年中国社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，增速同比下降 0.6 个百分点。2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年中国社会消费品零售总额 300931 亿元，同比名义增长 10.7% (扣除价格因素实际增长 10.6%)。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长 7.8%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场较低的起点，经济

发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）行业关注

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

近年来，生产资料市场价格持续下跌、工业企业和流通企业效益出现普遍下滑，出现这种现象的一个重要原因是行业产能过剩问题突出，钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

自 1995 年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

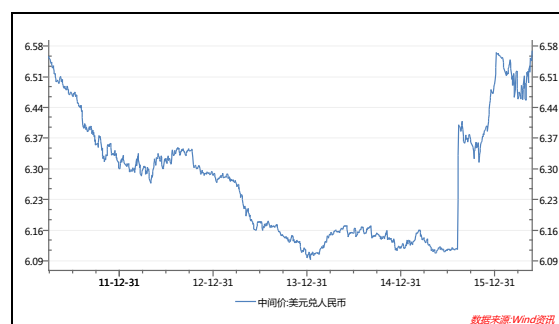
人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之

一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。一方面，人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响；另一方面，从产品下单做货到出货，再到最终结汇，整个周期通常有几个月的时间，汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润，经营风险加大。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年上半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币

汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 9 月 20 日，美元兑人民币汇率为 6.6700 元/美元。总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

（4）行业政策

中国对于具有全局性影响的自由贸易区协定进行大力扶持。中国已经与东盟、新西兰等 6 个国家和地区签订了自贸协定，与澳大利亚等 6 个国家和地区的自贸协定也正在商谈之中。具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间，降低关税壁垒，推进外贸行业的发展。

2013 年 9 月 29 日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立；2015 年 4 月 21 日，中国（厦门）自由贸易实验区挂牌成立；这是在新形势下深入推进改革开放的重大举措。根据《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》（国发〔2013〕38 号）要求，自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，把扩大开放与体制改革相结合、把培育功能与政策创新相结合，形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。经过两至三年的改革试验，加快转变政府职能，积极推进服务业扩大开放和外商投资管理制度改革，大力发展总部经济和新型贸易业态，加快探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放，探索建立货物状态分类监管模式，努力形成促进投资和创新的政策支持体系，着力培育国际化和法治化的营商环境，力争建设成为具有国际水准的投资贸易便利、货币兑换自由、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区，为中国扩大开放和深化改革探索新思路和新途径，更

好地为全国服务。

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》（以下简称“意见”）指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法治化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。《意见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法治化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015 年 8 月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发〔2014〕51 号，以下简称“意见”），为加快发展内贸流通，意见中指出支持流通企业做大做强，推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式，做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

（5）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

2. 物流行业

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2015年全国社会物流总额213.50万亿元，同比增长7.94%，增幅比上年回落3.63个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额196.90万亿元，同比增长8.48%，增幅比上年回落1.22个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比下降0.83%，增幅比上年回落6.41个百分点。2015年全国物流业增加值为3.5万亿元，同比下降10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求

规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

2015年11月18日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委11月18日联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

从福建省情况来看，物流业从90年代末开始起步，总体规模较小，但发展迅速。根据省委《关于制定福建省国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，“十三五”期间福建省应建设现代交通运输网络。优化基础设施布局，着力互联互通，打造对接两洲、服务中西部、便利两岸往来的综合枢纽，推进综合交通、智慧交通、绿色交通、平安交通发展，完善以“客”为主、便捷舒适的公众出行服务体系和以“货”为主、经济高效的现代交通物流服务体系。积极推动全省港口资源优化整合，发展壮大以东南国际航运中心为重点的海西港口群。加快推进干线铁路网、高速公路网、普通国省干线公路网和重点干线机场、支线机场与空港建设，加快建设综合运输站场，提升普通公路服务水平。下力气解决海岛居民出行难等问题。统筹规划和建设福州、厦漳泉两大都市区城际线网主骨架，建设城市轨道交通网络。加强与长三角、珠三角互动合作，探索建立产业、交通、环保等领域的协调机制，推动建设一批省际产业合作园区和合作项目。推进跨省铁路、公路

和港口等重大基础设施统筹规划布局与协同建设，深化福建省沿海港口与内陆省之间的物流供应链协作。推进与周边及内陆省区口岸通关协作，支持跨省区“陆地港”“飞地港”建设，吸引更多货源在福建省进出口。

从厦门市情况来看，目前厦门市从事物流相关经营的企业有 2000 多家，其中具有一定经营规模的有 200 多家，包括一大批国内外的知名物流企业，如马士基、伯灵顿、联邦快递、TNT、大通、中远、中海、中外运、华贸等。为了更好地促进厦门物流产业的发展，厦门市已相继完成了“四大物流园区（东渡—象屿—航空港物流园区、海沧物流园区、杏林物流园区、浏五店物流园区）”的规划工作。

3. 区域经济概况

公司位于厦门市，厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。

2015年，厦门全年地区生产总值（GDP）3466.01亿元，按可比价格计算，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值23.94亿元，下降0.5%；第二产业增加值1508.99亿元，增长7.9%；第三产业增加值1933.08亿元，增长6.5%。三次产业结构为0.7：43.5：55.8。按常住人口计算的人均地区生产总值90378元，增长5.3%，折合14514美元。

2015年，厦门市全社会固定资产投资1896.52亿元，比上年增长20.6%，其中固定资产投资（不含农户）1887.65亿元，增长20.8%。房地产开发投资774.07亿元，增长9.9%，占固定资产投资（不含农户）的41.0%。其中土地购置费297.22亿元，增长22.7%，占房地产投资的38.4%。全市商品房施工面积4333.83万平方米，增长2.7%；商品房新开工面积592.47万平方米，下降19.9%。

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。

总体看，厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位、稳定发展以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展创造了一个良好的区域环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年6月底，象屿集团直接和间接持有公司54.74%股份，为公司控股股东，厦门市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司由象屿集团旗下所有供应链服务相关子公司重组而成。2011年8月29日在上海证券交易所重组上市（股票代码：600057）。公司基于“立足供应链，服务产业链”的经营理念，通过物流、商流、资金流、信息流四流合一的一体化流通服务平台，已在塑化产品、金属材料、林产品、进口汽车和农产品等五大类产品上形成了较强的供应链服务能力。旗下控股企业拥有集装箱堆场逾31万平方米，在厦门、福州、上海、天津、广州、深圳自营及包租仓库面积逾112万平方米，配备专业的拖车车队及散装船，自营专业报关行，为客户提供先进的综合物流服务。

象屿股份旗下拥有90余家投资企业，服务网络遍布中国大陆主要城市、香港，并在新西兰、美国等国家设立了境外公司。公司位列2016年财富中国500强（上市公司）榜单第98位，2015年中国物流50强第5位，是全国物流行业先进集体、中国物流杰出企业，中国仓储示范企业，以及中国物流与采购联合会认定的中国5A级物流企业。2015年，公司实现营业收入

入 599.23 亿元，同比增长 23.85%。

3. 人员素质

公司董事会成员共9名，其中董事长1名，副董事长1名，董事4名，独立董事3名；监事会成员5名，其中监事会主席1名，监事1名，职工监事3名；高管5名，总经理1名，副总经理4名。

张水利先生，1965年出生，公司董事长。现任厦门象屿集团有限公司董事长、党委副书记。曾任厦门象屿宝发有限公司副总经理，厦门象屿国际贸易有限公司总经理，厦门象屿集团有限公司贸易中心总经理，厦门象屿集团有限公司副总裁、总裁。

邓启东先生，1970年出生，研究生学历，本公司董事、总经理兼厦门象屿物流集团有限责任公司总经理。曾任厦门象屿集团有限公司贸易中心副总经理、贸易中心常务副总经理、厦门象屿集团有限公司总裁助理兼贸易中心总经理。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并口径）员工总数 2558 人，按学历划分，高中及以下占 15.36%，中专占 12.74%，大专及本科占 66.93%，研究生及以上占 4.96%；按年龄划分，30 岁以下占 46.52%，30~40 岁占 34.99%，40~50 岁占 14.78%，50 岁以上占 3.71%；按职称划分，共有 195 人获得职称，其中初级职称占 64.62%，中级职称占 33.85%，高级职称占 1.54%。

总体来看，公司高管人员在公司任职时间长，从业及管理经验丰富；公司员工以中青年员工为主，文化素质较高，有利于公司稳定长远发展。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系，公司不设股东会，由出资人单独行使《公司法》第三十八条所列股东会有关职权，厦门市国资委根据厦门市人民政府授权，

对公司履行出资人职责，依法对公司的国有资产进行监督管理。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构；董事会由9名董事组成；董事会设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名；董事会任期3年。按照《公司法》和《公司章程》相关规定，全体董事由股东大会选举产生；董事长和副董事长由董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。

董事会行使下列职权：负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、回购公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项；决定公司内部管理机构的设置等公司章程以及股东大会授予的其他职权。

公司设立监事会，监事会由5名监事组成；监事会设主席1名；监事会任期3年。按照《公司法》和《公司章程》的相关规定，监事会成员中三名职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生；两名监事由股东大会选举产生；监事会主席由监事会选举产生。

监事会行使下列职权：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司的财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正；提议召开临时股东大会，在董事会不履行《公司法》规定的召集和主持股东大会职责时召集和主持股东大会等公司章程规定或股东大会授予的其他职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司常务副总经理、副总经理、财务负责人等公司章程或董事会授予的其他职权。

2. 管理水平

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《制度建设管理办法》、《总经理工作细则》、《预算管理制度》、《对外担保管理制度》、《融资管理制度》等。

资金管理和控制方面，公司建立了《货币资金管理制度》、《应收账款管理制度》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对投资企业实行资金集约管理；公司投资企业根据其五年财务规划、年度财务预算，每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况；除此之外，公司还对投资企业进行内部评信，确保行业发展的资金需求，业务板块间资金额度不能串用。

财务管理方面，公司财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，即一级财务机构为象屿股份本部财务中心，为公司及各业务板块决策机构服务；二级财务机构为下属各行业或子公司财务部，在各公司总经理的直接领导下和象屿股份本部财务中心的专业指导、管理、监督下开展财务工作，对各公司总经理负责。三级财务机构为各行业下属子公司、孙公司，在公司总经理的直接领导下和上级财务机构的专业指导、管理、监督下开展财务工作。公司的财务治理体系以“管理职能向上收拢，管理对象向下延伸”为目标，兼顾纵横两个维度的管控要求，明确制度管人，流程管事及团队建设的主流思想。明确各层级财务机构在财务战

略和规划、部门建设、财务会计制度建设、财务信息管理、预算管理、财务管理和控制、公司理财等财务会计方面的事权和责任。

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》并贯彻执行。公司坚持以市场为导向、以效益为中心、以资本运营为依托、以集约化规模化经营为手段的投资原则，致力于做大做强公司的主业，提高企业核心竞争力。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，各级决策部门在对投资项目的方向定位、内外部环境、投资运营方案、经济可行性等进行全面评估的基础上对具体投资方案做出决策，并设立投资评审委员会对对外投资项目进行综合评审。公司投资管理部为公司投资项目管理的职能部门。

融资管理方面，公司制定《融资管理制度》，规范公司融资管理，明确各层级融资工作职责。将公司权益性融资和债务性融资（包括但不限于发行股票、配股、增发、发行可转换公司债券、向银行或非银行金融机构贷款、融资租赁等纳入管理范畴。公司根据年度预算管理的要求编制融资计划，并经公司董事会通过确定年度融资额度。

预算管理方面，公司建立《预算管理制度》，推行全面预算管理，通过预算的制定，公司本部及下属子公司一起分析规划企业的发展举措，确定发展方向，跟踪并反馈预算执行情况，确保经营计划的实施和战略的执行。

担保制度方面，公司制定了《担保管理制度》并贯彻执行。公司仅对全资子公司、控股子公司提供担保，非经公司股东大会特别决议批准，公司不得对公司全资子公司、控股子公司以外的他人提供担保。按年为下属子公司提供担保的总额等事项提交董事会及股东大会审议后严格执行。

子公司管理方面，为明确母子公司各自的责、权、利和相互运作关系，公司依据《公司法》和《公司章程》制定相关管理制度，规范各下属公司董事会的议事和决策程序，明确了

下属公司董事会、经营层、集团职能部门的职责，进一步加强了对子公司的管理控制，规范子公司的经营行为。公司通过委派董事、总经理或财务总监实现对子公司的管理，建立内部结算中心，对子公司实行资金集约管理。通过资金调配、贷款担保、财务审计与稽核和投资项目审批及业绩考核等手段，指导和影响子公司的经营，减少子公司在市场经济中的风险。严格的风险控制机制和科学的投资决策机制有效地规避了经营风险。

总体看，公司法人治理结构合理，各项规章制度较为健全，管理水平符合业务要求。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以供应链管理（贸易及物流）为主业，目前已在塑化产品、金属材料、林产品、进口汽车和农产品等五大类产品上形成了较强的供应链服务能力。2013~2015年，公司主营业务收入呈快速增长态势，年均复合增长率为29.57%，2015年实现主营业务收入593.89亿元。从主营业务收入构成来看，近三年，公司主业大宗商品采购供应及综合物流服务业务占

主营业务收入的比重均保持在99%以上，2015年实现收入591.68亿元，占比为99.63%；物流平台开发运营业务规模较小，收入较稳定，2015年实现收入2.17亿元，占比为0.37%；2015年其他业务主要为黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）的营业收入，规模很小。

从毛利率来看，2013~2015年，公司大宗商品采购供应及综合物流毛利率逐年上升，分别为1.85%、3.06%和3.30%。主要是由于公司物流供应链服务逐步完善，同时公司粮食收储业务的仓储收入毛利率较高所致，但整体水平仍较低；物流平台开发运营业务毛利率高，三年分别为46.46%、52.42%和49.03%，由于物流平台开发运营业务整体收入规模很小，对公司整体毛利率水平拉动作用有限。

2016年1~6月，公司实现主营业务收入492.45亿元，同比增长88.82%，为2015年全年的82.92%，主要是大宗商品及物流供应链业务收入增加所致，相应业务收入占比进一步提升至99.78%，但毛利率略有下降，带动公司整体毛利率较2015年下降0.9个百分点至2.57%。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
大宗商品采购供应及综合物流服务	351.57	99.38	1.85	480.05	99.56	3.06	591.68	99.63	3.30	491.37	99.78	2.44
物流平台（园区）开发运营	2.1	0.59	46.46	2.13	0.44	52.42	2.17	0.37	49.03	0.98	0.20	54.61
其他	0.09	0.03	100.00	--	--	--	0.04	0.01	100.00	0.11	0.02	100.00
合 计	353.76	100.00	2.14	482.18	100.00	3.28	593.89	100.00	3.47	492.45	100.00	2.57

资料来源：公司提供

注：1. 2013年其他业务为象屿期货有限责任公司的营业收入，公司已于2014年将所持有象屿期货股份全部转让；2. 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；3. 大宗商品采购供应及综合物流服务业务主要由贸易及物流两部分构成，贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

2. 大宗商品采购供应及综合物流服务

公司大宗商品采购供应及综合物流服务是公司营业收入的主要构成部分，近年来公司依托自身物流平台、信息平台、资金规模、营销渠道等优势，积极整合资源要素，通过帮助上游供应商拓宽分销渠道，协助下游客户建立可靠的采购渠道，提高系统效率，获得协同效应。目前公司已形成了包含农产品供应链、金属矿产供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链在内的“五大核心产品供应链体系”的战略布局，并向产业链上下游相关领域适当延伸，逐步培育新的增长点。

大宗商品采购供应

公司大宗商品采购供应业务以国内贸易为主，2013~2015 年，国内贸易占贸易总额的比重分别为 86.50%、79.89%和 73.91%，主要经营主体为公司本部的贸易事业部及公司控股子公司，目前已形成以厦门、上海、广州、天津、青岛、重庆、张家港等为核心辐射全国的市场网络和战略布局，销售区域主要集中在华东地区、福建地区、华南地区、华北地区；进出口贸易则以进口为主，主要区域集中在亚洲和拉美，包括中国香港、中国台湾、新加坡、印尼、马来西亚、日本、韩国、秘鲁等国家和地区。

表 2 公司国内外贸易收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-6 月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
进出口贸易	459096.88	13.50	934945.20	20.11	1488761.87	26.09	953678.48	20.01
国内贸易	2940601.54	86.50	3714860.33	79.89	4216429.27	73.91	3813078.51	79.99
合计	3399698.42	100.00	4649805.54	100.00	5705191.14	100.00	4766756.99	100.00

资料来源：公司提供

公司目前主营产品品种包括化工材料、金属矿产和农副产品等三大类，其中化工材料主要包括 PE、PP、PVC、甲醇、甲苯和聚酯原料；金属矿产主要包括钢铁、有色金属（铜、铝、锌、镍、铬）、各类矿产和煤炭；农副产品主要包括粮食谷物、食品原料及饲料原料（鱼粉、乳清粉等）、木材和木制品等。2015 年上述三大类产品贸易业务收入占比分别为 16.62%、60.94%、20.78%。2013~2015 年，公司化工产品贸易收入有所波动，2014 年收入增长主要是由于公司开拓新产品所致，2015 年同比下降 16.31%，主要系因市场行情波动影响，公司适度减少业务量，同时价格回落所致；金属矿产贸易规模快速增长，年均复合增长率为 38.64%，主要是由于公司不断开发和升级钢材、不锈钢以及铝产品供应链，贸易量逐年提升；农副产品方面，2014 年玉米销售收入由 2013 年的 4.93 亿元大幅增加至 55.48 亿，带动农副

产品板块贸易规模大幅增加，2015 年收入规模略有下降，仍保持较大规模；2014 年其他产品收入规模较大，主要系包含林产品营业收入 24.18 亿元，2015 年林产品收入纳入农副产品中，固其他产品收入大幅下降，2015 年主要包含平行进口车、白色家电类、集采业务和其他商品等。

2016 年 1~6 月，公司贸易业务收入共实现 476.68 亿元，为 2015 年全年的 83.55%，主要来自化工产品及金属材料贸易规模的增加，两大类产品 2016 年上半年收入分别为 2015 年全年的 95.93%和 90.53%，主要原因是公司持续推动业务转型升级，不锈钢、铝产品、镍铁等项目业务规模扩张所致；农副产品方面，象屿农产针对相关农产品政策调整与市场转轨过程中出现的阶段性市场风险，适时控制贸易规模，上半年收入为 2015 年全年收入的 37.32%；其他产品收入上半年实现贸易收入 26.71 亿元，

较 2015 年全年大幅增加，主要受由于汽车供应链业务发展所致。

近年来，公司的大宗商品贸易逐渐摒弃以往传统贸易的操作业务模式，依托多年在贸易行业建立起来的贸易网络，与供应商建立战略合作关系，获得优惠贸易条件并降低业务风险，同时通过嫁接物流及物流金融服务，整合形成了从上游采购到下游配送的供应链服务平台，

盈利模式从简单的价差收入逐步转化为价差收入辅以供应链增值服务的模式，稳固客户关系，从而获得了稳定的业务利润，目前公司贸易业务主要通过对锁给客户及期货套保规避价格波动风险，实际风险敞口小；同时公司还逐步介入生产型企业的采购与销售环节，以实体企业全程供应链服务的创新模式提高客户粘性，提升供应链环节的经营效益。

表 3 公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	1081327.80	31.81	1133028.44	24.37	948272.07	16.62	909633.28	19.08
金属材料	1808705.34	53.20	2039624.62	43.86	3476686.72	60.94	3147418.38	66.03
农副产品	509665.28	14.99	1194446.79	25.69	1185768.82	20.78	442571.69	9.28
其他	0.00	0.00	282705.68	6.08	94463.53	1.66	267133.64	5.60
合计	3399698.42	100.00	4649805.54	100.00	5705191.14	100.00	4766756.99	100.00

资料来源：公司提供；

注：2014 年林产品营业收入 24.18 亿元，归类入其他业务收入，2015 年林产品营业收入纳入农副产品中，未在其他业务收入中。2015 年其他业务中主要包含平行进口车、白色家电类、集采业务和其他商品等。

采购定价方面，公司除了随行就市的一对一谈判外，还与供应商进行协商和探讨，目前公司的大宗商品贸易采购定价模式主要有四种方式：一是通过连续向同一家上游厂商采购确定长协价格；二是采用二次定价，以到达目的地时的价格计算；三是买断式定价，在找好上游厂商盘货时就已经确定下游的买家，进而锁定中间利润；四是卖断式定价，纯粹自营的风险敞口放开，但会配备期货的套期保值。由于定购量相对较大，在与供应商的议价中能掌握相对的主动权，价格一般会低于或持平于同行业的优势价格。

结算模式方面，公司主要以锁定供应商以及销售客户的形式开展，对上游大宗商品的供应商的结算方式方面，钢材以预付货款的形式结算，其他商品约 60%~70%采用预付货款方式结算。对于下游客户缴存一定比例的保证金，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，为确保控制货权均要求所采购

的货物需储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。

（1）化工材料

公司化工材料主要以 PE/PP、PVC、芳烃、PTA 和乙二醇为主，2015 年上述产品销售金额占化工材料总销售金额比重分别为 35.61%、11.56%、23.01%、13.86%和 7.10%。其中 PP/PE 产品主要供应商包括中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司等，同时公司还与全球主流石化厂商均保持有密切关系。PVC 产品主要以内贸为主，终端直销比率维持在 90%以上，市场占有率保持在 2%左右，同时公司与新疆中泰化学股份有限公司等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。近几年公司开始与上游化工加工工厂合作，同时和下游深入开展合作，以在降低风险的同时实现供应链的延伸。

化工材料销售方面，公司依托各地分公司，已搭建起了以河北、上海、福建、广东等地区为核心的较为完整的华北、华东、华南全国销

售网络，以直接销售给下游厂家为主，同时部分产品与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。

（2）金属材料

2015 年公司金属类产品销售金额为 347.67 亿元，同比大幅增长 70.46%，其中钢材共实现销售金额 275.10 亿元，占金属类销售收入的 79.13%，2015 年公司钢材共完成 1086.42 万吨的销售量，同比增长 70.80%。截至 2015 年底，公司已在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个销区城市设立钢铁供应链物流平台，整合从原矿开采加工、原矿冶炼到产成品加工、贸易的各环节资源，为钢厂提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，在整个供应链环节，公司从中收取原材料代采费、成品代销费、仓租费、加工费以及装卸费等费用。

近年来公司不断开发和升级现有供应链链条，贸易量和利润率逐年提升。2015 年，公司引进专业的钢材自营业务团队，升级钢材供应链，整合国内核心出口钢厂资源与国外终端客户需求相匹配，构建钢材自营出口链条；同时，持续优化内贸业务结构，向上整合钢厂资源，通过建立与唐山钢铁集团有限责任公司、河钢集团有限公司等核心钢厂业务合作，不断增加长协业务的比重，向下开发围绕唐山、天津、山东等主要市场开发核心钢厂的核心经销商客户。除此之外，公司新增不锈钢和铝产品供应链，不锈钢方面围绕青山控股集团有限公司等产业核心客户进行重点开发，提供镍矿、铬矿进口代采代销，镍铁、铬铁内贸代采代销服务；铝产品方面，公司聚焦新疆、内蒙等地区，调研并成功实施了铝产品的公铁联运物流方案。受益于公司现有供应链的不断开发，公司金属类产品销售额大幅增长，支撑国内贸易收入稳步增长。

此外，公司还通过实体企业全程供应链服务的创新模式，介入部分自然条件及区位优势明显的钢铁企业的采购与销售环节，参与其生

产调度会，打通从原材料到产成品销售的全链条，从而提高客户粘性并提升供应链环节经济效益。

矿产方面，2015 年全年完成 1202.48 万吨，主要供应商包括澳大利亚必和必拓公司、巴西淡水河谷等，同时，公司在唐山、天津、上海、临沂、宁波等地通过控股或合作等方式组建自己的物流节点，为公司的货权提供安全保障，同时为钢厂和上下游提供仓储、加工、出库等服务。

2015 年，公司钢材类前五大供应商占总采购金额比重为 16.66%；下游前五大客户占总销售收入比重的 14.08%，上下游客户集中度一般。

（3）农副产品

近三年，公司农副产品收入分别为 50.97 亿元、119.44 亿元和 118.58 亿元，2014 年农副产品贸易收入大幅增长，主要系公司利用东北产区优势，以大连为综合营销平台和物流枢纽中心拓展营销网络，玉米销售收入由 2013 年的 4.93 亿元大幅增加至 55.48 亿元，带动农副产品贸易收入大幅增加，2015 年收入规模略有下降，仍保持较大规模，占贸易总收入的 20.78%。从贸易产品来看，2015 年公司食品及农产品原料类、木材及制品、种子饲料类、化肥收入占比分别为 62.34%、29.15%、2.55%和 3.53%。

公司农副产品主要以食品及农产品原料为主，经营主体主要为厦门象屿物流集团有限责任公司和大连象屿农产有限公司。大连象屿农产有限公司系黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）子公司，公司于 2013 年 9 月与多年从事粮食供应链业务并形成较大规模优势的穆氏家族合作，共同出资设立象屿农产，其中公司出资 4 亿元持有象屿农产 80% 股份。

象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、收购、代收和销区的粮食贸易等业务（此处仅粮食贸易收入计入农副产品板块）。在销区，象屿农产设立了大连粮食综合贸易平

台,形成了多元化的粮食采购与分销服务平台,打通“北粮南运”通道,并逐步向开放式交易平台发展,成为粮物流通交易的集散地,公司还与大连港、北良港、营口港合作,992 节铁路专用粮食槽车直达港口,铁路运输范围覆盖东北三省,年运力 500 万吨,公路年运力超过 800 万吨。此外,公司与哈尔滨海大饲料有限公司、双胞胎(集团)股份有限公司和新希望集团有限公司等国内前十大饲料厂建立了战略合作关系,与国内 50 余家大型企业建立了长期稳定的贸易伙伴关系,在大中城市农副产品集散地,铺设了稳定的销售网络。

(4) 其他

公司抓住福建自贸区设立后带来的契机,在原有汽车国际保兑仓业务基础上,与在整车进口领域拥有多年投资运营经验和配套资源的福建车巴士汽车有限公司开展合作,并设立福建省平行进口汽车交易中心有限公司(公司持股比例 60%),整合国外采购渠道和进口车源,并推动与下游分销商的紧密合作,逐步拓展进口代理、内贸代理业务,2015 年汽车供应链业务实现快速增长,累计进口代理车辆 1511 台,总额 6646 万美元,实现收入 2.62 亿元(计入表 3 中“其他”类别);2016 年 1~6 月,汽车供应链业务大幅增长,公司累计进口代理汽车 6709 辆,总额 28955 万美元,实现收入 12.44 亿元。

粮食综合物流

除粮食贸易外,象屿农产还从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食代收等业务。在产区,象屿农产以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化七大综合仓储物流中心为核心节点,辐射周边 40 多个收购网点,服务农民售粮、国家粮食收储,目前公司自有和合作仓容已超过 1700 万吨,辐射周边粮源 2500 万吨。

公司粮食代收业务主要于当年 9 月至次年 4 月份按照国家规定的收储价格采用现金向农民收购粮食(主要是玉米和水稻),之后经过

烘干、仓储,再运输交给国家粮库,一般粮食入库后 3 年内逐渐出仓。国家粮库根据收粮安排逐步收粮,并在整个收储过程中给予象屿农产收粮费用补贴、保管费用补贴和出库费用补贴,其中收粮费用补贴直接冲抵收粮成本,保管费用和出库费用补贴计入仓储收入,同时公司还提供装卸及烘干服务。象屿农业粮食收储款计入预付账款,代收的粮食不计入存货,2015 年预付粮食款最高占用额为 50 亿元,主要在 9~12 月集中收粮阶段出现大额预付款余额,通常于次年年中前陆续收到全部交粮回款。2015 年公司获得各类收入共计 9.68 亿元,其中包括仓储收入 5.49 亿元、装卸收入 2.67 亿元和烘干收入 1.52 亿元。

近年来,象屿农产通过自建、收购以及合作等方式不断扩建仓容,2015 年公司获得黑龙江省 95%以上政策性新建仓容,仓库建设方面中央以及黑龙江省会给予公司一定补贴。为进一步拓展象屿农产粮食收储业务,公司与黑龙江金谷集团合资设立黑龙江象屿金谷农产有限公司,目前已启动建设富锦、北安共计 460 万吨粮食仓储基地,截至 2015 年底,公司粮食仓储能力达到 1752.11 万吨,其中自有粮食仓储能力 1622.15 万吨,合作粮食仓储能力 129.96 万吨,公司粮食仓储能力有望进一步扩大。

象屿农产除自行收储之外,还与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作,通过为其提供资金及相关服务收储粮食,交粮并获得补贴后与合作方按比例进行利润分成,收益计入投资收益科目。2015~2016 年收粮季公司共代收粮食 772.20 万吨,其中合作收储 124.66 万吨,粮食代收总量同比下降 7.41%,主要由于仓容以及国家临储政策调整因素影响所致。

此外象屿农产开展合作种植业务,业务模式主要为公司从种植大户及合作社手中将种植土地流转至公司名下,然后以合作种植的模式分包给种植大户及合作社种植。在种植过程中,象屿农产向种植大户及合作社提供资金支持、种子、化肥、农机具、技术服务、过程控制、

物流、售粮等服务；种粮大户及合作社具体负责实际种植事项，如人工、农药、农机等。合作所种粮食成熟后须交给象屿农产，后续再将粮食按市场价格结算后，象屿农产与种粮大户及合作社进行收益分成，将相关利润计入投资收益科目，2015~2016 年收粮季来自合作种植部分粮食收储达 103.43 万吨，2015 年，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮 232 万亩。

收粮及合作种植过程中，象屿农产会为资金短缺的种植大户及收粮经纪人提供资金支持，2015~2016 粮食收购季，象屿农产通过象屿小贷向 143 位收粮合作方提供总额度 16.02 亿元的委托贷款，每个合作方额度不超过 1200 万元人民币，贷款期限从 2015 年 10 月至 2016 年 4 月，截至 2016 年 4 月 15 日，委托贷款已全部收回；同时象屿小贷也通过自营贷款业务放贷给种植大户用于合作种植，截至 2015 年底，象屿小贷自营贷款为 3.48 亿元，公司将象屿农产委托贷款及象屿小贷自营贷款均计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润，将相关利润计入投资收益科目。2015 年，象屿农产共取得合作种植与合作收粮投资收益合计 3.82 亿元，同比增长 8.16%。

2016 年，玉米临储政策取消，预计玉米价格下行。由于玉米种植销售收益存在不确定性，公司合作种植将以水稻为主；收储方面，由于

目前仓库内基本属于满仓状态，考虑粮食政策性轮转出库的进度较慢，未来 1-3 年内仓容率仍可得到保证，不影响公司基本承担国储粮保管任务而收取的仓储费用补贴，另公司近两年新建仓容基本围绕富锦、北安等水稻产区而建，水稻预计仍是临储品种。根据公司预测，2016~2017 年收粮季可完成收粮 780 万吨。

总体来看，公司自开展粮食代收以及合作种植业务以来，仓库容量不断扩大，仓储设施以及相关配套服务不断完善，收入规模逐年提升；同时，联合资信也关注到，收粮季粮食收储业务将通过预付粮食款、合作种植以及委托贷款给收粮合作方等形式对公司资金形成一定占用，考虑到公司贸易业务属于资金密集型行业，公司收粮季将面临一定资金压力。

综合物流服务

公司物流业务主要由下属子公司厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（公司持股 85.98%，以下简称“速传供应链”）负责，速传供应链作为中国物流百强企业、中国 AAAA 综合性物流企业，拥有 18 年物流服务经验，在华北、华东、福建、华南建立完善的物流服务平台，在全国各口岸管理各类仓储平台资源达五十万平方米。物流业务作为贸易业务的延伸，有利于公司内部资源整合利用，是公司的重要业务板块。

表 4 公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	84371	12.74	98210	12.76	108469	10.21	51713.36	10.67
运输装卸收入	8539	8.93	9314	3.89	7494	7.05	3547.55	16.22
空运收入	2669	6.45	1509	8.65	918	18.28	486.87	19.85
堆场收入	16855	28.76	16347	24.63	16725	22.89	7535.81	30.91
报关收入	377.63	93.35	325	90.57	383	64.82	179.46	76.38
仓储收入	3309	-6.85	3464	-2.59	3799	7.43	1779.14	-0.52
其他收入	1492	4.52	16616	5.50	21546	13.14	25135.07	5.23
合计	117613	14.22	145785	12.46	159334	11.90	90377.27	11.03

资料来源：公司提供

公司物流服务业务包括基础性物流服务和综合物流服务，其中，基础性物流服务主要是指单项物流操作能力，包括港口装卸运输、堆场、报关、仓储、配送等，综合物流服务主要有货运进出口代理、多式联运、进口清关、港口物流服务、配送等集多个单项物流操作的专业服务，并依托综合的物流服务能力及网络平台为客户提供一体化物流服务和供应链解决方案。近年来，钢材产品链、汽车产品链的开拓及稳定增长以及铝产品、钢材出口业务的梳理培植，为公司的业务增长带来新的驱动力量。

2013~2015 年，公司物流业务收入年均复合增长 16.39%，2015 年实现收入 15.93 亿元，同比增长 9.29%。同期物流业务毛利率为 11.90%，同比下降 0.56 个百分点，变动不大。运输装卸毛利率大幅上升，主要因为运输中间业务环节中盈利少的业务采取外包，结合堆场运营，提高了运输装卸盈利空间。空运收入减少，但毛利上升，是因为结合货物类型，优化物流方案，部分利润低的订单改用其他运输工具。报关收入波动不大，但毛利率大幅下降，主要是因为报关行业竞争激烈，价格降低所致。仓储业务之前一直处于亏损或大面积空仓状态，当期仓储毛利率大幅增长，主要是提供简易加工、包装等增值服务带来收益。2016 年 1~6 月，公司物流业务收入 9.04 亿元，占 2015 年全年的 56.72%，毛利率为 11.03%。总体看，公司物流业务种类丰富，物流链较为完整，公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源投放方向，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和利润水平不断增长。

国际货代业务主要从事中国各地与全球各港口之间的国际集装箱海运代理进出口中转业务，为速传供应链的传统业务，包括进出口货物的订舱、装柜、运输、报关及向两端延伸的物流增值服务，以及提供门到门的全程物流服务。2015 年，公司进、出口货代占国际货代业务总量的占比为 10.95%和 89.05%，其中进口货代的主要客户为国内外较为知名的大中型进出口公司或货运代理公司。为应对货代行业发展受限的不利形势，公司积极根据需求细分市场及加强整合上下游资源。

综合物流方面，公司仅有约 10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求，钢材内贸物流约 25%为承接公司贸易业务形成的物流需求，其余约 65%均为承接公司运营的物流园区企业的物流需求以及社会其他客户的需求，客户包括世界 500 强在内的众多跨国公司、国内大型企业，如英博雪津啤酒有限公司、厦工(三明)重型机器有限公司等。

物流业务的结算方式一般采用现结，即完成服务后以现金或银行汇款结算；对于长期合作的客户则在一定信用额度内采用按月结算。

物流服务能力方面，堆场方面，截至 2016 年 6 月底，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 39.11 万平方米，可以全年为客户提供集装箱堆存及吊卸服务。同时公司拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有福建省唯一的现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料，可提供冷冻箱 PTI、冻柜商检，以及 24 小时码头不间断跟踪、监管及维修等各项服务。

表 5 截至 2016 年 6 月底公司自营堆场情况

地理位置	厦门		福州	
	海天港区	海沧港区	马尾青州港区	福清江阴港区
堆场类型	非保税	保税/非保税	非保税	非保税
堆场总面积	115177 平方米	205098 平方米	18165 平方米	52612 平方米
场装面积	37843 平方米	64925.43 平方米	1812 平方米	4420 平方米
修箱场面积	19317 平方米	8272.73 平方米	800 平方米	1200 平方米
冷藏箱插座	120 个	60 个	32 个	24 个

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2016 年 6 月底，公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过 50 万平方米，其中自营仓库面积为 13.65 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海外宝山区、广州黄埔港区及青岛黄岛区。

表 6 截至 2016 年 6 月底公司自营仓库情况

地理位置		仓储面积 (万平方米)	仓库 类型
厦门岛内	保税区	1.88	保税
	高崎	1.06	非保税
	现代物流园区	1.06	非保税
	保税物流园区	0.03	保税
厦门海沧	保税港区	0.64	保税
	海沧港区	0.72	非保税
福州	马尾港区	0.18	保税
	江阴港区	0.44	保税
上海	宝山区	3.90	非保税
广州	黄埔港区	2.88	非保税
青岛	黄岛区	0.86	非保税
合计		13.65	--

资料来源：公司提供

运输服务方面，公司提供包括汽运、航运的一体化的运输服务，在厦门、福州口岸自有拖车 128 部；拥有一条 5000 吨级散货船，并与

国内多家内贸散货、集装箱船公司保持良好的战略合作关系。此外，公司参股厦门现代码头有限公司 12.50% 股权和厦门集装箱码头集团有限公司 10.00% 的股权。其中，厦门现代码头有限公司在象屿保税区二期拥有近 42 万平方米的工业、仓储用地，主要从事散杂货货物码头的建设、营运，设计能力为杂货 420 吨，可靠泊 7 万吨货轮，可为公司物流业务提供一定便利；厦门集装箱码头集团有限公司拥有厦门东渡港区 4#~16#、海沧港区 1#~3#、18#~19# 泊位，以及嵩屿港区 1#~3# 泊位，专用泊位总数共 23 个，岸线总长 6289.22 米，桥吊 143 台，岸线资源涵盖厦门港 10 万吨级以上的集装箱专用泊位，可接泊 1.8 万标箱的超大型集装箱船，年通过能力超过 1000 万标箱，占厦门全港能力的 80%。

3. 物流平台开发运营

公司为进一步拓展供应链策略，近年来积极搭建物流平台，以期实现“货源+可靠仓库+配套物流仓储加工运输”的一条龙服务。截至 2016 年 6 月底，公司主要已投产物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园、五金机电物流集散中心、晋江物流园区、象屿国际物流中心仓储中心和象屿保税区一期的 30 号厂房等，合计占地面积 35.71 万平方米。

表 7 公司物流园区基本情况（单位：平方米）

项目名称	占地面积	服务能力	位置	目前进展
五金机电物流集散中心	63615.00	中心总建筑栋数为 13 幢，总建筑面积为 66528.89 平方米。	厦门	于 2012 年 5 月份投入使用。
晋江物流园区	47432.00	室内仓库 26934.平方米。	晋江	于 2006 年 5 月份投入使用 9105.04 平方米，2007 年 10 月投入使用 13637 平方米，2011 年 8 月投入使用 4192.42 平方米。
上海宝山区罗泾物流园	76752.10	规划建设 5 万平方米仓库和 5 万平方米堆场的钢材仓储交易市场。	上海	整个项目分两期建设，一期 8300 平方米，二期 119500 平方米。项目一期于 2013 年 1 月建成、交付 2013 年 2 月投入使用。二期预计总投资约 5 亿元，暂无建设计划。
福州江阴物流园区	134717.80	7-2#地块为 24934.20 平方米的堆场，9#地块有 3 座仓库共计 8527.78 平方米。8#地一期已建成仓库面积 9516.21 平方米。	福州	包括为 7-2#、8#、9#地块，均已付清全部土地款。其中 7-2#地块上的堆场空置未使用，9#地块上三座仓库共 8527.78 平方米已全部出租。8#地块占地面积 68975.40 平方米，拟分为两期建设，一期仓库建筑面积 9516.21 平方米，投资 1424 万，2014 年 6

				月已经建成，现已全部出租，二期暂无规划。
象屿国际物流仓储中心（29BC 仓库）	18709.20	建筑面积 24277.58 平方米，一栋三层仓库	厦门	2007 年 7 月已建成 24277.58 平方米仓库并投入使用，已全部出租。
30 号厂房	15851.06	建筑面积 11046.51 平方米，两栋均为单层建筑，用于生产、加工、仓储。	厦门	2002 年 7 月建成一期厂房 5964.50 平方米；2007 年 12 月建成二期厂房 5082.01 平方米，已全部出租。
合计	357077.16	--	--	--

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2013~2015 年，由于公司商品贸易放宽采用信用证及汇票方式进行结算，公司销售债权周转次数呈下降趋势，三年加权平均值为 25.41 次，2015 年为 23.43 次；公司存货周转次数有所波动，2015 年为 12.55 次；由于固定资产与在建工程规模的增长，公司总资产周转次数呈波动下降趋势，三年加权平均值为 2.67 次，2015 年为 2.56 次。总体看，公司经营效率尚可。

5. 在建工程

公司在建项目主要为 3 个象屿农产仓储项目，总投资合计 34.14 亿元。

富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目分为两部分：①建设规模为 150 万吨粮食储备库，包括 34 栋钢板平房仓、592 个简易立筒仓；配套建设日烘干能力 1000 吨的粮食烘干塔 12 台；120 吨地中衡（5 台）及原粮收购室；配件库房、五金库房及综合配套车间等附属设施。②建设规模为 195 万吨粮食仓储库，包括 59 栋粮食仓储库（含 51 栋收纳仓、8 栋钢板平房仓）；日烘干粮食 1000 吨的烘干塔 8 台；18000 平方米的办公、生活楼及其他公共配套设施。截至 2016 年 6 月底，已投资 94.87%，主体项目已完工，目前处于验收阶段。

北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目根据粮库的功能定位，粮库将形成固定仓容 56.44 万吨，同时具备粮食烘干、仓储、中转及

深加工能力。项目占地面积 598463.8 平方米，主要土建包括生产设施、生产辅助及公用配套设施、行政管理与生活服务设施和总图工程，截至 2016 年 6 月底已投资 94.50%。绥化金谷 60 万吨粮食仓储物流项目，项目总占地 70 万平方米，总投资 4.93 亿元，建设 60 万吨粮食储备库及物流配套和综合配套设施，截至 2016 年 6 月底已投资 75.13%。

除此之外，公司拟建项目还包括：①绥化金谷 41 万吨粮食仓储物流项目，项目总建设投资 20500 万元，建仓规模为 41 万吨，新建项目为砖结构平房仓 13 栋，单仓容量 3.32 万吨，设计总仓容 43.16 万吨，以散粮方式收储和发运粮食；目前已陆续开展相关工作。②富锦金谷铁路发放系统项目，项目总建设投资为 44351 万元，建设主要包括 2.5 万吨立筒库暂存仓，并配套建设铁路卸粮坑、汽车卸粮坑、输送栈桥等辅助设施工程。③富锦金谷 80 万吨罩棚项目，该项目总建设投资为 13500 万元，项目规划建设用地 236.58 万平方米，在前期建设的基础上扩建仓容 80 万吨，建设 20 栋罩棚仓，同时建设配套的箱式变压器（1000KVA）4 套等生产辅助设施，以完善库区功能。

截至 2016 年 6 月底，公司在建项目已投资 31.40 亿元，2016 年 7-12 月计划投资 2.74 亿元，公司拟建项目未来计划投资总额为 7.84 亿元，公司未来资金压力尚可。

表 8 截至 2016 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	投资进度	截至 2016 年 6 月底已投资	2016 年 7-12 月计划投资	2017 年计划投资
富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目	229235.00	94.87%	217468.00	11767.00	--
北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目	62948.00	94.50%	59512.00	3436.00	--
绥化金谷 60 万吨粮食仓储物流项目	49251.00	75.13%	37005.00	12246.00	--
合 计	341434.00	--	313985.00	27449.00	--

资料来源：公司提供。

注：富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目、北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目、绥化金谷 60 万吨粮食仓储物流项目主体项目已完工。

6. 重大事项

2014 年 11 月，公司非公开定向发行人民币普通股（A 股）1.76 亿股，每股面值 1 元，每股发行价格 9.75 元（其中象屿集团认购 0.53 亿股），募集资金总额为 17.20 亿元，用于增资象屿农产及补充流动资金。增资款用于象屿农产依安粮食仓储物流中心项目及开展粮食种植合作与服务项目。2015 年 12 月，公司非公开定向发行发股票 1.35 亿股（其中象屿集团认购 0.13 亿股），发行价格 11.15 元/股，募集资金总额 15.00 亿元，用于富锦 195 万吨粮食仓储及物流项目及补充流动资金。

两次增发成功，公司资本实力稳步提升，资金压力有所缓解。目前募投项目均已投产，象屿农产已具备完整开展粮食供应链业务的资产能力，同时资产与业务的统一管理运营，也有利于象屿农产后续业务的拓展。总体看，公司粮食供应链业务盈利情况良好，其业务规模的进一步扩大，有利于公司整体盈利能力的提升。

7. 未来发展

公司将定位为供应链管理、投资、运营服务商，继续以“创造流通价值，服务企业成长”为经营宗旨，立足供应链，服务产业链，为供应链条上的产业型客户提供从原辅材料与半成品的采购供应直至产成品的分拨配送之间的全价值链流通服务，对全过程的商流、物流、资金流以及信息流进行系统、完善的计划、组织、协调、控制，协助制造和流通企业全方位打造供应链核心竞争力。

未来五年，公司将坚持内涵式发展与外延式扩张并举，强化资本运作能力；加快供应链业务转型，推动供应链“5+N”扩张以及产业链上下游延伸拓展；夯实农业全产业链的供应链服务能力，构建生态圈，推进 O2O 平台搭建；在配套供应链基础上，实现物流地产平台业务产业化、合作式、轻重结合式、平台式发展；通过技术创新提升专业服务能力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年公司提供的财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计（出具标准无保留的审计意见）。公司 2016 年上半年财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2013 年公司纳入合并报表范围的子公司包括厦门象屿物流集团有限责任公司、黑龙江象屿农业物产有限公司、嫩江象屿农产有限公司等 45 家子公司；2014 年纳入合并报表范围的子公司较 2013 年增加 21 家；2015 年纳入合并报表范围的公司较 2014 年增加 16 家。2016 年 1~6 月，公司纳入合并报表范围的公司较 2015 年增加 2 家。总体看，公司新增企业规模均不大，对公司财务数据影响不大。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 260.98 亿元，所有者权益 89.93 亿元（含少数股东权益 29.56 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 599.23 亿元，利润总额 5.86 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总

额 304.38 亿元，所有者权益 82.77 亿元（含少数股东权益 20.93 亿元）；2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 496.04 亿元，利润总额 3.25 亿元。

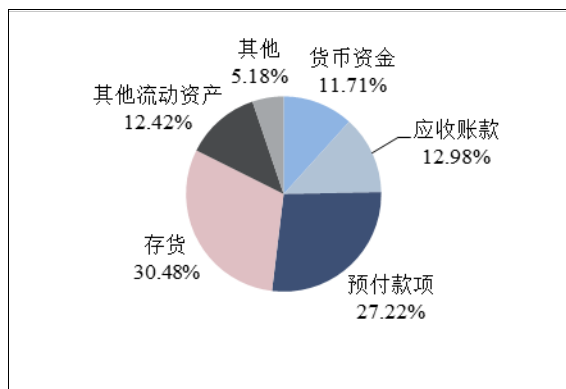
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模不断扩大，年均复合增长 40.58%，主要是由于公司近年来扩大业务规模，应收账款、存货其他流动资产和固定资产等不断增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额 260.98 亿元，其中流动资产占 71.04%，非流动资产占 28.96%，流动资产比重较 2014 年底下降 10.89 个百分点，公司资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产保持快速增长，年均复合增长 30.11%。截至 2015 年底，公司流动资产 185.40 亿元，同比增长 8.82%，主要由货币资金（占 11.71%）、应收账款（占 12.98%）、预付款项（占 27.22%）、存货（占 30.48%）和其他流动资产（占 12.42%）构成。

图 3 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 64.81%。截至 2015 年底，公司货币资金为 21.71 亿元，同比增长 169.43%，主要是农产收粮回款、收到定增款项以及信用证保证金增加所致，构成以银行存款（占 89.36%）为主，其中受限资金 2.44 亿元，占比不大。

2013~2015 年，公司应收账款保持快速增长，年均复合增长 55.94%，主要是公司业务规

模扩大，信保赊销和国际信用证结算的业务增加所致。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 24.68 亿元，同比略有下降；其中前五名合计占比 30.70%，应收账款集中度尚可；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 22.57 亿元中，1 年以内的占 92.06%，账龄短，公司共计提坏账准备 0.61 亿元；截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 24.07 亿元。

2013~2015 年，公司预付款项有所波动，年均下降 3.56%。公司预付款项主要为象屿农业的粮食收储款，截至 2015 年底，预付款项为 50.46 亿元，同比下降 45.90%，主要由于象屿农产粮食收储业务预付款减少所致；其中账龄在 1 年以内的占 96.47%，账龄短。截至 2015 年底，预付账款中前五名合计占比 28.53%。

公司其他应收款主要为重大存货往来诉讼纠纷转入款、押金保证金等。2013~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 36.00%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 7.89 亿元，同比增长 31.08%。前五名欠款单位占总额 23.84%，集中度一般；公司共计提坏账准备 2.35 亿元，计提比例为 22.92%。

2013~2015 年，公司存货保持快速增长，年均增长 39.34%。截至 2015 年底，公司存货为 56.52 亿元，同比增长 59.81%，主要是供应链业务延伸、业务规模扩大增加储备所致。截至 2015 年底，公司存货中库存商品占 99.43%；存货跌价准备为对库存商品和原材料的计提，合计 0.76 亿元，计提比例为 1.33%，计提比例较低。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 23.03 亿元，同比大幅增加 21.48 亿元，主要为下属子公司象屿小贷增加委贷资金所致，2015~2016 粮食收购季，象屿农产通过象屿小贷向 143 位收粮合作方提供总额度 16.02 亿元的委托贷款，每个合作方额度不超过 1200 万元人民币，贷款期限从 2015 年 10 月至 2016 年 4 月，截至 2016 年 4 月 15 日，所有发放给收粮合作方的委托贷款款项均已还清。

非流动资产

2013~2015年,公司非流动资产快速增长,年均复合增长 83.07%。截至 2015 年底,公司非流动资产为 75.58 亿元,主要由长期股权投资(占 11.08%)、投资性房地产(占 10.19%)、固定资产(占 44.99%)和无形资产(占 12.66%)构成。

公司长期股权投资主要为对物流、码头等行业的合营、联营企业的投资。2013~2015 年,公司长期股权投资有所增长,年均复合增长 14.20%。截至 2015 年底,公司长期股权投资为 8.37 亿元,公司主要长期股权投资见下表;2015 年公司获得现金股利 0.19 亿元,来自厦门集装箱码头集团有限公司。

表9 2015年底公司主要长期股权投资明细
(单位: %、万元)

被投资单位名称	持股比例	账面价值	核算方式
厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	74127.36	权益法
厦门现代码头有限公司	12.50	5587.06	权益法
富锦象屿金谷生化科技有限公司	25.19	3361.01	权益法
中机象屿农业科技发展有限公司	31.00	642.99	权益法
Superpen Forests Limited	50.00	18.25	权益法
合计	--	83736.68	--

资料来源:公司审计报告

公司投资性房地产为已出租的土地使用权和建筑物。2013~2015 年,公司投资性房地产小幅波动,年均复合增长 1.96%。截至 2015 年底,公司投资性房地产账面原值 8.90 亿元,其中房屋建筑物和土地使用权分别占比 59.72%和 40.28%;累计折旧及摊销 1.20 亿元,账面净值为 7.70 亿元,同比下降 2.77%。

2013~2015 年,公司固定资产大幅增长,年均增长率为 241.21%。截至 2015 年底,公司固定资产原值为 36.84 亿元,同比增长 134.31%,主要是下属子公司仓储设施项目达到可使用状态结转所致;公司固定资产主要为房屋建筑物(占 75.39%)、构筑物及其他设施(占

10.68%)、机器设备(占 8.77%)和运输工具(占 3.89%);累计折旧为 2.84 亿元,固定资产净值为 34.00 亿元。

2013~2015 年,公司在建工程规模大幅增长。截至 2015 年底,公司在建工程¹5.55 亿元,主要包括富锦金谷 150 万吨粮储及物流项目(年末余额 3.16 亿元)、富锦金谷 195 吨粮储及物流项目附属工程(年末余额 0.97 亿元)和富锦金谷 25 万吨粮储及物流项目(年末余额 0.39 亿元)等。

2013~2015 年,公司无形资产快速增长,年均复合增长 65.25%。截至 2015 年底,公司无形资产原值合计 10.39 亿元,同比增长 90.22%,主要系下属子公司新增粮食仓储设施项目相关的土地所致;无形资产中,土地使用权占 97.93%;公司无形资产累计摊销 0.82 亿元,账面价值为 9.57 亿元。

截至 2015 年底,公司其他非流动资产大幅增加至 7.30 亿元,主要是下属子公司预付的投资保证金增加 6.82 亿元所致。

截至 2016 年 6 月底,公司资产总额为 304.38 亿元,较 2015 年底增长 16.63%,流动资产占比为 72.72%,非流动资产占比为 27.28%,仍以流动资产为主,公司资产结构较 2015 年底保持稳定。截至 2016 年 6 月底,公司应收账款为 35.99 亿元,较 2015 年底增长 49.55%,主要是由于业务规模扩大,赊销业务及信用证结算增加以及象屿农产及其子公司应收仓储补贴款增加所致;其他应收款为 11.49 亿元,较 2015 年底增长 45.65%,主要是由于当期结合套保头寸增加期货保证金所致;存货为 86.93 亿元,较 2015 年底增长 53.81%,增加部分主要是库存商品,主要是由于产品供应链业务发展较快,储备的库存商品也相应增加较多,具体包括化工、金属材料及矿产品和汽车等产品;其他流动资产为 13.08 亿元,较 2015

¹ 财务口径在建工程期末余额与经营分析中在建工程已投资规模差异较大,主要是由于财务口径内,富锦金谷 150 万吨粮储及物流项目、富锦金谷 170 万吨粮储及物流项目和备案金谷标准化粮食储备仓建设项目 2015 年合计增加 23.13 亿元金额已有 19.90 亿元转入固定资产。

年底下降 43.22%，主要是由于象屿小贷收回到期委托贷款资金所致，截至 2016 年 6 月底，其他流动资产主要包括待抵扣进项税 4.23 亿元、贷款业务 3.45 亿元和理财产品 4.74 亿元；公司在建工程为 1.30 亿元，较 2015 年底下降 76.55%，主要是由于子公司富锦金谷粮食仓储设施项目转固所致。

总体看，近年来随着供应链服务的不断完善以及粮食收储业务的逐步扩大，公司资产总额大幅增长，资产以流动资产为主，流动资产中存货、粮食代收预付款以及小额贷款占比大，占用资金明显；非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大；公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 108.59%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 89.93 亿元（其中少数股东权益 29.56 亿元），同比增长 65.32%，主要来自于资本公积和少数股东权益的增长。归属于母公司权益中，股本占 19.39%、资本公积占 58.09%、未分配利润占 21.67%。

2013~2015 年，公司股本逐年增长，主要是由于：2014 年 11 月根据《关于核准厦门象屿股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2014]1030 号）核准，公司非公开发行股票 1.76 亿股，公司注册资本从 8.60 亿元增至 10.36 亿元；根据公司 2015 年 4 月 15 日召开的 2015 年第一次临时股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会出具《关于核准厦门象屿股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]254 号）核准，公司非公开发行股票 1.35 亿股，公司注册资本从 10.36 亿元增至 11.71 亿元。

2013~2015 年，公司资本公积大幅增长，年均复合增长率为 353.51%，截至 2015 年底为 35.07 亿元，同比增长 108.13%，主要是公司非

公开发行股票募集资金扣除发行费用后的资本溢价以及下属子公司收到粮食仓储设施项目的补助资金从专项应付款转入资本公积所致。

2013~2015 年，公司少数股东权益持续增长，截至 2015 年底为 29.56 亿元，同比增长 77.31%，主要由于引入基金以及政府补助转入资本公积后，公司按持股比例确认享有的少数股东权益增加所致。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益为 82.77 亿元（其中少数股东权益 20.93 亿元），较 2015 年底下降 7.97%，主要是由于归还少数股东建信资本的资本金，引起少数股东权益较 2015 年底下降 29.18%。总体看，公司所有者权益结构稳定性尚可。

负债

2013~2015 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 23.92%。截至 2015 年底，公司负债合计 171.05 亿元，其中流动负债占 97.13%，非流动负债占 2.87%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 24.15%，主要系短期借款和应付账款的增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债为 166.13 亿元，同比增长 10.65%，以短期借款（占 51.04%）、应付票据（占 11.67%）和应付账款（占 17.64%）为主。

2013~2015 年，公司短期借款逐年增长，年均增长 19.10%。截至 2015 年底，短期借款为 84.79 亿元，同比增长 24.63%，主要系由于物流供应链及农产供应链业务全面扩张，导致流动资金需求大幅增加所致。公司短期借款由信用借款（占 3.54%）、保证借款（占 89.29%）和贸易融资借款（占 7.17%）构成。

截至 2014 年底，公司新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 14.03 亿元，全部为持有的黄金租赁合约的本金及公允价值浮动盈利。公司黄金租赁主要系与银行按照黄金租借确认书约定借金金额和数量，通过金交所电子账户直接择机卖出黄金，到期归还相应

金额，其实质是一种融资行为，利率低于银行贷款，公司对租借的黄金大部分会采用与银行签订远期交割协议，锁定到期日需要还金的数量和金额的方式来对冲黄金价格波动风险，每月底时根据金交所的市价及期货价格的差异，确认公允价值变动损益。截至 2015 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 8.79 亿元，同比下降 37.32%。

2013~2015 年，公司应付票据有所波动，年均复合增长 19.86%。截至 2015 年底，公司应付票据为 19.39 亿元，构成以银行承兑汇票为主。

2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 47.50%，截至 2015 年底，公司应付账款 29.30 亿元，其中 1 年以内的占 99.10%，账龄短。公司预收款项主要是货款，2013~2015 年，公司预收款项快速增长，截至 2015 年底，预收账款为 17.78 亿元，同比增长 46.15%；其中 1 年以内的占 96.79%，账龄短。

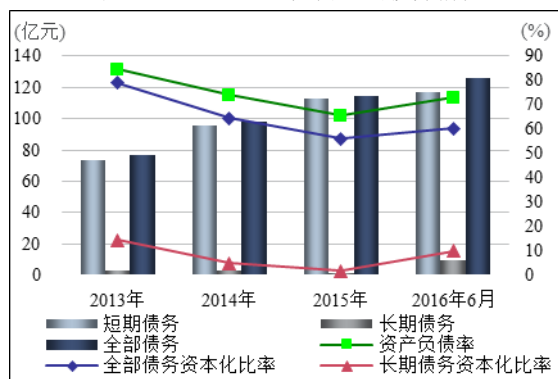
2013~2015 年，公司其他应付款波动较大，年均复合下降 49.74%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 2.37 亿元，主要是押金保证金、原夏新重组相关债务和往来款，前五名占 18.42%。

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 4.92 亿元，主要为长期借款和递延收益。截至 2015 年底，公司长期借款为 1.65 亿元，同比下降 42.91%，主要是归还部分长期借款所致；公司递延收益合计 2.26 亿元，同比大幅增长，主要是下属子公司收到粮食仓储设施项目的补助资金增加所致。

2013~2015 年，公司有息债务快速增长，年均复合增长 22.18%。截至 2015 年底，公司全部债务为 114.72 亿元，其中短期债务占 98.56%，长期债务占 1.44%。2013~2015 年，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均呈逐年下降态势，三年加权平均值分别为 71.79%、63.10%和 5.30%，截至

2015 年底，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 65.54%、56.06%和 1.80%。

图4 2013~2016年6月公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至 2016 年 6 月底，公司负债总额为 221.61 亿元，较 2015 年底增长 29.56%，主要来自应付账款、预收款项及长期借款的增加。截至 2016 年 6 月底，公司应付账款为 50.99 亿元，较 2015 年底增长 74.02%，预收款项为 26.39 亿元，较 2015 年底增长 48.41%，均是由于业务规模扩大，应付供应商款项和应付未到期信用证增加以及预收客户货款和保证金增加所致。

截至 2016 年 6 月底，公司短期债务为 116.52 亿元，较 2015 年底增长 3.05%；长期债务由 2015 年底的 1.65 亿元大幅增长至 9.28 亿元，主要来自长期借款的增长，受此影响，公司全部债务较 2015 年底增长 9.66%至 125.80 亿元。截至 2016 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.81%、60.32%和 10.08%，较 2015 年底分别提升 7.27 个、4.26 个和 8.28 个百分点，公司债务负担有所加重。

总体看，近年来公司不断扩大粮食代收以及供应链服务业务，粮食代收业务在产季有一定的资金占用，资金需求推高债务水平，公司负债规模快速增长，有息债务以短期债务为主，债务负担重。

4. 盈利能力

2013~2015 年, 公司营业收入持续增长, 年均复合增长 30.10%。2015 年, 公司实现营业收入 599.23 亿元, 同比增长 23.85%; 2013~2015 年, 公司营业成本持续增长, 年均复合增长 29.03%, 略低于营业收入的增长速度, 2015 年, 营业成本为 576.39 亿元, 同比增长 23.29%。

2013~2015 年, 公司期间费用快速增长, 年均增长 53.43%, 增长主要来自有息债务规模扩大所带来的财务费用上涨, 近三年期间费用占营业收入的比重逐年增长, 2015 年为 3.41%, 对利润侵蚀大。

2013~2015 年, 公司投资收益不断增长, 三年分别为 4.29 亿元、4.97 亿元和 5.67 亿元。2015 年, 公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益 0.37 亿元、处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 1.38 亿元和合作种植收粮收益 3.82 亿元, 其中合作种植收益为象屿农产围绕粮食供应链业务在黑龙江与当地农户及粮食收购单位展开的粮食种植合作以及粮食收购合作取得的分成收益。2013~2015 年投资收益占营业利润的比重分别为 187.22%、118.50%和 110.65%, 对利润贡献大。

2013~2015 年, 公司营业外收入分别为 0.40 亿元、0.96 亿元和 0.79 亿元, 主要为政府补助和违约赔偿收入等。

2013~2015 年, 公司利润总额快速增长, 三年分别为 2.57 亿元、5.14 亿元和 5.86 亿元。从盈利指标看, 2013~2015 年, 公司营业利润率持续增长, 总资本收益率和净资产收益率持续下降; 2015 年, 三项指标分别为 3.72%、4.96%和 5.14%。

2016 年 1~6 月, 公司实现营业收入 496.04 亿元, 为 2015 年全年的 82.78%, 同比增长 87.78%, 同期营业成本为 482.06 亿元, 为 2015 年的 83.63%, 同比增长 91.18%。非经常性变动损益方面, 公允价值变动损益为 -1.76 亿元, 主要系期货合约浮亏增加所致; 获得投资收益

0.05 亿元, 同比下降 97.38%, 主要是由于当期合作种植业务收益减少和套期保值业务亏损增加所致; 营业外收入 1.06 亿元, 主要系违约金收入和政府补助增加所致。公司实现利润总额 3.25 亿元, 为 2015 年的 55.53%, 公司营业利润率为 2.76%, 较 2015 年下降 0.96 个百分点。

总体看, 公司营业收入持续增长, 期间费用控制能力一般, 主营业务盈利能力较弱, 粮食收储业务带来的投资收益为公司重要的利润来源。

5. 现金流及保障

经营活动方面, 2013~2015 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入量持续增长, 2015 年分别为 664.37 亿元和 668.06 亿元, 年均复合增长率分别为 30.44%和 30.45%。从收入实现能力看, 2013~2015 年, 公司现金收入比略有增长, 分别为 110.29%、110.43%和 110.87%, 收入实现质量较好。2013~2015 年, 公司收到其他与经营活动有关的现金有所波动, 主要包括收到的政府补助、收到的银行利息收入及其他经营往来净收入等, 2015 年为 2.43 亿元, 同比下降 65.39%, 主要由于代收代垫款及押金保证金较同期有所下降所致。2013~2015 年, 公司购买商品、接受劳务支付的现金及经营活动现金流出量增长较快, 2015 年分别为 615.02 亿元和 638.83 亿元, 年均复合增长率分别为 19.56%和 20.58%。2015 年, 公司支付其他与经营活动有关的现金为 14.41 亿元, 主要为期间费用付现及支付的代收代垫款保证金押金等。随着公司农产品供应链业务的展开, 公司经营性现金流季节性波动较大, 四季度及一季度为收粮高峰, 故经营性支出较高, 2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流净额分别为 -46.80 亿元、-48.05 亿元和 29.23 亿元。

投资活动方面, 2013~2015 年, 公司投资活动现金流入年均复合增长 161.45%, 2015 年为 19.35 亿元, 同比增长率高达 733.08%, 主要

是取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金大幅增长所致，构成以取得投资收益收到的现金（占 34.84%）和收到其他与投资活动有关的现金（占 58.55%）为主。近三年公司投资活动现金流出年均复合增长 364.18%，2015 年为 41.87 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（30.20 亿元），主要为下属子公司粮食仓储设施项目的建设，其资金来源主要为非公开发行股票募集的资金、项目贷款、政府补贴等。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金净额分别为 0.89 亿元、-13.43 亿元和 -22.52 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -45.92 亿元、-61.48 亿元和 6.71 亿元，在建及拟建工程未来投资规模不大，但考虑到公司农产品供应链以及贸易业务日常运营资金需求较大，公司对外融资需求持续存在。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 197.00 亿元、382.80 亿元和 259.77 亿元，公司筹资活动现金流入主要为银行借款，规模波动增长；筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付现金；近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 46.74 亿元、62.13 亿元和 5.96 亿元。

2016 年 1~6 月，公司现金收入比上升至 111.89%；公司经营活动产生的现金净额为 13.97 亿元；当期投资支付的现金为 14.00 亿元，主要系当期理财款项、委托贷款、套保期货保证金支出以及对大连橡塑的股权投资，致使投资活动产生的现金流量净额为 -11.18 亿元，筹资活动现金流量净额为 -1.55 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，但由于农产品供应链业务的展开以及贸易规模的扩张，公司经营活动净现金流波动较大，对外融资需求持续存在。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，随着短期债务的增长，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率波动

增长，加权平均值分别为 110.16% 和 80.68%，截至 2015 年底分别为 111.59% 和 77.58%；截至 2016 年 6 月底，公司两项指标分别为 107.56% 和 65.32%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比率分别为 -43.42%、-32.00% 和 17.59%。考虑到公司短期有息债务快速上升且规模大，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 5.51 亿元、12.27 亿元和 12.73 亿元，同期 EBITDA 利息倍数波动增长，三年分别为 2.33 倍、1.91 倍和 2.25 倍；全部债务/EBITDA 倍数波动下降，分别为 13.94 倍、8.01 倍和 9.01 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年 6 月底，公司无对外担保。根据公司发布的《厦门象屿股份有限公司重大诉讼公告》，截至 2016 年 3 月 2 日，公司过去连续 12 个月诉讼累计发生额 3.58 亿元（其中涉及金额 1000 万元以上诉讼案件的基本情况详见附件 1-3），公司针对上述诉讼已计提坏账准备和存货跌价准备合计 0.44 亿元，考虑到公司未决诉讼较多，款项回收存在一定不确定性。

截至 2016 年 6 月底，公司共获得银行授信 448.94 亿元，尚未使用额度 237.11 亿元，间接融资渠道畅通；公司（股票代码：SH.600057）为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1035020600178260M），截至 2016 年 9 月 21 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 76 笔不良和关注类贷款、147 类贸易融资关注类贷款、7 笔关注类票据贴现、122 笔关注类银行承兑汇票、255 笔关注类信用证和 2 笔关注类保函。上述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破产重整前未偿还债务，与公司无关；2011年以来，公司无任何不良信息，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

8. 抗风险能力

公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道等方面具备优势。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为10亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，占2016年6月底全部债务和长期债务的7.95%和107.76%，对公司现有债务有一定影响。

以公司2016年6月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至73.67%、62.13%和18.89%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，公司实际的资产负债率和全部债务资本化比率可能低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为39.26倍、54.15倍和66.81倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强；经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障分别为-4.68倍、-4.81倍和2.92倍，经营活动现金流量金额对本期中期票据保障能力有所改善。

2013~2015年，公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数分别为0.55倍、1.23倍和1.27倍，EBITDA对本期中期票据保障程度一般。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强，但经营活动现金流量净

额及EBITDA对本期中期票据保障程度一般。

十、结论

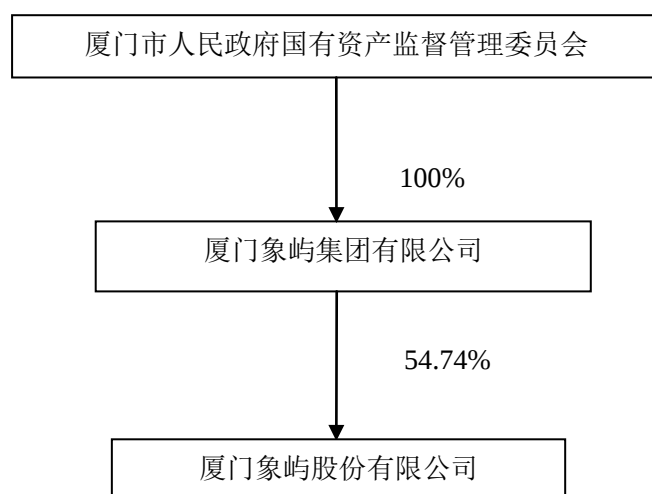
公司为厦门市供应链管理与服务企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力、政府支持等方面具备的优势。近年来，公司在东北产区新增粮食代收储业务，同时不断完善多种产品供应链服务能力，业务规模不断扩大。

近年来公司资产总额整体大幅增长，流动资产中粮食代收预付款占比大，占用资金明显，资金需求不断推高债务水平，整体债务负担重。合作种粮业务等投资收益对公司利润贡献大。考虑到在建及拟建工程未来投资规模不大，但受经营特点影响，融资需求将持续存在。未来，随着公司供应链业务的不断完善、仓储物流基地的逐步投产以及业务转型的逐渐推进，公司盈利能力有望得到提高。

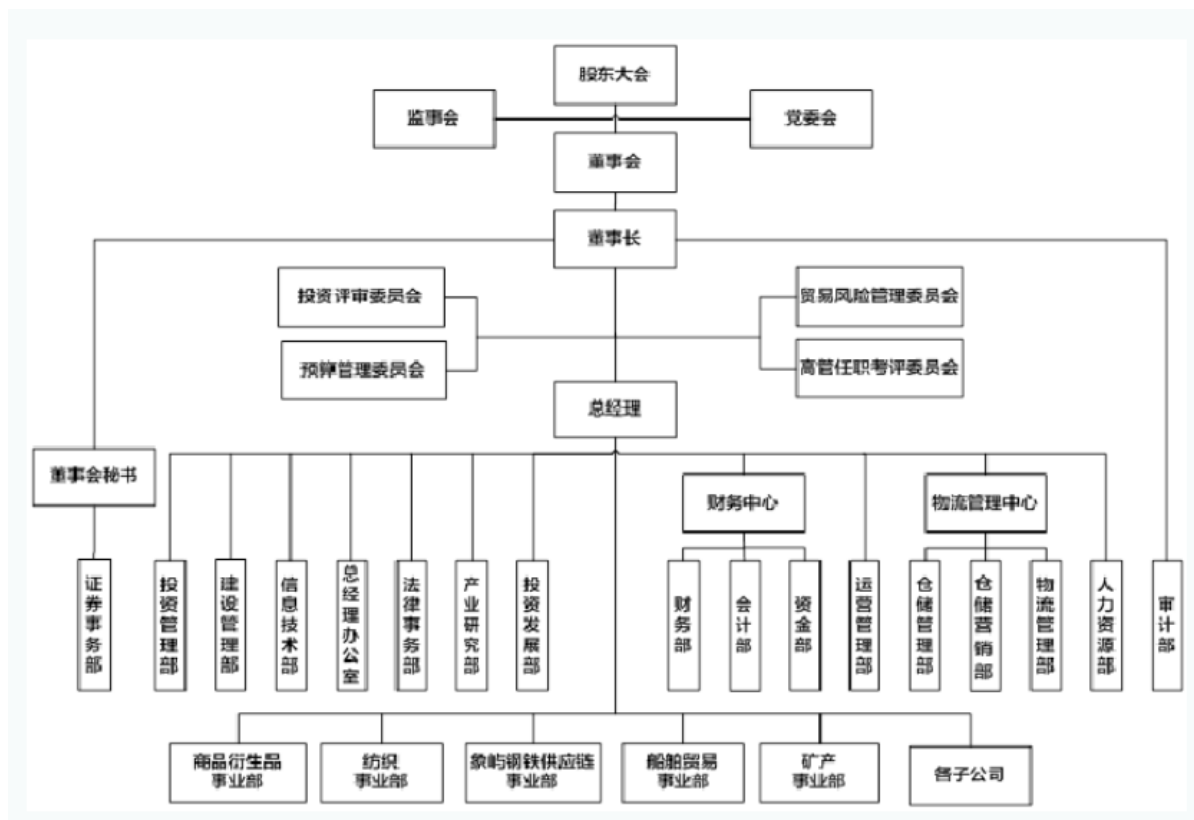
本期中期票据的发行对现有债务有一定影响。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

综合分析，公司主体信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 截至 2016 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 6 月底公司组织结构图



附件 1-3 公司主要或有负债及相关事项的进展情况

截至 2016 年 3 月 2 日，涉及金额 1000 万元以上诉讼案件的基本情况如下：

1. 泉州象屿物流园区开发有限公司为厦门海投经济贸易有限公司保管的钢材货物被何志中及其实际控制的三明市通运贸易有限公司、三明市和佳贸易有限公司非法拉走，导致泉州象屿物流园区开发有限公司向厦门海投经济贸易有限公司赔偿货物损失 972 万元，泉州象屿物流园区开发有限公司在三明市中级人民法院提起诉讼，要求何志中、三明市通运贸易有限公司、三明市和佳贸易有限公司承担侵权责任，赔偿泉州象屿物流园区开发有限公司损失（含利息）1052 万元。案件受理案号为（2015）三民初字第 330 号。一审判决三被告连带赔偿损失（含利息）1052 万元，上述判决已生效将申请强制执行。
2. 厦门速传物流发展股份有限公司代理天津索朗德清洁能源科技有限责任公司进口货物，因天津索朗德清洁能源科技有限责任公司未能依约付款，厦门速传物流发展股份有限公司向厦门市湖里区人民法院提起诉讼，要求天津索朗德清洁能源科技有限责任公司支付拖欠货款、资金占用费及逾期付款违约金计 1995 万元，天津宝鑫通进出口有限公司承担连带清偿责任。案件受理案号为（2015）湖民初字第 3634 号。该案已查封两被告银行账户。一审判决天津索朗德清洁能源科技有限责任公司支付代垫货款、资金占有费及逾期付款违约金，天津宝鑫通进出口有限公司承担连带保证责任；天津宝鑫通进出口有限公司已对一审判决提起上诉，二审尚未开庭。
3. 福建兴大进出口贸易有限公司将货物交由河南中外运久凌储运公司仓储保管，后保管单位拒绝交付相应货物，福建兴大进出口贸易有限公司向厦门市中级人民法院提起诉讼，要求河南中外运久凌储运公司交付货物或赔偿损失 9998 万元，中外运久凌储运有限公司承担连带清偿责任。案件受理案号为（2015）厦民初字第 1446 号，该案已查封河南中外运久凌储运公司银行账户及不动产，尚未开庭。
4. 厦门象屿物流集团有限责任公司向厦门市湖里区人民法院提起诉讼，要求陈锦延、厦门吉特金属复合材料有限公司、厦门艺嘉进出口有限公司、许耀秦承担保证责任，并向厦门象屿物流集团有限责任公司支付债务人拖欠货款、逾期付款违约金计 1022 万元。案件受理案号为（2015）湖民初字第 6948 号，该案已查封厦门艺嘉进出口有限公司银行账户及轮候查封厦门吉特金属复合材料有限公司、许耀秦不动产，尚未开庭。
5. 上海闽兴大国际贸易有限公司向天津天铁冶金集团商贸有限公司采购货物，因天津天铁冶金集团商贸有限公司未能依约交货，上海闽兴大国际贸易有限公司向上海市黄浦区人民法院提起诉讼，要求天津天铁冶金集团商贸有限公司返还货款并支付资金占用费计 2297 万元。案件受理案号为（2015）黄浦民二（商）初字第 1118 号，该案已查封天津天铁冶金集团商贸有限公司银行账户，尚未开庭。
6. 厦门成大进出口贸易有限公司向上杭建润电业有限公司供货，因上杭建润电业有限公司未能依约付款，厦门成大进出口贸易有限公司向厦门市湖里区人民法院提起诉讼，要求上杭建润电业有限公司支付货款及逾期付款违约金计 1034 万元，张天生、刘玉珍承担连带清偿责任。案件受理案号为（2015）湖民初字第 7748 号，该案已查封上杭建润电业有限公司、张天生不动产，尚未开庭。
7. 大连象屿农产有限公司向嘉兴市天昌贸易有限公司供应货物，同时嘉兴市金茂宾馆有限公司为嘉兴市天昌贸易有限公司履约向大连象屿农产有限公司提供不动产抵押担保，因嘉兴市天昌贸易有限公司单方通知大连象屿农产有限公司解除合同，大连象屿农产有限公司向大连市中级人民法院起诉嘉兴市天昌贸易有限公司及嘉兴市金茂宾馆有限公司，要求确认嘉兴市天昌贸易有限公司单方通知解除合同无效，争议的合同金额约 5103 万元。案件受理案号为（2015）大民三初字第 00449 号，该案尚未开庭。
8. 上海广粮实业有限公司向厦门市中级人民法院起诉厦门速传物流发展股份有限公司，要求解除双方签订的代理进口合同，厦门速传物流发展股份有限公司返还保证金、赔偿预期收益、赔偿其他损失计 2000 万元。案件受理案号为（2015）厦民初字第 1688 号，该案尚未开庭。
9. 厦门象屿物流集团有限责任公司向厦门市湖里区人民法院提起诉讼，要求中国人民财产保险股份有限公司厦门市分公司支付保险赔偿金、逾期利息计 1375 万元。案件受理案号为（2016）闽 0206 民初 1149 号，该案尚未开庭。

10. 厦门速传物流发展股份有限公司代理连云港沃利贸易有限公司进口货物，因连云港沃利贸易有限公司未能依约付款，厦门速传物流发展股份有限公司向厦门市湖里区人民法院提起诉讼，要求连云港沃利贸易有限公司支付拖欠货款、费用、利息及逾期付款违约金计 1028 万元，吴国煌、吴阿财承担连带清偿责任。案件受理案号为（2016）闽 0206 民初 1244 号，该案尚未开庭。
11. 厦门速传物流发展股份有限公司向厦门市中级人民法院提起诉讼，要求厦门旭庄进出口有限公司支付货款、费用及利息等损失计 5168 万元，茂名旭庄贸易有限公司、纪华龙、纪华玉、林少强、方丽宁相应承担连带清偿责任。案件受理案号为（2016）闽 02 民初 297 号，该案尚未开庭。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.05	9.19	23.13	22.71
资产总额(亿元)	132.06	207.93	260.98	304.38
所有者权益(亿元)	20.67	54.40	89.93	82.77
短期债务(亿元)	73.38	95.40	113.07	116.52
长期债务(亿元)	3.48	2.89	1.65	9.28
全部债务(亿元)	76.86	98.29	114.72	125.80
营业收入(亿元)	354.02	483.84	599.23	496.04
利润总额(亿元)	2.57	5.14	5.86	3.25
EBITDA(亿元)	5.51	12.27	12.73	--
经营性净现金流(亿元)	-46.80	-48.05	29.23	13.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.53	25.77	23.43	--
存货周转次数(次)	15.05	14.50	12.55	--
总资产周转次数(次)	3.55	2.85	2.56	--
现金收入比(%)	110.29	110.43	110.87	111.89
营业利润率(%)	2.11	3.27	3.72	2.76
总资本收益率(%)	5.18	6.54	4.96	--
净资产收益率(%)	13.02	6.53	5.14	--
长期债务资本化比率(%)	14.41	5.04	1.80	10.08
全部债务资本化比率(%)	78.81	64.37	56.06	60.32
资产负债率(%)	84.35	73.84	65.54	72.81
流动比率(%)	101.59	113.47	111.59	107.56
速动比率(%)	74.59	89.91	77.58	65.32
经营现金流动负债比(%)	-43.42	-32.00	17.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	1.91	2.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.94	8.01	9.01	--

注：2016 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 主要计算指标的计算公式(新准则)

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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

厦门象屿股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。厦门象屿股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，厦门象屿股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注厦门象屿股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现厦门象屿股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如厦门象屿股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送厦门象屿股份有限公司、主管部门、交易机构等。

