跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1313 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“17象屿股份MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月五日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

厦门象屿股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
*17 象屿股份 MTN001[1]	10 亿元	2017/04/12-2022/04/12	AA+	AA+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 5 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.19	23.13	23.42	53.71
资产总额(亿元)	207.93	260.98	339.10	513.68
所有者权益(亿元)	54.40	89.93	110.00	118.66
短期债务(亿元)	115.40	113.07	130.46	240.67
长期债务(亿元)	2.89	1.65	7.20	8.88
全部债务(亿元)	118.29	114.72	137.66	249.55
营业收入(亿元)	483.84	599.23	1190.67	403.46
利润总额(亿元)	5.14	5.86	8.06	2.49
EBITDA(亿元)	12.27	12.37	15.80	--
经营性净现金流(亿元)	-48.05	29.23	22.22	-82.80
营业利润率(%)	3.27	3.72	3.29	2.13
净资产收益率(%)	6.53	5.14	6.12	--
资产负债率(%)	73.84	65.54	67.56	76.90
全部债务资本化比率(%	68.50	56.06	55.58	67.77
流动比率(%)	113.47	111.59	108.82	106.43
经营现金流动负债比(%	-32.00	17.59	10.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.64	9.28	8.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.32	3.12	--

注：1、2017 年一季度财务数据未经审计；2、计入其他流动负债的超短期融资券已计入短期债务；3、计入其他应付款的有息债务已计入短期债务；4、2017 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款。

分析师

刘嘉敏　徐 璨　谭心远
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

[1]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。

评级观点

跟踪期内，厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）在经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面保持显著优势，随着公司物流供应链与客户合作逐步加深，创新业务模式效益显现，公司收入规模快速提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到 2016 年玉米国家临储政策取消导致收储规模下滑、业务规模快速增长推升公司资金需求、公司债务负担加重、短期偿债压力大、经营获现能力波动大、物流供应链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。

未来随着物流供应链业务模式进一步完善，公司综合竞争力有望持续提高。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，并维持“17 象屿股份MTN001”AA+的信用等级。

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创造了良好的外部发展环境。
2. 公司已经逐步形成了集国际货运代理、堆场、运输、仓储、进口清关等业务为一体的综合物流平台，综合物流服务能力较强。
3. 跟踪期内，公司物流供应链业务与客户合作进一步加深，同时创新业务模式效益逐步显现，收入规模大幅增长，主业盈利能力增强。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对“17 象屿股份 MTN001”覆盖能力较强。

关注

1. 公司贸易业务受宏观经济波动影响较大，面临较为激烈的同业竞争。

2. 2016年，国家玉米临储政策取消，公司粮食收储及合作种植规模大幅收缩，投资收益下滑明显。
3. 公司存货和预付款项占比大，对公司资金形成一定占用，经营活动现金流波动大。
4. 近年来，业务规模的快速拓展推升公司资金需求，公司债务规模进一步增长，且以短期债务为主，短期偿债压力大。
5. 存续期内“17 象屿股份 MTN001”属债券创新品种，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，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。

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。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门象屿股份有限公司主体长期信用及“17象屿股份MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”。截至2017年3月底，公司股本为11.71亿元，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、金属及金属矿等批发；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2016年底，公司（合并）资产总额339.10亿元，所有者权益110.00亿元（含少数股东权益43.11亿元）；2016年，公司实现营业收入1190.67亿元，利润总额8.06亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额513.68亿元，所有者权益118.66亿元（含少数股东权益40.43亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入403.46亿元，利润总额2.49亿元。

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

公司存续期内债券为“17象屿股份MTN001”，于2017年4月12日发行，募集资金10亿元，截至本报告出具日，募集资金已按照计划用途使用完毕，尚未到付息日。存续期内债券“17象屿股份MTN001”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。

基于“17象屿股份MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“17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所有其他待偿还债务融资工具。

（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。从票面利率角度分析，“17象屿股份MTN001”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）“17 象屿股份 MTN001”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，“17 象屿股份 MTN001”递延利息的重置利率调整幅度大。同时，公司如果在“17 象屿股份 MTN001”计息年度内支付存续债务本金或利息、向普通股股东分红、减少注册资本，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。跟踪期内，公司存在支付存续债务本金或利息情形，同时根据《厦门象屿股份有限公司 2016 年年度股东大会决议公告》，公司将以 2016 年 12 月 31 日为股本基准日期，进行现金分红。总体来看，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，“17 象屿股份 MTN001”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“17 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。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动

消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析及区域经济环境

1. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

中国近年来采取了一系列措施，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。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。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

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2.　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。

2016 年，厦门全年地区生产总值（GDP）3748.25 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 23.45 亿元，下降 5.5%；第二产业增加值 1558.62 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 2202.18 亿元，增长 9.8%。三次产业结构为 0.6：41.2：58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 97282 元，增长 6.3%，折合 14646 美元。

2016 年，厦门市全年实现外贸进出口总值 5091.55 亿元，比上年下降 1.5%，其中出口 3094.22 亿元，下降 6.7%；进口 1997.33 亿元，增长 8.0%；贸易顺差 1096.89 亿元，下降 25.3%。一般贸易进出口总值 3259.27 亿元，增长 1.5%，其中出口 1982.28 亿元，下降 8.4%；进口 1276.99 亿元，增长 21.8%。

2016 年，固定资产投资（不含农户）2159.81 亿元，增长 14.4%。房地产开发投资 765.80 亿元，下降 1.1%，占固定资产投资（不含农户）的 35.5%。其中土地购置费 268.02 亿元，下降 9.8%，占房地产投资的 35%。全市商品房施工面积 4312.20 万平方米，下降 0.5%；商品房新开工面积 548.46 万平方米，下降 7.4%。

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宏观环境。

六、基础素质分析

1.　产权状况

截至2017年3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.SH）。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 35.30 万平方米，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 13.18 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，2016 年中国物流 50 强第 4 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。

总体看，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司仍以大宗商品采购供应及综合物流服务和物流平台（园区）开发运营为主业。2016 年公司实现主营业务收入 1185.60 亿元，同比增长 99.63%。

从收入构成来看，2016 年大宗商品采购供应及综合物流服务实现收入 1182.93 亿元，同比大幅增长 99.93%，主要是由于①供应链服务进一步完善，客户粘性增强带动业务量快速提升；②主要贸易产品行情回暖，价格增长；③公司引入新的合作模式，借助资本合作，与相关产品行业龙头设立合资公司，综合导致物流供应链业务收入大幅增加。2016 年，大宗商品采购供应及综合物流服务业务占营业收入比重 99.78%，仍为公司收入主要来源。物流平台（园区）开发运营实现收入 2.47 亿元，同比变动不大。

从毛利率来看，跟踪期内，大宗商品采购供应及综合物流服务毛利率水平同比小幅下降至 3.12%，主要系公司加大逾期业务处理力度，导致整体业务毛利率有所下降；物流平台（园区）开发运营业务毛利率较高，但受限于收入规模，对综合毛利率影响很小。

2017 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 403.22 亿元，同比大幅增长 107.02%，其中大宗商品采购供应及综合物流服务同比增长 107.20%，仍保持增长态势，占营业收入比重 99.82%，但受大宗商品价格下降影响，毛利率水平下滑至 2.20%。当期公司主营业务综合毛利率为 2.27%，较 2016 年下降 0.95 个百分点。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	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	591.68	99.63	3.30	1182.93	99.78	3.12	402.48	99.82	2.20
物流平台（园区）开发运营	2.17	0.37	49.03	2.47	0.21	44.01	0.73	0.18	35.98
其他	0.04	0.01	100.00	0.20	0.02	100.00	0.01	0.00	10.00
合 计	**593.89**	**100.00**	**3.47**	**1185.60**	**100.00**	**3.22**	**403.22**	**100.00**	**2.27**

资料来源：公司提供

注：1. 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；2. 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。

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业务主要由商品采购供应、综合物流服务两部分构成，主要经营用于工农业生产、大批量买卖的大宗商品（包括原辅材料和产成品），并为大宗商品采购供应提供相配套的多式联运、全程物流、仓储配送、金融物流等综合物流服务。其中大宗商品采购供应占比最大，2016 年占比 97.30%，较上年小幅提升 1.24 个百分点。

（1）大宗商品采购供应

跟踪期内，公司经营贸易品种仍以钢材、铜等金属材料，PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工等化工产品及乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉等农副产品为主。

表 2　公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	948272.07	16.62	2058292.86	17.88	809122.86	20.52
金属材料	3476686.72	60.94	7965630.90	69.21	2743999.98	69.58
农副产品	1185768.82	20.78	755333.33	6.56	141776.70	3.59
其他	94463.53	1.66	730092.15	6.34	248846.71	6.31
合计	**5705191.14**	**100.00**	**11509349.23**	**100.00**	**3943746.25**	**100.00**

资料来源：公司提供；

注：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、白银和其他商品等。2016 年，其他业务包含平行进口车、白银和其他产品等。

金属材料贸易

跟踪期内，随着供应链服务的逐步完善，公司与上下游客户合作进一步增强，同时，公司开展实体企业全程供应链服务、代采代销模式并建立多家合资公司，业务资源逐步丰富，共同带动公司业务规模快速增长。2016 年，公司金属材料实现销售收入 796.56 亿元，同比增长 129.12%。

2015 年以来，公司开展实体企业全程供应链服务，经营模式为：公司选取设备先进、自然条件和区位优势明显的钢铁企业，介入其生产调度（不持有其股权），同时派驻人员长期驻扎在工厂负责企业的生产计划和库存管理，由公司 100%负责钢厂的原材料代采及成品代销。会计处理方面，公司原料销售价及成品采购定价按照公司对外原料采购价及对外销售成品销售价的固定比例定价[2]，原材料及成品计入公司存货，公司不承担价格波动风险。目前实体企业全程供应链服务基本采用以销定产模式，公司与工厂之间无预付款，结算周期约 30 天，一般以现金结算。跟踪期内，受合作模式成熟、钢材行情走高及钢厂达产率提升的综合影响，实体企业全程供应链服务收入大幅增长，2016 年为公司金属材料业务贡献收入 152 亿元。截至 2016 年底，公司实体企业全程供应链服务共 3 个，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁等、不锈钢。

跟踪期内，公司开展代采代销模式，为合作客户提供大部分原材料采购及产成品销售，业务模式及会计处理与实体企业全程供应链服务相似，但公司不参与其生产调度，公司与客户之间无预付款，结算周期为 30 天，一般以现金结算。目前长期稳定且体量较大的主要合作客户共 1 家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁，2016 年公司该模式为金属材料贸易贡献收入 141 亿元，毛利率 2.85%。由于代采代销模式下，生产计划由客户确定，公司仅根据需求进行原料代采及产成品代销，公司经营受市场行情及客户经营影响较大。

2016 年，公司与多家民营贸易企业成立合资企业，主要包括厦门象屿铝晟有限公司（公司持股 51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（公司持股 75%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股 59.21%）、象屿（厦门）石油有限公司（持股比例 51%）等，由公司控股并派驻总经理、财务人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展贸易业务，带动铝产品、矿产品、石油贸易收入大幅增长。目前，公司

[2]原料销售及成品销售确认收入，原料采购及成品采购确认成本。

将合资公司等同于事业部管理，贸易模式及风险控制与公司现有贸易模式相同，2016 年合资公司为公司金属材料贡献收入 20.59 亿元。

化工产品贸易

跟踪期内，公司商品衍生事业部新增 PTA、铜、白银贸易业务，其中 PTA 计入化工产品贸易收入，2016 年全年销量 239.73 万吨，实现收入 95.84 亿元，导致 2016 年化工产品收入同比大幅增长 117.06%至 205.83 亿元。目前，化工产品主要通过对锁方式给下游客户，其余部分自营，自营部分通过期货套期保值控制价格风险。

农副产品贸易

公司农副产品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（以下简称“大连象屿农产”），大连象屿农产系黑龙江象屿农业物产有限公司子公司（以下简称“象屿农产”，公司持股 80%）。象屿农产仅粮食贸易收入计入农副产品板块。2016 年农副产品收入同比大幅下滑 36.30%，主要是北粮南运受限及玉米临储政策取消，致使部分产品价格倒挂，农副产品贸易业务经营风险加大，公司控制贸易规模所致。

其他贸易产品

公司其他贸易产品 2016 年收入大幅增加，主要为平行进口车规模扩大同时新增白银贸易业务所致，二者当期分别实现收入 36 亿元和 30 亿元。2016 年汽车供应链业务实现进口代理车辆 10439 台，实现收入 36 亿元（2015 年为 2.62 亿元）。2017 年一季度累计进口车辆 5945 台，实现收入 6 亿元。

2016 年，公司商品衍生事业部新增白银贸易业务，实现销量 893 吨，收入 29.92 亿元。2016 年商品衍生事业部合计实现收入 182.29 亿元，投资收益-1.87 亿元，利润-3.27 亿元。主要是由于公司配套期货合约浮亏，但由于现货未交割，利润未体现所致。

为规避大宗商品价格波动风险，公司采取在现货市场上买进或卖出一定数量现货商品同时，在期货市场上卖出或买进与现货品种相同、数量相当、但方向相反的期货商品（期货合约）。三大产品种类中有期货市场的，公司均有做套期保值，具体包括白银、镍、铜、螺纹钢、苯乙烯、聚乙烯等，由于随着大宗商品价格波动，期货保证金波动较大，公司套保与交易合同不采取一一对应的方式，以减少手续费及资金占用，目前主要根据商品敞口业务的比例，按照采购定价和整体头寸安排期货套期保值。

（2）粮食收储及合作种植

跟踪期内，玉米临储政策取消，公司仅收储水稻，导致 2016～2017 年收粮季代收国储粮食大幅减少，仅为 110.43 万吨（2015~2016 年收粮季为 772.20 万吨）。截至 2016 年底，公司粮食仓储能力达到 1510.31 万吨，其中自有粮食仓储能力 1242.20 万吨，合作粮食仓储能力 268.11 万吨。

由于目前粮食基本处于满仓，2016 年，公司粮食出库仅 13.11 万吨，玉米陈粮轮出速度较慢，因此公司获取收入仍呈现增长，2016 年为 16.05 亿元（2015 年获取收入 9.68 亿元），包括仓储收入 12.53 亿元、装卸收入 2.52 亿元和烘干收入 0.99 亿元[3]。

2016 年 9 月至 2017 年 3 月，象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）向 31 位收粮合作方提供共计额度 5.22 亿元的委托贷款，截至 2016 年 12 月底已全部收回；为 19 个收粮合作方提供 3.12 亿元自营贷款，截至 2017 年 3 月底，自营贷款余额为 8480 万元。公司将象屿农产委托贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入其他业务收入。同时，公司与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益也计入投资收益。

合作种植方面，跟踪期内，由于玉米国家临储政策取消，公司调整合作种植政策，玉米

[3] 其中仓储收入计入公司主营业务收入，装卸及烘干收入计入其他业务收入。

合作种植由原来合作包地盈亏互担的紧密型合作转变为仅提供资金服务的松散型合作模式，同时整体合作种植品种调整为以水稻为主。2016～2017 年收粮季，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮 150 万亩，其中玉米合作种植面积 50 万亩，水稻合作种植面积 100 万亩，2016～2017 年收粮季来自合作种植部分粮食收储为 30.83 万吨。

合作种植过程中，象屿小贷通过自营贷款业务放贷给种植大户，公司将自营贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入收入。截至 2017 年 3 月底，象屿小贷为合作种植提供贷款已全部收回。象屿小贷发放自营贷款及委托贷款未出现逾期。

2016 年，受玉米临储政策取消影响，合作种植规模大幅下滑，象屿农产 2016 年共取得合作种植与合作收粮投资收益合计 1.04 亿元，同比下降 72.77%。

总体看，跟踪期内，玉米国家临储政策取消，公司粮食收储规模大幅下降，同时粮食收储通过预付粮食款、合作种植以及委托贷款对公司资金形成占用有所减少。考虑到粮食政策性轮转出库的进度较慢，未来 1-2 年内仓容率仍可得到保证。

（3）物流

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负责。综合物流方面，公司有约 10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求。

2016 年，公司物流业务实现收入 20.15 亿元，同比增长 26.46%，主要来自其他收入的增长，同期物流业务毛利率为 12.43%，同比变化不大。分版块看，2016 年运输装卸毛利率大幅上升，主要是因为油价下降，同时公司调整业务结构，优化客户，营业贡献率提高所致；报关收入波动不大，但毛利率提升主要是 2016 年 4 月以来，海关政策调整导致保管录入费等免掉所致。其他业务收入增加主要是工程物流因进出量同比增加 13 万吨所致。

2017 年 1～3 月，公司物流业务收入 5.68 亿元，占 2016 年全年的 28.19%，毛利率为 12.12%。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。

表 3　公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年 1～3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	108469.00	10.21	109446.00	12.84	49190.00	11.43
运输装卸收入	7494.00	7.05	6477.00	14.00	1422.00	14.86
空运收入	918.00	18.28	1241.00	16.36	449.00	14.23
堆场收入	16725.00	22.89	15095.00	31.00	3720.00	22.54
报关收入	383.00	64.82	349.00	81.85	84.00	85.1
仓储收入	3799.00	7.43	3789.00	0.88	895.00	1.03
其他收入	21546.00	13.14	65092.00	7.51	1013.00	6.52
合计	**159334.00**	**11.90**	**201489.00**	**12.43**	**56773.00**	**12.12**

资料来源：公司提供

堆场方面，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 35.30 万平方米，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。

表 4　截至 2017 年 3 月底公司自营堆场情况 （单位：平方米）

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	115177.00	166999.86	18165.00	52612.00
场装面积	37843.20	21596.66	1812.00	4420.00
修箱场面积	19317.17	25400.00	800.00	1200.00
冷藏箱插座	120	100	32	24

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2017 年 3 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 13.18 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。

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，截至 2017 年 3 月底，公司在厦门、福州口岸自有拖车 115 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。

3. 物流平台开发运营

公司为进一步拓展供应链策略，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。目前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和晋江物流园区等，主要对外出租收取租金收入，截至 2017 年 3 月底，主要物流园区合计占地面积 35.71 万平方米。

表 5　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

2016 年，公司销售债权周转次数为 43.51 次，较 2015 年明显提升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 14.69 次和 3.97 次。总体看，公司经营效率较好。

5. 未来发展

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目 3 个（如下表），项目总投资 8.59 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资 5.93 亿元，2017 年 4-12 月计划投资 2.66 亿元，公司未来投资规模不大。

表 6 截至 2017 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	投资进度	2017 年 4-12 月计划投资	2018 年计划投资
富锦金谷铁路发放系统项目	44351	36907	83.22%	7444	--
富锦金谷 80 万吨罩棚项目	13500	13089	96.96%	411	--
江苏大丰铁矿石加工项目	28000	9269	33.10%	18731	--
合计	**85851**	**59265**	**69.03%**	**26586**	--

资料来源：公司提供；

九、财务分析

公司提供的2016年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司2017年一季度财务报表未经审计。

2016年公司合并范围较2015年新增16家公司，减少7家公司。2017年1~3月，公司合并范围新增5家子公司，减少子公司1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2016年底，公司（合并）资产总额339.10亿元，所有者权益110.00亿元（含少数股东权益43.11亿元）；2016年，公司实现营业收入1190.67亿元，利润总额8.06亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额513.68亿元，所有者权益118.66亿元（含少数股东权益40.43亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入403.46亿元，利润总额2.49亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 339.10 亿元，同比增长 29.93%。截至 2016 年底，公司流动资产占 68.95%，非流动资产占 31.05%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产 233.81 亿元，同比增长 26.12%，主要由应收账款（占 12.03%）、预付账款（占 21.16%）和存货（占 42.82%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 22.28 亿元，同比变动不大，其中使用受限的金额为 1.03 亿元。截至 2016 年底，应收账款 28.12 亿元，同比增长 16.84%，按账龄法计提坏账的组合中（27.67 亿元），0-6 个月的占 81.63%，7-12 个月的占 7.04%，账龄短。截至 2016 年底，预付款项 49.47 亿元，与 2015 年底基本持平，其中账龄在 1 年以内的占 96.64%，账龄短。截至 2016 年底，公司其他应收款 18.15 亿元，同比大幅增长 130.02%，主要是期货保证金同比大幅增加 9.09 亿元所致；期末其他应收款前五大客户

合计 9.98 亿元，占比 44.79%，集中度较高，全部为期货保证金。

截至 2016 年底，公司存货为 100.12 亿元，同比大幅增长 77.15%，主要是供应链业务规模扩大导致库存商品的增多；截至 2016 年底，存货主要为库存商品（占 99.43%），公司累计对库存商品计提跌价准备 1.40 亿元。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 12.56 亿元，同比大幅下降 45.49%，主要是 2015 年底其他流动资产主要为象屿农产通过象屿小贷向收粮合作方提供委托贷款 16.02 亿元，2016 年随着玉米临储政策取消，公司委托贷款规模收缩并已于 2016 年 11 月收回。截至 2016 年底，其他流动资产主要包括理财产品 6.55 亿元和进项税额 2.92 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动资产 105.28 亿元，同比增长 39.29%，主要由长期股权投资（占 11.25%）、固定资产（占 46.37%）和无形资产（占 9.94%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 6.25 亿元，同比增加 5.76 亿元，主要是以公允价值计量可供出售权益工具增加 2.26 亿元，同时子公司厦门象屿物流集团有限责任公司购入工银瑞信投资-厦门象屿专项资产管理计划 0.35 亿元及华宝-象屿 1 号集合资金信托计划 3.15 亿元。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 11.85 亿元，同比增长 41.51%，主要为公司 2016 年新增对哈尔滨农村商业银行股份有限公司投资 2.77 亿元所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 48.82 亿元，同比增长 43.58%，主要是富锦象屿金谷、绥化象屿金谷的仓储建设等项目转固所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 8.09 亿元，同比增长 10.80%，主要为预付投资款 3.98 亿元、对铜陵市旋力特殊钢有限公司的委托贷款 1.35 亿元和对江苏德龙的委托贷款 2 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 513.68 亿元，较 2016 年底增长 51.48%；流动资产占比为 78.36%，仍以流动资产为主，比重较 2016 年底提升 9.41 个百分点。货币资金 46.88 亿元，较 2016 年底大幅增长 110.35%，主要是公司发行超短融资券以及季度末发行可续期信托贷款增加货币资金所致；应收票据、应收账款及预付账款均较 2016 年底大幅增加，主要系供应链业务规模扩大，导致与上下游经营性款项大幅增加所致；其他应收款大幅下降 49.87%至 9.10 亿元，主要是由于期货保证金减少所致；存货 185.34 亿元，较 2016 年底增长 85.12%，主要是供应链业务发展需要增加存货储备所致。其他科目变动不大。

跟踪期内，随着业务规模扩大，公司资产总额快速增长，资产以流动资产为主，存货和预付款项占比大，对公司资金形成一定占用，非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 110.00 亿元（其中少数股东权益 43.11 亿元），同比增长 22.32%。归属于母公司权益 66.90 亿元中，实收资本占 17.50%、资本公积占 54.95%、未分配利润占 25.46%。截至 2016 年底，公司少数股东权益为 43.11 亿元，同比增长 45.82%，主要为成立产业基金以及成立合资公司引入战略投资者所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 118.66 亿元（其中少数股东权益 40.43 亿元），较上年底增长 7.87%，主要来自其他权益工具的增加，系公司发行可续期信托贷款 10 亿元。

总体看，跟踪期内，公司供应链板块成立多家合资公司，少数股东权益规模快速提升，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 229.09 亿元，同比增长 33.93%，其中流动负债占 93.79%，构成以流动负债为主。截至 2016 年底，

公司流动负债为 214.87 亿元，同比增长 29.34%，主要由短期借款（占 33.13%）、应付票据（占 14.99%）、应付账款（占 17.19%）、预收款项（占 13.66%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款为 71.19 亿元，同比下降 16.04%。随着公司业务规模的扩大，公司应付票据及应付账款快速增长，截至 2016 年底，公司应付票据为 32.21 亿元，同比增长 66.10%，主要为银行承兑汇票（占 99.82%）；应付账款为 36.93 亿元，同比增长 26.03%，主要为应付货款（占 87.62%）。

截至 2016 年底，预收款项 29.34 亿元，同比增长 64.99%，主要来自预收货款的增长，截至 2016 年底预售货款占 98.04%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 20.46 亿元，同比大幅增加 18.10 亿元，主要是应付象屿集团的往来款增加 15.25 亿元所致。截至 2016 年底，公司其他流动负债新增 7.02 亿元，主要是 2016 年公司发行超短期融资券 5 亿元，同时新增委托贷款 2 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 14.22 亿元，同比增长 189.33%，构成主要为长期借款（占 50.63%）和递延收益（36.16%）。截至 2016 年底，公司长期借款 7.20 亿元，同比增加 5.55 亿元。截至 2016 年底，公司递延收益 5.14 亿元，同比增加 2.89 亿元，主要是政府补助增加所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 137.66 亿元，同比增长 20.00%；其中短期债务占 94.77%，以短期债务为主。公司 2016 年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 6.14%、55.58%和 67.56%。

截至2017年3月底，公司负债总额为395.02亿元，较2016年底增长72.43%。其中，短期借款较2016年底大幅增长111.01%至150.21亿元，主要是供应链业务规模扩大，增加融资所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债大幅增加7.85亿元至13.27亿元，主要是公司贵金属租赁增加所致；衍生金融负债大幅减少主要是持有的期货套保合约浮亏的部分减少所致。受供应链业务规模扩大影响，公司应付供应商款项及预收客户保证金规模大幅增加，带动应付账款和预收款项较2016年底大幅增加；其他应付款较2016年底增长54.83%至31.68亿元，主要是应付象屿集团往来款增加所致；其他流动负债增长67.44%主要是公司发行超短期融资券所致。

截至2017年3月底，公司全部债务249.55亿元，较年初增长81.28%，其中短期债务占比96.44%，构成变动不大。截至2017年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率分别为6.96%、67.77%和76.90%，较上年底分别提升0.82个、12.19个和9.34个百分点。

总体看，跟踪期内，公司物流供应链业务规模快速扩张，推动公司债务规模快速增长，公司有息债务以短期债务为主，整体看，公司债务负担重，短期偿债压力大，债务结构有待改善。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司供应链业务快速拓展，营业收入规模快速提升，2016年，公司实现营业收入1190.67亿元，同比增长98.70%，营业成本1150.23亿元，同比增长99.56%，营业利润率3.29%，同比小幅下降。

2016年，公司期间费用24.86亿元，同比增长21.60%，主要来自销售费用的增长，2016年销售费用为14.99亿元，同比增长51.87%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。2016年期间费用占营业收入的比重为2.09%。

2016 年公司资产减值损失 4.73 亿元，同比增加 3.07 亿元，主要包括坏账损失 3.65 亿元和存货跌价损失 1.00 亿元。2016 年公司公允价值变动收益-3.25 亿元，主要是期货合约浮亏所致。2016 年，公司投资收益-1.29 亿元，同比减少 6.96 亿元，主要是由于当期合作种植与合作收粮收益受玉米临储政策取消大幅下滑，仅实

现投资收益 1.04 亿元，相比 2015 年减少 2.78 亿元，同时以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资损失 3.29 亿元（主要包括期货合约处置损失 2.76 亿元及贵金属合约处置损失 1.29 亿元）所致。

2016 年，公司营业外收入为 3.21 亿元，同比增加 2.41 亿元，2016 年营业外收入主要包含赔偿金、违约金 1.36 亿元以及政府补助 0.83 亿元。

从盈利指标看，2016 年公司利润总额为 8.06 亿元，同比增长 37.69%，主要是产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张所致。2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.75%和 6.12%。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 403.46 亿元，同比增长 105.93%，营业利润率为 2.13%。公允价值收益 7.43 亿元，同比大幅 7.30 亿元，主要是由于 2017 年大宗商品行情下跌，公司配套期货合约浮盈所致；获得投资收益-5.01 亿元，主要是套期保值和贵金属合约业务亏损增加所致。公司实现利润总额 2.49 亿元，同比增长 91.05%。

跟踪期内，随着公司供应链业务的快速拓展，公司营业收入快速提升，主业盈利能力增强，受 2016 年玉米临储政策取消的影响，公司投资收益下滑明显，且易受期货合约盈利能力影响，公司对投资收益依赖程度下降，整体盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 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分别为 1356.84 亿元和 1366.31 亿元，同比分别增长 104.23%和 104.52%。公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出量分别为 1312.26 亿元和 1344.10 亿元，同比增长 113.37%和 110.40%。从收入实现能力看，2016 年公司现金收入比同比提升 3.09 个百分点至 113.96%，收入实现质量有所增强。2016 年，公司经营活动产生的现金流净额为 22.22 亿元。

投资活动方面，2016 年玉米临储政策取消，公司取得投资收益收到的现金大幅下滑 53.20%至 3.15 亿元；公司收到其他与投资活动有关的现金为 4.09 亿元，主要是收粮仓储设施建设政府补助资金 4.02 亿元；同期，公司构建固定资产、无形资产支付的现金 16.78 亿元，主要为粮食仓储设施项目增加所致；投资支付的现金大幅增加为 28.45 亿元，主要是期货保证金支出、委托贷款以及增加对恒力股份的股权投资。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-35.95 亿元，投资活动现金流出规模进一步加大，公司资金缺口扩大。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-13.73 亿元，存在一定对外融资需求。筹资活动方面，2016 年，随着供应链业务规模扩大，公司经营活动资金需求大幅增加，公司筹资活动现金流入 309.36 亿元，同比增长 19.09%主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 293.79 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 15.57 亿元。

2017 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金净额为-82.80 亿元，其中收回投资收到的现金 11.70 亿元，主要是收回的期货投资以及理财本金；当期投资活动产生的现金流量净额为 0.90 亿元；公司供应链规模资金需求持续增加，当期筹资活动现金流量净额为 106.60 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 7.68 亿元主要是黄金租赁业务所筹得资金。

总体看，随着供应链业务快速拓展，公司资金需求大幅增加，对经营活动现金流带来一定影响，公司日常经营活动仍存在较大的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率、速动比率进一步下降，截至 2016 年底，分别为 108.82%和62.22%；截至2017年3月底，上述两

项比率分别为106.43%和57.43%。2016年，公司经营现金流动负债比率为10.34%，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 为 15.80 亿元，同比增长 27.73%；EBITDA 利息倍数小幅增长，为 3.12 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 8.71 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司主要未决诉讼或仲裁 90 起，涉及金额为 142025.59 万元，占公司 2017 年 3 月底权益总额的 11.97%。其中公司作为原告的案件有 80 件，涉及金额为 135871.87 万元，其中，已进入执行阶段或申请执行的案件共 21 起，涉及金额 64135.70 万元；作为被告的案件有 10 件，涉及金额为 6153.73 万元，其中已履行已结案 2 起，涉及金额 797.02 万元。截至 2017 年 3 月底，公司针对上述案件已累计计提坏账准备 38921.40 万元及存货跌价准备 2350.43 万元。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 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信 563.65 亿元，尚未使用额度 244.19 亿元，间接融资渠道畅通；公司为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

6. 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 2017 年 6 月 7 日，公司无未结清贷款中有两笔欠息记录。已结清信贷中，有 2 笔欠息记录；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批产重整前未偿还债务，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。

7. 抗风险能力

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、贸易渠道等方面具备优势，公司整体抗风险能力强。

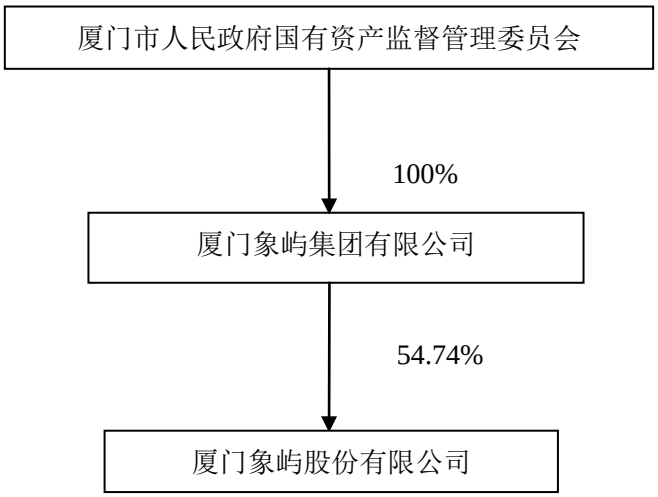
十、存续期内债券偿债能力

“17 象屿股份 MTN001”额度 10 亿元，2016 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖倍数分别为 1.58 倍和 2.22 倍。EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据具备覆盖能力较强。

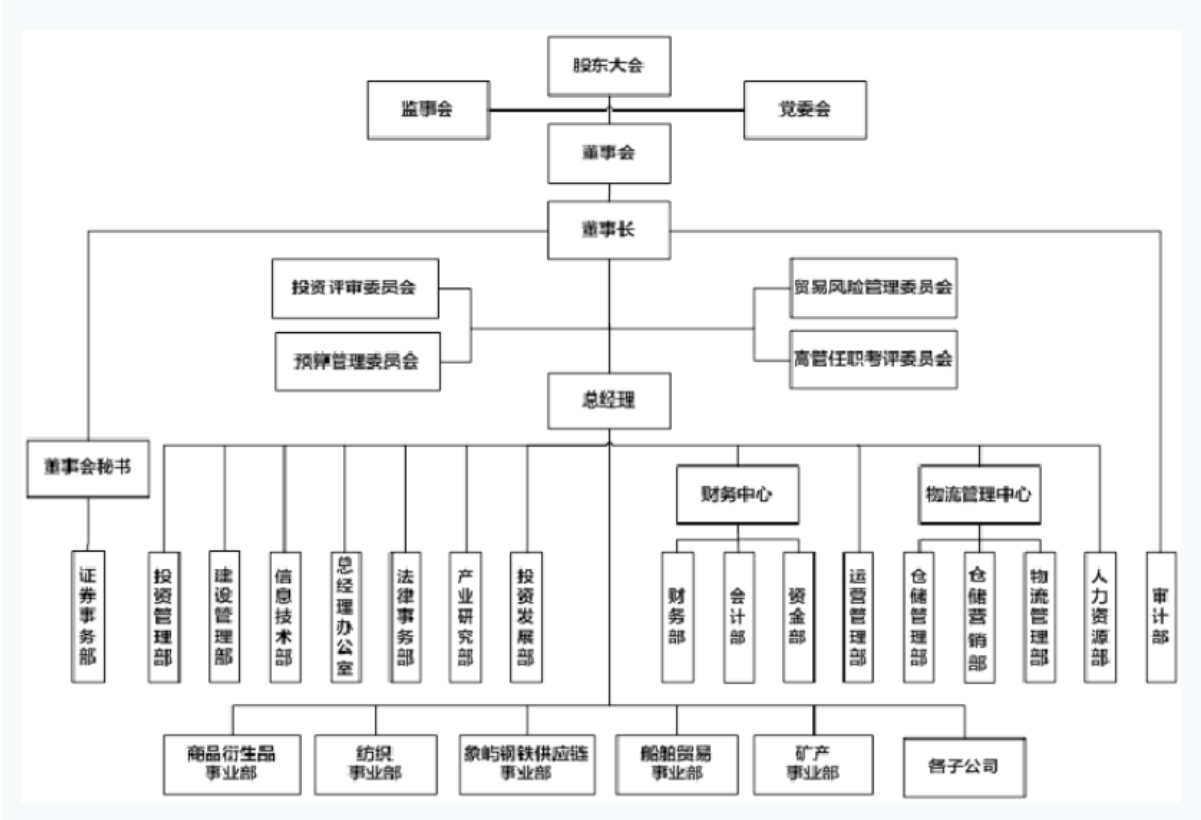
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“17 象屿股份MTN001”AA^+的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.19	23.13	23.42	53.71
资产总额(亿元)	207.93	260.98	339.10	513.68
所有者权益(亿元)	54.40	89.93	110.00	118.66
短期债务(亿元)	115.40	113.07	130.46	240.67
长期债务(亿元)	2.89	1.65	7.20	8.88
全部债务(亿元)	118.29	114.72	137.66	249.55
营业收入(亿元)	483.84	599.23	1190.67	403.46
利润总额(亿元)	5.14	5.86	8.06	2.49
EBITDA(亿元)	12.27	12.37	15.80	--
经营性净现金流(亿元)	-48.05	29.23	22.22	-82.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.77	23.43	43.51	--
存货周转次数	14.50	12.55	14.69	--
总资产周转次数	2.85	2.56	3.97	--
现金收入比(%)	110.43	110.87	113.96	120.94
营业利润率(%)	3.27	3.72	3.29	2.13
总资本收益率(%)	5.78	4.78	4.75	--
净资产收益率(%)	6.53	5.14	6.12	--
长期债务资本化比率(%)	5.04	1.80	6.14	6.96
全部债务资本化比率(%)	68.50	56.06	55.58	67.77
资产负债率(%)	73.84	65.54	67.56	76.90
流动比率(%)	113.47	111.59	108.82	106.43
速动比率(%)	89.91	77.58	62.22	57.43
经营现金流动负债比(%)	-32.00	17.59	10.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.32	3.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.64	9.28	8.71	--

注：1、2017 年一季度财务数据未经审计；2、计入其他流动负债的超短期融资券已计入短期债务；3、计入其他应付款的有息债务已计入短期债务；4、2017 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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

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。