信用等级公告

联合[2018] 1720 号

联合资信评估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 AA^+，“17 象屿股份 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十三日

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
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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*17 象屿股份 MTN001[1]	10 亿元	2022/04/12	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.69	22.39	48.66	56.20
资产总额(亿元)	260.98	339.10	455.56	551.49
所有者权益(亿元)	89.93	110.00	160.43	163.48
短期债务(亿元)	113.07	130.46	155.00	209.14
长期债务(亿元)	1.65	7.20	20.46	22.51
全部债务(亿元)	114.72	137.66	175.46	231.66
营业收入(亿元)	599.23	1190.67	2032.91	466.88
利润总额(亿元)	5.86	8.06	12.86	4.90
EBITDA(亿元)	12.37	15.80	24.36	--
经营性净现金流(亿元)	29.23	22.22	-28.94	-48.47
营业利润率(%)	3.72	3.29	2.24	2.94
净资产收益率(%)	5.14	6.12	6.20	--
资产负债率(%)	65.54	67.56	64.78	70.36
全部债务资本化比率(%)	56.06	55.58	52.24	58.63
流动比率(%)	111.59	108.82	124.87	120.19
经营现金流动负债比（%）	17.59	10.34	-10.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.28	8.71	7.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	3.12	3.16	--

注：1、2018 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；3、2017 年及 2018 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据；4、其他应付款中有息债务已调入短期债务。

分析师

刘嘉敏　郭察理　刘祎烜

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”）作为厦门市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、综合物流服务能力等方面保持显著优势。跟踪期内，钢材等大宗商品价格回暖，公司实体企业全程供应链、代采代销等贸易模式日趋成熟，主要贸易产品量价齐升，共同带动公司贸易规模及营业收入大幅提升。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 年国家玉米临储政策取消导致公司收储、合作种植规模及相关投资收益下滑明显、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。

2017年12月，公司完成配股发行，募集资金17.50亿元，资本实力进一步提升；2018年5月，公司完成厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）20%股权的收购并将其纳入合并范围，物流网点布局进一步完善。未来，随着公司供应链业务的不断完善以及业务转型的逐渐推进，公司盈利能力有望得到提高。

存续期内“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。

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

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. 公司大宗商品采购及综合物流服务主业突出，已逐步形成了集货运代理、堆场、运输、仓储、物流园区等业务为一体的综合物流平台，区域地位突出，从业经验丰富，物流资源优势明显，综合物流服务能力较强。
3. 跟踪期内，随着大宗商品价格逐步回暖、公司实体企业全程供应链服务模式、代采代销等贸易模式趋于成熟，供应链业务与客户合作进一步加深，收入规模大幅增长。
4. 2017 年 12 月，公司完成配股发行，募集资金 17.50 亿元，资本实力进一步提升；2018 年 5 月，公司完成象道物流 20%股权的收购并将其纳入合并范围，物流网点布局进一步完善。
5. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度高。

关注

1. 公司供应链业务盈利能力弱，且受宏观经济波动影响较大，面临较为激烈的同业竞争。
2. 跟踪期内，业务规模的快速拓展推升公司资金需求，公司经营活动现金流波动很大，债务规模迅速增长，整体债务负担重，且以短期债务为主，短期偿债压力大。
3. 跟踪期内，公司粮食收储及合作种植规模进一步收缩，随着收储政策的变动和陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模未来将下滑。
4. 公司流动资产中存货和预付款项占比大，对公司资金形成一定占用。
5. 公司未决诉讼款项回收情况存在一定不确定性。
6. 存续期内“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，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

根据有关法规要求，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的公司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”，公司成功借壳夏新电子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2018年3月底，公司股本为14.58亿元，象屿集团直接持有公司股权54.03%，通过象屿地产间接持有公司股权1.41%，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（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）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额455.56亿元，所有者权益160.43亿元（含少数股东权益50.97亿元）；2017年，公司实现营业收入2032.91亿元，利润总额12.86亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额551.49亿元，所有者权益163.48亿元（含少数股东权益52.24亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入466.88亿元，利润总额4.90亿元。

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2018年6月底，公司存续期债券包括中期票据“17 象屿股份 MTN001”，募集资金已全部按其用途使用完毕，跟踪期内正常付息。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 象屿股份 MTN001	10.00	10.00	2017/4/12	2022/4/12

资料来源：Wind 资讯

“17象屿股份MTN001”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，公司在“17象屿股份MTN001”发行第5年及之后的每个付息日均具有可赎回权。在利率方面，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，“17象屿股份MTN001”采用浮动利率计息，单利按年计息。票面利率由初始基准利率加初始利差[2]及上调基点确定，基准利率每5年重置一次，每次利率重置后，票面利率将在前一期上调基点的基础上再上调300个基点。在清偿顺序方面，“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其他待偿还债务融资工具。

根据永续中票“17象屿股份MTN001”的发行条款，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及已经递延的所有利息及其孳息递延。强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司向普通股股东分红（包括上缴国有资本收益）、向偿付顺序劣后于“17象屿股份MTN001”的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。2017年7月，公司派发2016年现金股利1.17亿元；2018年6月，公司派发2017年现金股利1.46亿元。公司每年分红稳定，未来递延支付利息可能性小。

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。

[2]初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算数平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入

推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强

调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

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。2017 年，世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，当期中国实现进出口贸易总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转连续两年下降的局势，其中实现出口总额 2.26 万亿美元，同比增长 7.91%，实现进口总额 1.84 万亿美元，同比增长 15.94%。分地区来看，2017 年，中国主要贸易伙伴经济复苏好于预期，国际市场需求回暖，中国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长 15.5%、15.2%和 16.6%，三者合计占中国进出口总值的 41.8%；同期，中国对“一带一路”沿线国家进出口增势较好，对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长 23.9%、23.4%和 40.7%，均高于总体增幅。大宗商品价格方面，2017 年国际市场大宗商品价格上涨带动中国进口价格指数上升至 109.4，价格对进口增长的贡献率为 52.6%；同期进口原材料价格上涨影响传导至出口制成品，2017 年中国出口价格指数为 103.9，价格对出口增长的贡献率为 37.3%。同时，中国外贸出口先导指数在 2017 年 6 月结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年 12 月底中国外贸出口先导指数为 41.10，较上月回落 0.70，进入 2018 年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至 2018 年 4 月底的 41.00，表明 2018 年中国出口仍面临一定压力。

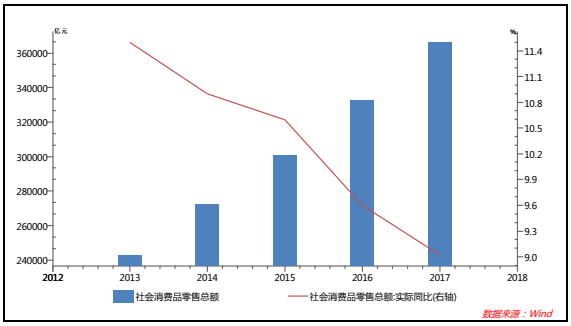
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受世界经济政策环境不确定性加大、国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（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，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

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

具体来看，2017 年，中国基建投资额维持了 13.86%的增速，同比呈现小幅下降态势；固定资产投资额增速虽有所放缓，仍保持较大规模；房地产开发投资规模增速较上年基本持平，下游投资规模的稳定发展对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑，加之主要大宗商品延续了 2016 年供给侧结构改革以及居民消费意愿的回升，均一定程度上拉动内贸市场的发展。

从生产资料市场运行情况来看，2017 年全年生产资料销售总额达到 67.3 万亿元，可比价同比增长 5.3%，较上年同期收窄 2 个百分点。受供需关系影响与成本增加推动，生产资料市场价格呈现波动上扬态势，从全年走势来看，大宗商品价格总指数、钢铁类指数、矿产类指数和有色类指数受阶段性供需错配影响均呈现不同程度 V 字形走势，说明国内大宗商品仍面临较大的价格波动风险。

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。

（3）行业关注

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；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，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；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。

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

贸易保护趋势增长，国家间非关税壁垒日益凸显

目前，全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

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。

多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点对象，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。

人民币汇率风险不断加大

2015 年下半年，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。从基本面来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016 年，美元兑人民币汇率由 2016 年初的 6.5032 元/美元升至 2016 年底的 6.9370 元/美元。2017 年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017 年底汇率收于 6.5342 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。2018 年国内基本面略趋缓，但受美联储加息以及美国贸易保护

主义抬头影响下的国际经济形势动荡影响，美元兑人民币汇率总体呈增长态势，人民币贬值压力大。

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、利率市场化等诸多背景下，人民币汇率波动明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2. 区域经济概况

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区的战略定位和强劲发展为公司创造了良好的外部环境。

根据“2017年厦门市国民经济和社会发展统计公报”，2017年，厦门市全年地区生产总值（GDP）4351.18亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值23.23亿元，增长2.1%；第二产业增加值1815.92亿元，增长7.2%；第三产业增加值2512.03亿元，增长7.9%。三次产业结构为0.5：41.7：57.8。按常住人口计算的人均地区生产总值109740元，增长5.5%，折合16253美元。

2017年，厦门市固定资产投资（不含农户）2381.46亿元，比上年增长10.3%。分产业看，第一产业投资下降13.1%，第二产业投资增长9.6%，第三产业投资增长10.4%，三次产业投资比例为0.1：17.8：82.1。

国内贸易方面，2017年，厦门市社会消费品零售总额1446.74亿元，比上年增长12.7%。其中商品零售1297.73亿元，增长13.5%；餐饮收入149.01亿元，增长6.2%。限额以上企业实现零售额1047.01亿元，增长15.5%，占全市社会消费品零售总额的72.4%；限额以下单位实现零售额399.73亿元，增长6.1%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有183家，实现零售额873.02亿元，净增147.75亿元，增长20.4%。

总体看，公司所在厦门区域工业逐步回暖，拉动经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，象屿集团直接持有公司股权54.03%，通过象屿地产间接持有公司股权1.41%，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

公司是由象屿集团旗下供应链服务相关子公司重组而成的大型供应链管理、投资及运营服务商，于 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，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。公司物流业务的客户包含世界 500 强在内的众多跨国公司、国内大型企业等，截至 2017 年底，公司在主要口岸自营和包租管理仓库面积超过 115 万平方米、堆场面积 28 万平方米，可提供每年 120 万吨的钢材开平纵剪加工及 6 万吨的化工塑料灌包加工服务。

公司位列 2017 年财富中国 500 强（上市公司）榜单第 57 位，位列交通运输、物流、仓储业第 1 位，并获评 2017 年度中国物流企业 50 强第四位、2017 年度“中国物流杰出企业奖”、

中国货代物流百强第三名，获评福建省第八轮农业产业化省级重点龙头企业和厦门市农业产业化市级重点龙头企业。

总体看，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、综合物流服务能力等方面具备优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 配股发行

2017 年 7 月 3 日，公司召开第七届董事会第十三次会议审议通过配股相关议案；并于 2017 年 7 月获得厦门市国资委及公司临时股东大会批准，于 2017 年 11 月 30 日获得中国证券监督管理委员会核发的《关于核准厦门象屿股份有限公司配股的批复》（证监许可【2017】2203 号）。

本次配股以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每 10 股配售 2.5 股的比例向全体股东配售，配售股份数量为 292694850 股，配股价格 6.10 元/股，本次募集资金全部用于补充公司供应链管理与流通服务业务所需的营运资金。截至认购缴款结束日 2017 年 12 月 26 日，象屿股份配股有效认购数量 286959844 股，占本次可配股份总数的 98.04%，配股发行成功，认购金额人民币 17.50 亿元，新增股份已于 2018 年 1 月 8 日上市流通。

本次配股完成后，公司股本变更为 1457739247 股，象屿集团直接持有公司股权 53.97%，通过象屿地产间接持有公司股权 1.41%，仍为公司控股股东。

2. 收购厦门象道物流有限公司 20%股权

2018 年 2 月 28 日，公司与厦门五店港物流供应链有限公司（以下简称“五店港物流”）签署《关于收购厦门象道物流有限公司 20%股权的意向性协议》，公司拟以自有资金收购五店港物流持有的厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）20%股权。

象道物流于 2017 年 6 月 5 日设立，注册资金 15 亿元人民币，公司出资 6 亿元，持股 40%，五店港物流出资 9 亿元，持股 60%，象道物流是主营公铁运输、多式联运、仓储配送、供应链金融等业务的大宗货物运输配送网络公司，目前运力已覆盖河南、陕西、江西、青海、新疆、山西、贵阳、四川、广西、云南、福建等省市，主要资产包括：铁路专用线 18 条，累计近 38 公里；集装箱堆场面积 533 万平方米（其中自有堆场 394 万平方米，租赁堆场面积 139 万平方米）、仓库面积逾 40 万平方米（均为自有）；集装箱卡车、厢式货车，以及行吊、叉车等装卸起重设备、包装设备等；公司自备标准集装箱约 20000 个，自备造箱能力 6000 个/年。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的致同审字（2018）第 350FC0358 号审计报告，截至 2017 年底，象道物流资产总额为 35.20 亿元，净资产 15.86 亿元。象道物流于 2017 年 8 月份正式开始各项业务经营，2017 年 8～12 月营业收入 8.10 亿元，净利润 8141 万元。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的评估报告（中企华评报字（2018）第 3205 号），以 2017 年 12 月 31 日为基准日，采用资产基础法评估，象道物流 20%股权的评估价值为人民币 33468.78 万元。

根据《股权转让协议》，公司拟在不高于经厦门市国资委核准的评估值的前提下，双方协商同意转让价格为 31620 万元。同时，五店港物流承诺象道物流在 2018 年、2019 年和 2020 年度的净利润分别不低于[15.00 亿元+截至上一年度末累计实现净利润数-截至上一年度末累计现金利润分配数]的 12%[3]。若象道物流的净利润不足上述约定的，五店港物流应在审计

[3]如 2018 年至 2020 年期间，象道物流进行了增资，则计算增资当年度及之后年度的利润承诺数时应以增资后的注册资本为准，即前述 150000 万元改为增资后的注册资本。

报告出具后的 10 个工作日内以现金方式向象道物流补足差额部分；否则，公司有权要求五店港物流按照其应向象道物流补足的差额款项乘以公司所持象道物流的股权比例（即 60%）向公司作出赔偿。业绩承诺和业绩补偿期间，五店港物流以其持有的象道物流的 40%股权向公司提供担保；同时，未经公司书面同意，五店港物流不得向任何第三方以任何形式直接或间接转让象道物流的股权，亦不得在其所持象道物流股权上设置包括质押在内的任何第三方权利。象道物流及其全资子公司因经营资金需要，原则上由象道物流向金融机构申请融资，双方按股权变更后的股比向金融机构提供担保；若因公司没有与五店港物流共同按照股比提供担保导致象道物流及其全资子公司的日常运营资金不足，造成象道物流无法完成上述净利润目标的，在受影响金额范围内，五店港物流免除相应的业绩补偿责任。

截至 2018 年 5 月 24 日，本次交易议案已通过公司董事会及厦门市国资委审议通过，并完成 20%股权的变更登记手续，变更后公司持有象道物流 60%股份并获得其实际控制权。本次交易符合公司构建大物流布局体系、强物流服务能力的战略规划，有助于公司初步构建全国性的铁路物流服务网络，进一步完善物流网点布局，开拓铁路物流服务领域的新利润增长点。

九、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。2017 年，公司实现主营业务收入 2029.92 亿元，同比增长 71.21%。

从收入构成来看，2017 年大宗商品采购供应及综合物流服务实现收入 2024.02 亿元，同比大幅增长 71.10%，主要是由于①跟踪期内，公司主要贸易产品行情回暖，量价齐升；②公司实体全程供应链项目日趋成熟，同时公司借助资本合作，与相关行业经营实体设立合资公司，综合导致大宗商品采购供应及综合物流服务业务收入大幅增加。2017 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 99.71%，仍为公司收入主要来源。物流平台（园区）开发运营实现收入 2.54 亿元，同比变动不大。2017 年，公司其他业务实现收入 3.37 亿元，主要为系新增造船业务收入贡献，对公司收入影响很小。

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下降 0.92 个百分点至 2.20%，主要是由于公司全流程供应链管理服务模式处在培育初期，对客户的增值服务收益尚未充分挖掘体现，收益水平尚未匹配收入增幅；同时公司加大对核心物流资源的布局，短期内加大了固定成本负担，出现阶段性的毛利率下降所致。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。

2018 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 466.29 亿元，同比增长 15.64%，其中大宗商品采购供应及综合物流服务收入同比增长 15.58%，仍保持增长态势，占营业收入比重 99.76%，毛利率水平有所提升，为 2.92%。当期公司主营业务综合毛利率为 2.98%，较 2017 全年提升 0.70 个百分点。

表 2　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 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	1182.93	99.78	3.12	2024.02	99.71	2.20	465.20	99.76	2.92
物流平台（园区）开发运营	2.47	0.21	44.01	2.54	0.12	42.27	0.48	0.10	53.20

其他	0.20	0.02	100.00	3.37	0.17	19.23	0.62	0.13	14.45
合 计	**1185.60**	**100.00**	**3.22**	**2029.92**	**100.00**	**2.28**	**466.29**	**100.00**	**2.98**

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黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“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是公司营业收入的主要构成部分，经营主体为公司本部的贸易事业部及控股子公司，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），并依托自身物流平台、信息平台、资金规模、营销渠道等优势，整合资源要素，通过帮助上游供应商拓宽分销渠道，协助下游客户建立采购渠道，提高系统效率，获得协同效应。2017 年大宗商品采购供应占该板块的 97.98%，较上年变动不大。

表 3 公司大宗商品采购供应业务收入构成情况

（单位：亿元、%）

商品类别	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	205.83	17.88	457.85	23.09	76.53	16.85
金属材料	796.56	69.21	1374.68	69.32	333.55	73.43
农副产品	75.53	6.56	93.50	4.71	34.98	7.70
其他	73.01	6.34	57.13	2.88	9.20	2.03
合计	**1150.93**	**100.00**	**1983.17**	**100.00**	**454.26**	**100.00**

资料来源：公司提供；

注：2016 年其他贸易品种包含平行进口汽车、白银和其他产品等。2017 年其他贸易品种包含平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。

（1）大宗商品采购供应

公司大宗商品采购供应业务（即贸易业务）分为进出口业务与国内贸易，以国内贸易为主，2017 年国内贸易比重为 81.40%，较上年变动不大（2016 年为 80.12%）。跟踪期内，公司贸易品种仍以金属材料（含钢材、铜等）、化工产品（含 PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工）及农副产品（含乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉等）为主，2017 年占比分别为 69.32%、23.09%和 4.71%，其他业务中主要包括平行进口汽车、白色家电等产品的贸易业务。

从贸易模式来看，公司大宗商品供应链业务的经营方式主要是满足上下游客户对原辅材料、半成品的采购供应需求，以及产成品的分销需求，公司为其提供的采购与分销服务。盈利模式包括大宗商品的分销、代理以及自营模式，在分销和代理模式下，通过有效控制价格波动风险，赚取对锁价差收益和服务收益，在自营模式下，公司承担价格波动风险，赚取价差利润。

经过多年的业务模式转型，公司新增实体企业全程供应链服务项目和代采代销服务项目，同时，公司与多家民营贸易企业成立合资公司拓展业务资源[4]。公司的大宗贸易业务逐步转向以产业型、工厂型客户为主，服务于产业需求，主要利润来源于对锁价差收益和服务收益，自营业务赚价差不再是主要利润来源。公司的大宗贸易业务主要依靠增加物流增值服务、提升客户原材料、产成品采购分销效率，来提高盈利能力。

价格风险方面，公司采取在现货市场上买进或卖出一定数量现货商品的同时，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），达到规避价格风险的目的[5]。

[4]公司将部分合资公司纳入合并范围，并由公司派驻总经理、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。

[5]会计处理方面，由于公司将期货合约的持有与处置作为规避现货市场风险的手段之一，难以同时满足套期保值会计要求，因此 2014-2016 年未使用套期保值会计处理方法，故在投资收益中反映。2015 年 11 月 26 日，财政部发布了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18 号），自 2016 年 1 月 1 日开始执行，为了更加合理的体现公司的期货业务及风险管理，公司自 2017 年 1 月 1 日起选择执行《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18 号）。公司将买入的期货合约计入衍生金融资产/负债，期货持有期间价值波动计入公允价值变动损益，期货平仓后收益/亏损计入投资收益。

跟踪期内，随着钢材类等大宗商品价格回暖，公司主要贸易品种量价齐升，实体企业全程供应链服务业务以及代采代销模式逐步成熟，同时公司成立多家合资公司，业务资源逐步丰富，贸易规模实现迅速增长。2017 年，公司金属材料贸易实现收入 1374.68 亿元，同比增长 72.58%，化工产品实现收入 457.85 亿元，同比增长 122.44%，公司共计实现贸易业务收入 1983.17 亿元，同比大幅增长 72.31%。

金属材料贸易

金属材料主要包括黑色金属（含钢材）、有色金属、矿产品类等，2017 年占比分别为 73.58%、16.92%和 9.40%。跟踪期内，钢材类大宗商品价格持续回暖，公司贸易业务量价齐升，2017 年公司金属材料实现销售收入 1374.68 亿元，同比延续大幅增长态势。2017 年，金属材料进出口贸易和国内贸易占比分别为 13.47%和 86.53%，毛利率分别为 1.63%和 1.59%，同比均有所下滑。

跟踪期内，公司实体全程供应链服务模式及结算方式未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司实体企业全程供应链服务共 3 个[6]，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。2017 年，实体企业全程供应链服务收入 403.47 亿元，同比大幅增长 163.72%，主要是由于公司于 2017 年新增 1 个项目，同时大宗商品行情回暖导致贸易业务量价齐升，当期实现毛利率 0.59%，同比有所下滑，主要系 2017 年新增项目费率较低，同时公司实际收益来自资金占用费，由于资金周转效率提升，实际资金占用规模未呈现大幅增长所致。2018 年 1～3 月，实体企业全程供应链服务项目实现销售收入 90.87 亿元，毛利率 0.79%。

截至 2018 年 3 月底，长期稳定且体量较大的代采代销主要合作客户共 1 家，为江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”），主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁；2017 年，公司该模式为金属材料贸易贡献收入 194.71 亿元，毛利率 3.32%。2018 年 1～3 月，代采代销业务模式实现销售收入 91.17 亿元，毛利率 2.41%。

近年来，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 60%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股 59.21%）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、矿产品收入大幅增长。目前，公司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（即代理采购、分销、卖断式采购、买断式采购），合资企业之间相互独立，但对于相同类型的原材料公司会进行合并，集中采购。2017 年新设立的合资公司为公司金属材料贡献收入 76.27 亿元。2018 年 1～3 月，合资公司实现金属材料销售收入 26.46 亿元，为 2017 年全年的 34.69%，主要是由于 2018 年一季度，公司新增象屿宏大供应链有限责任公司所致。

化工产品贸易

化工产品贸易品种主要以有机类、塑化类为主，2017 年上述产品销售额占化工材料销售总额的 80.15%和 16.00%。2017 年化工材料进出口贸易及国内贸易占比分别为 22.45%和 77.55%，毛利率分别为 2.02%和 0.71%。2017 年，公司化工产品贸易收入大幅增长 122.44%至 457.85 亿元，主要是由于公司与有竞争力的民营贸易企业成立合资公司象屿（厦门）石油有限公司（持股比例 51%），借助合作方项目资源开展贸易业务；同时有机类业务（如乙二醇）不断深化平台服务内容，业务量增长所致。2018 年 1～3 月，公司化工产品实现收入 76.53 亿元，同比小幅下降 5.41%。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

[6] 2017 年公司新增 1 个实体企业全程供应链项目，2018 年一季度减少 1 个实体企业全程供应链服务项目。

公司农副产品主要以粮食类、油脂油料类和木材类为主，2017 年占比分别为 55.58%、14.33%和 18.29%，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”），其中大连象屿农产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 月出资 4 亿元与穆氏家族合作，共同设立象屿农产（截至 2018 年 3 月底持股比例为 80%）；截至目前象屿农产注册资本 21.25 亿元，其中公司出资 17.00 亿元。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食代收和销区的粮食贸易等业务（仅粮食贸易收入计入农副产品板块）。

公司粮食贸易供应商以国家拍卖粮、贸易商及农户收购为主，供应商较为分散；下游客户主要为饲料厂，跟踪期内，公司农副产品板块结算方式未发生变化。2017 年农副产品国内贸易和进出口贸易占比分别为 68.52%和 31.48%，毛利率分别为 9.09%和 3.54%，其中国内贸易毛利率大幅提升 4.30 个百分点，主要是由于象屿农产玉米和食用油产品把握行情能力提高，毛利率和贸易量同时增长，以及合资公司厦门象屿盛洲粮油有限责任公司开展业务毛利率偏高共同作用所致。2017 年农副产品收入同比增长 23.79%。

其他贸易产品

公司其他贸易产品 2017 年实现收入 57.13 亿元，主要销售产品为平行进口车，经营主体为福建省平行进口汽车交易中心有限公司（公司持股比例 51%），公司平行进口汽车品牌主要包括丰田、奔驰、宝马、路虎、奥迪、日产等车型，采购渠道主要为中东地区、欧洲地区和北美地区。结算方面，进口采用开立信用证结算方式，销售则收取现款。跟踪期内，公司整合国外采购渠道和进口车源，推动与下游分销商的合作，逐步拓展进口和内贸业务，2017 年公司累计进口车辆 13890 台，总额 67937 万美元，实现收入 49.25 亿元，同比增长 36.81%；2018 年一季度累计进口车辆 1824 台，总额 9956 万美元，实现收入 8.00 亿元。由于当期白银等商品重分类至金属材料的原因，公司其他贸易收入同比下降 21.75%。

（2）粮食收储及合作种植

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、粮食收储等业务，截至 2017 年底，象屿农产总资产 154.94 亿元，所有者权益 38.33 亿元，2017 年实现营业收入 62.30 亿元，实现净利润 2.80 亿元。截至 2018 年 3 月底，象屿农产总资产 157.47 亿元，所有者权益 39.32 亿元，2018 年 1～3 月实现营业收入 23.54 亿元，实现净利润 0.99 亿元。

粮食收储

公司因承担国储粮保管任务而获取的收入主要包括仓储收入、装卸收入和烘干收入等，以仓储收入为主。计费方式方面，2017 年 2 月起国储粮仓储补贴由以往的 86 元/吨下调为 80 元/吨，同比略有下降。收储规模方面，2016 年以来，国家玉米临储政策取消，公司收储规模较以前年度大幅下滑；2017～2018 年收粮季，公司收储水稻 125.00 万吨（2016～2017 年收粮季，公司收储水稻 149.41 万吨，2015～2016 年收粮季收储水稻及玉米合计 772.20 万吨），同比进一步下滑。

表 4　粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
仓储收入	54927.30	76.85	125346.56	55.10	106923.91	60.23	23981.98	54.24
装卸收入	26663.19	44.55	25222.45	40.24	4268.69	-37.93	1650.32	-27.29
烘干收入	15188.30	26.12	9947.60	-15.84	615.81	-909.26	1161.42	-19.73

合计	96778.79	59.99	160516.61	48.37	111808.41	51.15	26793.72	46.02

资料来源：公司提供

目前，象屿农产通常通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）的自营贷款及委托贷款业务为农户及收粮经纪人提供贷款，并以粮食为抵押。在每年开秤前，公司向农户及收粮经纪人发放自营贷款或委托贷款，收粮经纪人获得贷款后提前向散户收储粮食并交由象屿农产进行烘干、仓储入库，期间农户以粮食抵押自收粮经纪人处预支货款，象屿农产可以赚取烘干、装卸和利息收入。发放给收粮经纪人的自营贷款和委托贷款一般在收粮季期间陆续收回。2017～2018 年收粮季，象屿农产通过象屿小贷向 9 位收粮经纪人提供共计额度 0.65 亿元的委托贷款[7]，未发放自营贷款。截至 2018 年 3 月底，象屿小贷发放自营贷款余额 2191.48 万元，公司通过象屿小贷发放委托贷款余额 434.00 万元，截至 2018 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

跟踪期内，公司粮食仓储能力未发生变化，截至 2018 年 3 月底，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[8]268.11 万吨。

2017 年，公司粮食出库 185.88 万吨，同比增长明显（2016 年出库 13.11 万吨），但轮出规模仍较小，目前仓库基本仍属于满仓状态，虽然国家玉米临储政策取消，但玉米陈粮轮出速度较慢，未来 1～2 年仍可以维持较高仓储利润率，但随着玉米陈粮的逐步轮出，公司因承担国储粮保管任务而获取的收入未来规模将逐步缩减。2017 年，公司粮食代收业务实现收入 11.18 亿元，同比下滑明显，其中仓储收入同比下降 14.70%，主要是由于玉米陈粮轮出所致；装卸收入大幅下降，主要是由于公司收储规模大幅缩减所致。

合作种植

2016 年，国家玉米临储政策取消，公司调整合作种植政策，玉米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。2017～2018 年收粮季，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮 8.91 万亩，其中玉米合作种植面积 0.57 万亩，水稻合作种植面积 7.90 万亩，大豆合作种植面积 0.44 万亩，合作种植规模同比大幅下降（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）。2017～2018 年收粮季来自合作种植部分粮食收储为 6 万吨。

合作种植过程中，象屿小贷通过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，期间收取的利息收入计入营业收入。截至 2018 年 3 月底，象屿小贷为合作种植提供贷款余额 872.20 万元。2017 年，象屿农产共取得合作种植与合作收粮投资收益合计 27.68 万元，同比进一步下降。

总体看，跟踪期内，公司粮食收储规模大幅下降，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的占用相应大幅减少。跟踪期内，粮食政策性轮转出库提速但进度仍较慢，未来 1～2 年内仓容率仍可得到保证，但随着陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模未来将下滑。

（3）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（公司合计持股 85.98%，以下简称“速传供应链”）负责。跟踪期内，公司综合物流业务模式及结算方式未发生较大变化。

2017 年，公司物流业务实现收入 25.89 亿元，同比增长 28.49%，主要来自货代及综合物流收入的增长，同期物流业务毛利率为

[7]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营业收入。
[8]公司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，待合作方相关业务结束后核算项目损益，计入投资收益科目。

12.08%，同比变化不大。分板块看，2017 年货代及综合物流收入 22.21 亿元，同比大幅增长 102.95%，主要是由于 2017 年口径调整，原放在其他收入的其他工程物流项目调整到货代及综合物流收入所致，当期毛利率 9.17%，同比减少 3.67 个百分点；同期，其他收入大幅下降至 9245.53 万元。2018 年 1～3 月，公司物流业务收入 8.06 亿元，同比增长 41.90%，毛利率为 10.18%，较上年同期减少 1.94 个百分点。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；跟踪期内，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 5　公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 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	109446.00	12.84	222119.99	9.17	72906.74	9.31
运输装卸收入	6477.00	14.00	6309.81	19.65	1485.28	16.92
空运收入	1241.00	16.36	789.89	12.20	976.93	12.98
堆场收入	15095.00	31.00	16141.03	23.49	3370.31	21.83
报关收入	349.00	81.85	116.40	93.89	24.62	62.10
仓储收入	3789.00	0.88	4183.22	0.78	1353.86	0.82
其他收入	65092.00	7.51	9245.53	60.78	443.13	62.43
合计	**201489.00**	**12.43**	**258905.87**	**12.08**	**80560.87**	**10.18**

资料来源：公司提供

堆场方面，跟踪期内，公司在厦门和福州的四个港区，自营堆场面积稳定增长，截至 2018 年 3 月底堆场总面积为 33.83 万平方米，场装总面积 6.45 万平方米，修箱场总面积 4.39 万平方米，共计拥有冷藏箱插座 296 个。公司拥有现代化发泡房，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 6　截至 2018 年 3 月底公司自营堆场情况（单位：平方米、个）

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	115177.14	138419.02	21807.00	62897.00
场装面积	37843.20	21596.66	1813.00	3220.00
修箱场面积	19317.17	21561.92	1800.00	1200.00
冷藏箱插座	180.00	60.00	32.00	24.00

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2018 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（包括保税区及非保税区）为 13.07 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 2018 年 3 月底，公司在厦门、福州口岸自有拖车 110 余部；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%

的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

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

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。跟踪期内，公司已投产物流园未发生变化，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，截至 2018 年 3 月底，主要物流园区合计占地面积 35.71 万平方米。

4. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数为 67.41 次，较 2016 年明显提升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 17.88 次和 5.12 次，同比均有所提升。总体看，公司经营效率高。

5. 未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目 2 个（如下表），项目总投资 8.38 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 6.27 亿元，2018 年 4～12 月计划投资 2.11 亿元，公司未来投资规模不大。

表 8 截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目简介	总投资	投资进度	已投资	2018 年 4-12 月计划投资
江苏大丰铁矿石加工项目	江苏大丰铁矿石加工项目，项目总用地面积 400 亩，分二期建设；一期为一条年处理 65 万吨尾矿磁化焙烧生产铁矿石生产线和一条铁矿石选矿生产线，一期用地面积 193 亩。	32195	66.08%	21275	10920
富锦金谷铁路发放系统项目	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。	51583	80.30%	41435	10148

合计	--	**83778**	--	**62710**	**21068**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了2017年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务报表未经审计。

2017年，公司合并范围较2016年新增15家公司，减少3家公司。2018年1～3月，公司合并范围新增8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2017年底，公司（合并）资产总额455.56亿元，所有者权益160.43亿元（含少数股东权益50.97亿元）；2017年，公司实现营业收入2032.91亿元，利润总额12.86亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额551.49亿元，所有者权益163.48亿元（含少数股东权益52.24亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入466.88亿元，利润总额4.90亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 455.56 亿元，同比增长 34.34%。截至 2017 年底，公司流动资产占 73.01%，非流动资产占 26.99%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 332.59 亿元，同比增长 42.24%，主要由货币资金（占 14.52%）、预付账款（占 21.34%）和存货（占 36.67%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 48.30 亿元，同比大幅增长 116.76%，主要系公司完成配股发行股票募集资金 17.50 亿元所致。公司货币资金中使用受限的金额为 4.85 亿元，主要为定期存款、保证金等。

截至 2017 年底，公司应收账款 25.85 亿元，同比减少 8.07%，按账龄法计提坏账的组合中（26.01 亿元），0-6 个月的占 81.63%，7-12 个月的占 7.04%，整体账龄较短。欠款方前五名共计占应收账款余额的 22.05%，集中度一般。公司共计提应收账款坏账准备 3.00 亿元（其中对单项计提坏账准备的应收账款 2.50 亿元计提坏账准备 2.19 亿元），综合计提比例 10.40%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 121.96 亿元，同比增长 21.81%，主要是供应链业务规模扩大导致库存商品的增多。构成上公司存货主要以库存商品（占 94.68%）为主，占公司存货账面价值的 94.65%。公司共计提库存跌价准备 3.47 亿元，主要为计提存货商品跌价准备 3.31 亿元和原材料跌价准备 0.16 亿元。

截至 2017 年底，预付款项 70.96 亿元，同比增长 43.43%，主要系供应链业务规模扩大预付款增加所致。其中账龄在 1 年以内的占 95.98%，整体账龄短。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 47.15 亿元，同比大幅增长 275.54%，主要系公司子公司象屿小贷的贷款业务增加所致。截至 2017 年底，其他流动资产主要包括理财产品 10.83 亿元和贷款业务（28.44 亿元，全部为象屿小贷收粮季发放的自营贷款余额，截至 2018 年 3 月底收粮季临近结束已下降至 2191.48 万元）。

截至 2017 年底，公司非流动资产 122.97 亿元，同比增长 16.80%，主要由长期股权投资（占 15.59%）、固定资产（占 48.68%）和无形资产（占 9.89%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 19.18 亿元，同比增长 61.82%，主要为公司 2017 年新增对象道物流 6.00 亿元的投资所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 59.86 亿元，同比增长 22.61%，主要是大丰年处理 350 万吨铁矿石加工、绥化象屿金谷 101 万吨粮食仓储设施等项目转固所致。公司固定资产以房屋及建筑物（占 65.50%）和机器设备（占 18.91%）为主，公司共计提固定资产累计折旧 8.13 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 4.88

亿元，同比减少 39.63%，主要为预付投资款 2.06 亿元和贷款业务 1.95 亿元（含江苏德龙 1.20 亿元和铜陵市旋力特殊钢有限公司 0.75 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 551.49 亿元，较 2017 年底增长 21.06%；流动资产占比为 77.92%，仍以流动资产为主，比重较 2017 年底有所提升。应收账款及预付账款均较 2017 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；存货 169.57 亿元，较 2017 年底增长 39.04%，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，配股发行股票的完成，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，非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。考虑到公司经营效率高，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2017年底，公司所有者权益为160.43亿元（其中少数股东权益 50.97 亿元），同比增长 45.84%，主要系公司配股发行股票以及发行永续中期票据所致。其中归属于母公司权益109.46亿元中，实收资本占13.32%、资本公积占 46.79%、其他权益工具占 18.27%、未分配利润占 20.07%。公司实收资本和资本公积同比有所增长，主要系公司配股发行股票净募集17.38 亿元所致，其中 2.87 亿元计入实收资本，14.51 亿元计入资本公积。公司其他权益工具20.00 亿元主要由 2017 年发行的 10 亿元永续中期票据“17 象屿股份 MTN001”和 10 亿元的可续期信托贷款组成。截至 2017 年底，公司少数股东权益为 50.97 亿元，同比增长 18.24%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 163.48 亿元（其中少数股东权益 52.24 亿元），各科目较上年变化不大。

跟踪期内，公司完成配股发行股票以及发行永续债券，所有者权益有所增长，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计为 295.13 亿元，同比增长 28.83%，其中流动负债占 90.25%，构成以流动负债为主。截至 2017 年底，公司流动负债为 266.35 亿元，同比增长 23.96%，主要由短期借款（占 43.47%）、应付票据（占 12.06%）、应付账款（占 17.07%）和预收款项（占 19.22%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 115.78 亿元，同比增长 62.65%，主要系供应链业务规模增长，为满足业务需求增加短期借款所致。随着公司业务规模的扩大，公司应付账款快速增长，截至 2017 年底，公司应付账款为 45.46 亿元，同比增长 23.11%，主要为应付货款 38.70 亿元（占 85.13%）。

截至 2017 年底，预收款项 51.20 亿元，同比增长 74.50%，主要来自预收货款的增长，截至 2017 年底，预收货款占 98.65%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 4.89 亿元，同比大幅下降 76.10%，主要是应付象屿集团的往来款大幅减少所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 28.78 亿元，同比增长 102.33%，构成主要为长期借款（占 36.55%）、应付债券（占 34.53%）和递延收益（占 15.66%）。截至 2017 年底，公司长期借款 10.52 亿元，同比增长 46.05%。截至 2017 年底，公司应付债券 9.94 亿元，主要系公司 2017 年发行了期限为 5 年，额度为 10 亿元的公司债券“17 象屿 01”所致。截至 2017 年底，公司递延收益 4.51 亿元，同比减少 12.38%，主要是政府补助减少所致。

截至 2017 年底，公司全部债务 175.46 亿元，同比增长 27.46%；其中短期债务占 88.34%，以短期债务为主。公司 2017 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 11.31%、52.24%和 64.78%。若将公司计入其他权益工具的 20 亿元永续债务纳入长期债

务，上述三项指标分别为 22.37%、58.19%和69.17%。

截至2018年3月底，公司负债总额为388.01亿元，较2017年底增长31.47%。流动负债增长34.24%至357.55亿元，其中，短期借款较2017年底增长25.65%至145.48亿元，主要是供应链业务规模扩大，增加融资所致；其他应付款较2017年底增长298.72%至19.51亿元，主要是应付象屿集团往来款增加所致；其他流动负债增长至10.04亿元，主要是公司发行的两期额度均为5亿元的超短期融资券。

截至2018年3月底，公司全部债务231.66亿元，较年初增长32.03%，其中短期债务占90.28%，构成变动不大。截至2018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12.10%、58.63%和70.36%。较2017年底均有所提升；若将公司计入其他权益工具的20亿元永续债务纳入长期债务，上述三项指标分别为22.86%、63.69%和73.98%。

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。

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，2017年，公司实现营业收入2032.91亿元，同比增长70.74%，营业成本1985.73亿元，同比增长72.64%，营业利润率2.24%，同比小幅下降。

2017年，公司期间费用35.63亿元，同比增长43.30%，主要来自销售费用的增长，2017年销售费用为23.40亿元，同比增长56.09%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。2017年，期间费用占营业收入的比重为1.75%，公司控制费用能力较好。

2017 年，公司资产减值损失 4.63 亿元，同比变化不大，主要包括坏账损失 1.58 亿元和存货跌价损失 3.03 亿元。2017 年，公司公允价值变动收益 3.80 亿元，主要是期货合约浮盈所致。2017 年，公司投资收益 1.81 亿元，同比增加 3.10 亿元实现扭亏，其中受玉米临储政策取消影响当期合作种植与合作收粮收益大幅下滑至 27.68 万元，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资损失规模有所收紧（-2.34 亿元，主要为期货合约处置损失），套期工具产生套期无效部分取得的投资收益 1.67 亿元以及权益法核算的长期股权投资收益 1.28 亿元，综合作用下公司投资收益规模提升。

2017 年，公司其他收益为 1.19 亿元，主要为各类政府补贴。2017 年营业外收入主要包含赔偿金、违约金 0.78 亿元以及政府补助 0.10 亿元。2017 年，公司利润总额为 12.86 亿元，同比增长 59.43%，主要是产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张所致。2017 年，公司非经常性损益（公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入）为 7.71 亿元，占利润总额的 59.96%，公司非经常性损益对利润总额形成较好补充。从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.26%和 6.20%，均较 2016 年有所上升。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 466.88 亿元，同比增长 15.72%，营业利润率为 2.94%。获得投资收益 0.54 亿元，较上年同期（-5.01 亿元）实现扭亏，主要是套期保值亏损减少以及新增对象道物流的投资收益所致。公司实现利润总额 4.90 亿元，同比增长 97.06%。

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，非经常性损益对利润总额影响大，整体盈利能力尚可。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 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 2384.76 亿元和 2390.86 亿元，同比分别增长 75.76%和 74.99%。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 2369.72 亿元和 2419.80 亿元，分别同比增长

80.58%和 80.03%。从收入实现能力看，2017 年公司现金收入比同比提升 3.35 个百分点至 117.31%，收入实现质量有所增强。2017 年，由于公司当期存货和预付款等经营性支出增加，且当年偿还较多与象屿集团的往来款，公司经营活动产生的现金流净额为-28.94 亿元。

投资活动方面，2017 年公司收回投资收到的现金大幅增长至 21.46 亿元；公司投资活动现金流入量为 25.73 亿元，同比大幅增长 156.66%；同期，公司购建固定资产、无形资产支付的现金 17.93 亿元，主要为粮食仓储设施项目增加所致；投资支付的现金同比减少为 23.10 亿元，主要是期货保证金支出、委托贷款以及对厦门象道的股权投资。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-15.30 亿元，投资活动现金流出规模有所减少。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为-44.24 亿元，存在较大对外融资需求。筹资活动方面，2017 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 502.63 亿元，同比增长 62.47%，主要为取得借款收到的现金 440.52 亿元；筹资活动现金流出为 435.10 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 67.53 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-48.47 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 558.13 亿元；公司对外投资规模增加，当期投资活动产生的现金流量净额为-5.63 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 56.04 亿元。

总体看，随着供应链业务快速拓展，公司资金需求大幅增加，经营活动现金流转为净流出，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、速动比率均同比上升，截至2017年底，分别为124.87%和79.08%；截至2018年3月底，上述两项比率分别为120.19%和72.76%。2017年，公司经营现金流动负债比率为-10.87%。考虑到公司存货周转快，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 24.36 亿元，同比增长 54.15%；EBITDA 利息倍数小幅增长，为 3.16 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 7.20 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司未决诉讼或仲裁 106 起，涉及应收款项和其他应收款余额合计为 58102.46 万元，占公司 2018 年 3 月底权益总额的 3.55%。其中，公司作为原告的案件有 91 件，涉及金额为 152713.60 万元，其中，已进入执行阶段或申请执行的案件共 69 起，涉及金额 118291.88 万元；作为被告的案件有 15 件，涉及金额为 7499.26 万元，其中已履行已结案 9 起，涉及金额 5385.89 万元。截至 2018 年 3 月底，公司针对上述案件已累计计提坏账准备 41145.08 万元及存货跌价准备 1867.23 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 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 655.11 亿元，尚未使用额度 335.49 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 2018 年 7 月 10 日，公司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。

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很强。

十一、存续期内债券偿债能力

公司目前处于存续期内的债券共有三期，一期超短期融资券，额度为 5 亿元的“18 象屿股份 SCP002”；一期中期票据，额度为 10 亿元的“17 象屿股份 MTN001”；一期额度为 10 亿元的公司债券“17 象屿 01”，共计 25 亿元，其中一年内到期的为 5 亿元。

截至 2017 年底，公司剔除受限的现金类资产为 48.66 亿元，为一年内到期的债券合计金额的 9.73 倍，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强。

公司 2017 年 EBITDA 为 24.36 亿元，为存续期内债券总额的 0.97 倍，经营活动现金流入量为 2390.86 亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为 95.63 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度高。

表9 截至2018年6月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

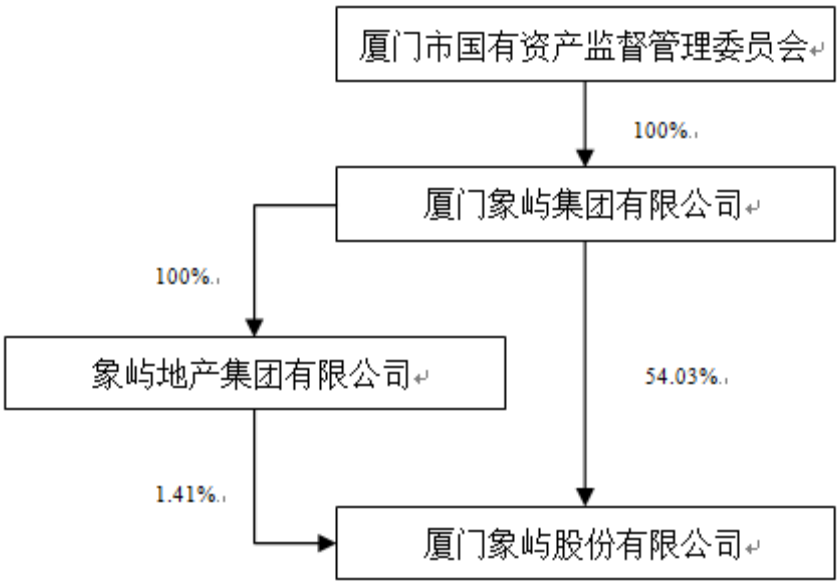
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	9.73
经营活动现金流入量/应付债券余额	95.63
经营活动现金流净额/应付债券余额	-1.16
EBITDA/应付债券余额	0.97

资料来源：联合资信根据公开资料整理

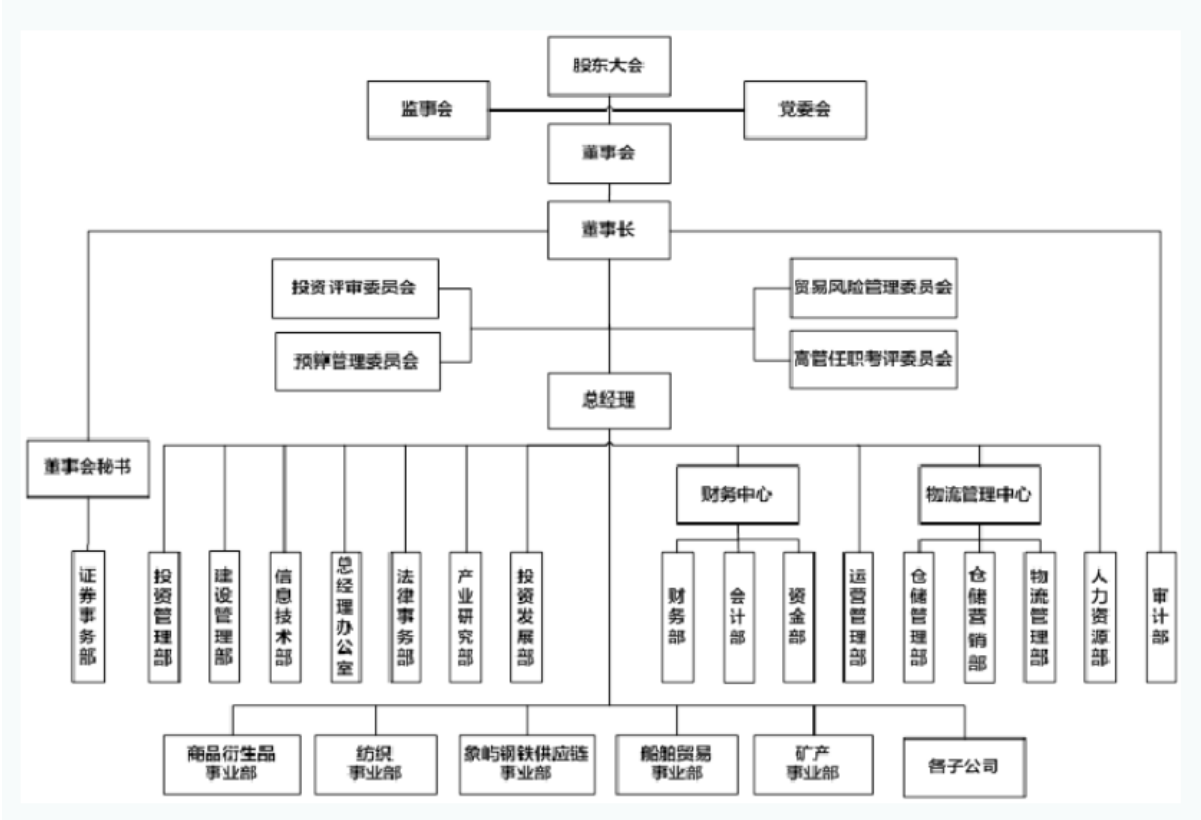
十二、结论

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

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.69	22.39	48.66	56.20
资产总额(亿元)	260.98	339.10	455.56	551.49
所有者权益(亿元)	89.93	110.00	160.43	163.48
短期债务(亿元)	113.07	130.46	155.00	209.14
长期债务(亿元)	1.65	7.20	20.46	22.51
全部债务(亿元)	114.72	137.66	175.46	231.66
营业收入(亿元)	599.23	1190.67	2032.91	466.88
利润总额(亿元)	5.86	8.06	12.86	4.90
EBITDA(亿元)	12.37	15.80	24.36	--
经营性净现金流(亿元)	29.23	22.22	-28.94	-48.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.43	43.51	67.41	--
存货周转次数	12.55	14.69	17.88	--
总资产周转次数	2.56	3.97	5.12	--
现金收入比(%)	110.87	113.96	117.31	119.54
营业利润率(%)	3.72	3.29	2.24	2.94
总资本收益率(%)	4.78	4.75	5.26	--
净资产收益率(%)	5.14	6.12	6.20	--
长期债务资本化比率(%)	1.80	6.14	11.31	12.10
全部债务资本化比率(%)	56.06	55.58	52.24	58.63
资产负债率(%)	65.54	67.56	64.78	70.36
流动比率(%)	111.59	108.82	124.87	120.19
速动比率(%)	77.58	62.22	79.08	72.76
经营现金流动负债比(%)	17.59	10.34	-10.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.32	3.12	3.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.28	8.71	7.20	--

注：1、2018 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；3、2017 年及 2018 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据；4、其他应付款中有息债务已调入短期债务。

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。