信用等级公告

联合〔2019〕2038 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主体长期信用等级为 AA^+，维持“17 象屿股份 MTN001”和“18 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

二〇一九年七月十九日

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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

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^+
*18 象屿股份 MTN001	5 亿元	2021/08/23	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 19 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.39	45.91	67.92	51.82
资产总额(亿元)	339.10	455.56	547.93	659.89
所有者权益(亿元)	110.00	160.43	195.19	192.15
短期债务(亿元)	132.46	155.00	172.54	275.28
长期债务(亿元)	7.20	21.57	56.95	60.71
全部债务(亿元)	139.66	176.58	229.49	335.99
营业收入(亿元)	1190.67	2032.91	2340.08	552.20
利润总额(亿元)	8.06	12.86	19.28	4.50
EBITDA(亿元)	15.80	24.36	33.49	--
经营性净现金流(亿元)	22.22	-28.94	20.28	-114.43
营业利润率(%)	3.29	2.24	2.66	3.30
净资产收益率(%)	6.12	6.20	7.76	--
资产负债率(%)	67.56	64.78	64.38	70.88
全部债务资本化比率(%)	55.94	52.40	54.04	63.62
流动比率(%)	108.82	124.87	134.47	124.25
经营现金流动负债比（%	10.34	-10.87	7.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.84	7.25	6.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	3.16	3.62	--

注：1、2019 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及质押应收票据；3、2017 年底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据，2018 年底及 2019 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款和 15.00 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；长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务

[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

厦门象屿股份有限公司（以下简称“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、贸易渠道和综合物流服务能力等方面具备竞争优势。跟踪期内，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，铁路物流布局进一步完善，业务规模保持较快增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到贸易行业受宏观经济波动影响较大且面临较为激烈的同业竞争，公司业务规模扩张推升资金需求，债务规模增长快且短期债务占比高，短期偿债压力大，经营现金流量净额波动大等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

公司通过北粮南运物流体系实现了粮食产区与销区的贯通，未来随着物流资源及供应链业务的进一步整合，公司盈利能力有望得到进一步提高。

存续债券“17象屿股份MTN001”及“18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”及“18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”及“18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。

分析师：刘嘉敏　郭察理
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

2. 公司大宗商品采购分销服务及物流服务主业突出，已逐步形成了集货运代理、堆场、运输、仓储和物流园区等业务为一体的综合物流平台，物流资源优势明显，综合物流服务能力强。
3. 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。
4. 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. 公司供应链业务毛利率水平低，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，公司大宗商品采购供应业务持续拓展，同时不断布局铁路物流资源，债务规模快速增长，债务负担重，且以短期债务为主，短期偿债压力大。
3. 公司非经常性损益规模易受期货套保影响，波动性较大。
4. 公司流动资产中存货、预付款项及应收账款占比大且快速增长，对公司资金形成一定占用，公司经营活动现金流量净额波动大。
5. 存续期内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，一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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“厦门象屿”）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，于2008年10月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”。2014年11月，公司完成非公开发行股票，股本增至10.36亿元。2015年12月，公司完成非公开发行股票，股本增至11.71亿元。2017年12月，公司完成配股发行，股本增至14.58亿元。2018年6月，公司完成资本公积转增股本7.00亿元，股本增至21.57亿元。截至2019年3月底，公司股本为21.57亿元，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2018年底，公司（合并）资产总额为547.93亿元，所有者权益为195.19亿元（含少数股东权益73.41亿元）；2018年，公司实现营业收入2340.08亿元，利润总额19.28亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为659.89亿元，所有者权益为192.15亿元（含少数股东权益68.54亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入552.20亿元，利润总额4.50亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续期债券包括中期票据“17象屿股份MTN001”和“18象屿

股份 MTN001”，募集资金已全部按其用途使用完毕，“17 象屿股份 MTN001”跟踪期内正常付息。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
*17 象屿股份 MTN001	10.00	10.00	2017/04/12	2022/04/12
*18 象屿股份 MTN001	5.00	5.00	2018/08/23	2021/08/23

资料来源：Wind资讯

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

“17 象屿股份 MTN001”及“18 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。

基于上述永续中期票据条款，可得出以下结论：

（1）上述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其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“17 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 5 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点；“18 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述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）上述中期票据在除发生公司向普通股股东分红、减少注册资本以及在上述中期票据计息年度内支付存续债务本金或利息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。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；2019 年 6 月，公司派发 2018 年现金股利 2.59 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，上述中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述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。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发

行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%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，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓、资本流出、人工成本上升和经济结构调整进展慢等问题，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017 年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，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，2018 年下半年开始，随着中美贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值为 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42

万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差为 2.33 万亿元，收窄 18.3%。

2017 年 6 月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年底中国外贸出口先导指数为 41.10%，较上月回落 0.70 个百分点，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。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

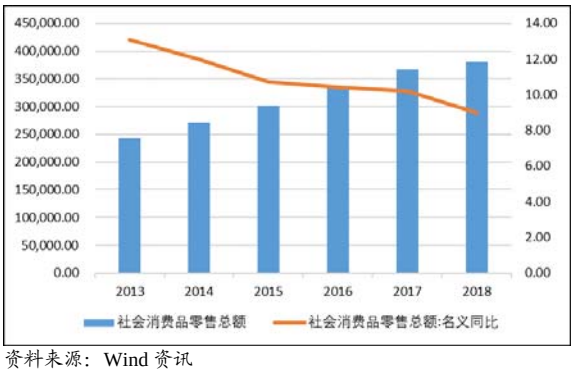
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018 年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（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，2018 年中国社会消费品零售总额 380986.85 亿元，名义口径同比增长 8.98%。2019 年 1-3 月，中国社会消费品零售总额 97790 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

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

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《2018年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，厦门市全年地区生产总值（GDP）4791.41亿元，按可比价格计算，比上年增长7.7%。其中，第一产业增加值24.40亿元，增长2.6%；第二产业增加值1980.16亿元，增长8.1%；第三产业增加值2786.85亿元，增长7.5%。三次产业结构为0.5：41.3：58.2。

2018年，厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长10.1%。分产业看，第一产业投资增长0.8%，第二产业投资增长14.1%，第三产业投资增长9.4%，三次产业投资比例为0.1：16.9：83.0。

国内贸易方面，2018年，厦门市社会消费品零售总额1542.42亿元，比上年增长6.6%。其中商品零售1371.60亿元，增长5.9%；餐饮收入170.82亿元，增长12.8%。限额以上企业实现零售额1064.13亿元，增长4.9%，占全市社会消费品零售总额的69.0%；限额以下单位实现零售额478.29亿元，增长10.6%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有181家，实现零售额868.49亿元，净增65.85亿元，增长8.2%。

总体看，跟踪期内，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2019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.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，通过产业运营和资本运作，沿着产业链上下游不断拓展产品经营业务，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了很强的供应链服务能力。

2014 年以来，公司开展黑龙江产区的粮食收储业务，粮食仓储能力及仓容规模不断扩大。截至 2019 年 3 月底，公司已在粮食产区以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化、甘南、拜泉九大综合仓储物流中心为核心节点，配备烘干、铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车（箱）2700 余个，辐射周边 40 多个收购网点，南方港区经营和管理近 20 万吨港区库容，逐步构建了北粮南运物流体系，服务农民售粮、国家粮食收储、下游粮食深加工、养殖和饲料生产企业的原料供应，目前公司粮食仓容能力约为 1500 万吨，截至 2018 年底管理国储粮食库存总量约 1086 万吨。

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 2019 年 3 月底，公司基础物流体系在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，为客户提供仓储服务，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 43.82 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海宝山区、广州黄埔港区、武汉和临沂等。公司通过为客户提供仓储保管、装卸、加工、租赁服务等，获取仓储管理费用、初加工费用和租赁费用。跟踪期内，公司积极推进铁路物流资源的布局，完成对厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）的实际控制。截至 2019 年 3 月底，象道物流在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、贵州息烽等大宗商品集散区域，建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场（配备铁路专用线），拥有自备集装箱逾 21000 个，配套集装箱堆场和仓库面积逾 220 万平方米，20 多个常驻业务网点遍布全国，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

跟踪期内，公司位列 2019 年《财富》中国 500 强排行榜第 40 位；位列 2018 年《福布斯》全球上市公司 2000 强第 1557 位；在 2019 年中国 500 强“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中，位列第 1;；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；获评中国物流与采购联合会评定的中国物流杰出企业、国家 5A 级物流企业。

总体看，公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，跟踪期内在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面保持既有优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构和管理制度无重大变化。

公司于 2018 年 8 月 16 日召开第七届董事会第二十八次会议审议通过了《关于聘任高管人员的议案》，决定聘任张军田先生、张岳端先生为公司副总经理，任期自董事会决议生效之日起至第七届董事会届满。2019 年 3 月底，公司高级管理人员 8 名，其中总经理 1 名、副总经理 7 名。

张军田先生，现任公司副总经理，厦门象屿化工有限公司总经理。曾任厦门兴大进出口贸易公司天津分公司总经理，象屿集团贸易中心副总经理，公司塑化事业一部总经理。

张岳端先生，现任公司副总经理，曾任厦门象屿资产管理运营有限公司法律部经理、副总经理，公司总经理助理。

八、重大事项

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%。象道物流成立后，通过在陕西、河南、江西、贵州、青海、湖南等地设立或收购子公司作为主体，以托管经营与资产租赁的方式承接合作方在当地原有的铁路集装箱场站运营业务，并同步向合作方收购上述区域铁路集装箱场站主要资产。

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专业化铁路物流公司，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 530 万平方米、仓库面积逾 40 万平方米（均为自有）；拥有集装箱卡车、厢式货车以及行吊、叉车等装卸起重设备、包装设备等；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 月正式开始各项业务经营，2017 年 8-12 月营业收入为 8.10 亿元，净利润为 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 31620.00 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%[2]。若象道物流的净利润不足上述约定，五店港物流应在审计报告出具后的 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。2018 年象道物流的业绩承诺目标为 1.81 亿元，2018 年经审计象道物流净利润为 1.82 亿元，已达到业绩承诺目标。

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，并完成 20%股权的变更登记手续，变更后公司持有象

[2]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。

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和强化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分销服务及物流服务为主业。2018 年，公司实现主营业务收入 2336.01 亿元，同比增长 15.08%。从收入构成来看，2018 年大宗商品采购分销服务及物流服务实现收入 2316.78 亿元，同比增长 14.55%，占营业收入比重为 99.18 %，仍为公司收入最主要来源，其中农产品物流服务实现收入 9.77 亿元，同比下降 10.45%，主要是由于粮食出库导致仓储收入下滑所致；铁路物流服务当期实现收入 8.81 亿元，主要是由于公司合并范围内增加象道物流所致。

从毛利率来看，跟踪期内，大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率水平同比变动不大，2018 年综合毛利率为 2.67%，较 2017 年全年小幅提升 0.39 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 551.48 亿元，同比增长 18.27%；其中铁路物流服务毛利率水平较 2018 年全年下降至 14.90%，主要是由于季度性淡季同时煤炭转场业务下降，当期综合毛利率水平为 3.30%。

表 2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年			2018 年			2019 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
大宗商品采购分销服务及物流服务	2022.46	99.63	2.21	2316.78	99.18	2.61	547.34	99.25	3.31
其中:农产品物流服务	10.91	0.54	59.87	9.77	0.42	60.74	1.96	0.36	58.00
铁路物流服务	--	--	--	8.81	0.38	20.10	3.16	0.57	14.90
其他	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93	4.14	0.75	1.93
合计	**2029.92**	**100.00**	**2.28**	**2336.01**	**100.00**	**2.67**	**551.48**	**100.00**	**3.30**

资料来源：公司提供

注：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；2018 年主营业务收入中其他包括制造业、造船和小贷业务，同比大幅增长主要是由于船舶业务逐步拓展，合同订单增加，按造船进度结转收入所致。

2. 大宗商品采购分销服务及物流服务

公司大宗商品采购分销及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，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。近年来，公司沿着产业链上下游不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，逐步形成核心产品经营体系。公司经营的核心产品包括金属矿产、能源化工和农产品，三者合计占贸易业务收入的 95%以上。2018 年，公司内贸及进出口贸易收入占比分别为 82.12%和 17.88%，公司大宗商品采购分销服务及物流服务以内贸为主。

表 3 公司大宗商品采购分销业务收入构成情况
（单位：亿元、%）

商品类别	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
能源化工	457.85	23.09	647.27	28.63	136.84	25.65
金属矿产	1374.68	69.32	1404.95	62.15	342.74	64.26
农产品	93.50	4.71	171.50	7.59	46.26	8.67
其他	57.13	2.88	36.75	1.63	7.57	1.42
合计	**1983.17**	**100.00**	**2260.47**	**100.00**	**533.40**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：2017 年煤炭分类至金属矿产，2018 年重分类至能源化工

（1）大宗商品采购分销

跟踪期内，公司业务模式未发生重大变化，

仍主要通过汇聚产业链上下游客户的需求，同时嫁接大宗商品物流服务和供应链金融服务，为客户提供原材料采购、产成品销售、物流运输、库存管理、资金信用等多环节的综合解决方案，获取综合服务收益（涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益），为客户实现降本增效。

跟踪期内，公司采购模式与销售模式未发生重大变化，在采购定价上，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在结价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2018 年，公司前五大供应商占采购总额的比重为 22.58%，集中度一般。公司在上游供应商的结算方式方面，主要包括款到发货、银行承兑汇票和信用证方式。

与下游客户的结算方式方面，主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，公司为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。在具体比例上，约 30%通过信用证方式，约 30%通过银行承兑汇票方式，约 40%通过现金或银行汇款方式。2018 年，公司前五大客户销售额占销售总额的比重为 13.01%，集中度一般。

公司为规避价格剧烈波动对大宗商品贸易业务的影响，通过利用二次定价、公式结价、提供保证金、进行市场行业行情研判，同时还利用期货市场规避风险的功能，在期货市场采用远期合同提前卖出，以避免后期价格大幅下跌可能造成的损失；或者在期货市场订购远期货物的方法，以避免后期价格大幅上涨造成的订单利润被侵蚀的风险，一定程度上对抵公司大宗商品贸易业务因价格剧烈变动产生的风险。

金属矿产

金属矿产主要包括黑色金属（含钢材）、有色金属、其他类等。2018 年公司金属矿产实现收入 1404.95 亿元，同比增长 13.04%（已剔除煤炭业务重分类影响）；金属类合计销售数量 5713.23 万吨。目前公司金属矿产板块除以事业部形式开展的金属矿产贸易外，还包括实体企业全程供应链服务模式。实体企业全程供应链服务项目模式有两种，第一种模式下公司不仅介入生产型企业的采购与销售环节，还参与其生产调度和生产计划；第二种模式为代采代销，公司仅介入生产型企业的采购与销售环节，不参与其生产调度，生产计划由客户确定。

跟踪期内，公司第一种模式的实体企业全程供应链服务模式及结算方式未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司第一种模式的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、不锈钢等。2018 年，第一种模式的实体企业全程供应链服务收入合计 353.84 亿元，同比下降 12.30%，主要是由于 2018 年公司为进一步提升经营质量，优化业务结构，调整低价值业务所致，当期实现毛利率 0.80%，较上年提高 0.21 个百分点，因该模式仍处在培育初期，毛利率较低。

截至 2019 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，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁，公司与其结算方式、销售模式未发生重大变化；2018 年，公司该模式为金属材料贸易贡献收入 349.69 亿元，同比大幅增长 79.59%，主要是由于客户生产稳定，需求量增加所致。

2016 年以来，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及财务人员，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，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。2018 年合资公司为公司金属材料贡献收入 228.82 亿元，同比大幅增加 152.55 亿元，主要是由于铝产品供应链业务拓展所致。

能源化工

能源化工产品贸易品种主要以有机类、塑化类和煤炭为主，2018 年，能源化工产品进出口贸易及国内贸易占比分别为 24.33%和 75.67%，毛利率分别为 2.25%和 1.77%。2018 年，公司化工产品贸易收入大幅增长 41.37%至 647.27 亿元，主要是由于 2018 年度将煤炭业务从公司金属类调整到能源化工类，煤炭业务拓展所致。2019 年 1-3 月，公司化工产品实现收入 136.84 亿元，同比增长 78.81%。

农产品

公司农产品主要以粮食类、油脂油料类和木材类为主，经营主体主要为象屿农产和厦门象屿农产品有限责任公司等。公司于 2013 年 9 月出资 4 亿元设立象屿农产（成立之初公司持股比例为 80%）；2018 年 11 月，公司完成收购象屿农产 20%股份，对象屿农产持股比例上升至 100%。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、收购、仓储、物流、分销等业务（仅粮食采购分销业务计入大宗商品采购分销服务，其余归属农产品物流服务）。

目前，公司玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心，整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立集散中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供粮食资源；饲料原料类以上海、天津、广州等各分公司为依托，辐射华东、华中、华北、东北、西北、华南、西南各地市场；油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门四大港口为核心，向华南、华东、华北和福建市场进行辐射。跟踪期内，公司粮食贸易供应商及主要客户结算方式未发生变化。

2018 年农产品国内贸易和进出口贸易占比分别为 73.47%和 26.53%，毛利率分别为 7.79%和 1.70%，同比均有所下滑。2018 年农产品实现收入 171.50 亿元，同比大幅增长 83.42%，主要是由于象屿农产持续发挥产地优势、港区的物流优势以及销区的销售优势，业务规模增长所致。

其他贸易产品

公司经营的其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。2018 年，公司其他贸易产品合计收入 36.75 亿元，同比下降 35.67%，主要是由于国家政策及贸易环境影响，汽车供应链规模下降所致，2018 年，公司采购平行进口车 9700 台，金额为 40590 万美元，共计获得收入 31.17 亿元。

3. 大宗商品物流服务

跟踪期内，公司通过控股象道物流掌握铁路物流网络核心资产，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，截至目前，已构建并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务体系和铁路物流服务体系。

（1）基础物流服务

公司基础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（公司合并持股 85.98%，以下简称“速传供应链”）负责。公司基于仓库、堆场和专业物流园区等基础物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的基础物流服务体系。2018 年，公司实现基础物流服务收入 37.73 亿元，同比增长 19.29%，主要来自物贸联动带来的业务量增加及原有业务的增长。

跟踪期内，公司自营堆场面积及类型、自营仓库面积及类型、运输服务能力及物流园区持有等方面未发生重大变动，截至 2019 年 3 月底，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆

场 33.83 万平方米，在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，为客户提供仓储服务，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 43.82 万平方米，在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。

（2）农产品物流服务

在农产品业务领域，公司通过延长产业链条，整合生产、流通、消费三大业务环节，在产业链上游，提供土地流转、种肥农机服务和合作种植服务；在产业链中游，提供粮食收购、烘干、仓储、运输等各环节流通服务；在产业链下游，为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农产品采购分销服务（计入大宗商品采购分销）。

跟踪期内，农产品物流服务盈利模式未发生变动，公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费。同时通过经营粮食国储临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。农产品物流服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，其中国储补贴由政府相关部门按月以银行汇款结算给公司。经营主体仍主要为象屿农产。

截至 2018 年底，象屿农产总资产为 147.47 亿元，所有者权益为 41.61 亿元，2018 年实现营业收入 117.98 亿元，同比大幅增长 89.39%，主要是由于公司农产品采购分销业务规模大幅增长所致，当期实现净利润 4.13 亿元，经营活动现金流量净额为-2.20 亿元。截至 2019 年 3 月底，象屿农产总资产为 153.74 亿元，所有者权益为 42.17 亿元，2019 年 1-3 月实现营业收入 33.09 亿元，实现净利润 0.61 亿元，经营活动现金流量净额 0.09 亿元。

合作种植方面，2018 年度开展种植业务面积达 15.26 万亩，合作种植规模同比变动不大，仍处于较低水平。粮食收储方面，公司于当年 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玉米、水稻等粮食，之后经过烘干、仓储，运输交给国家粮库，粮食收储后由中储粮验收入库。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，2018 年 9 月下降为 74 元/吨；粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓。

公司在收粮过程中代收粮食不计入公司存货，为扩大收储规模，象屿农产在开秤前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，向农户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务。发放给农户和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。截至 2019 年 3 月底，象屿小贷发放贷款余额合计 6510.12 万元，其中自营贷款余额 5910.12 万元，全部为对农户的放贷，其余为公司通过象屿小贷对工业客户发放的委托贷款余额 600 万元，截至 2019 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

2018-2019 年收粮季，公司收储水稻 28 万吨，未收储玉米，2018 年粮食出库 236.9 万吨。截至 2018 年底，公司经营和管理的粮食仓容已超过 1500 万吨，管理国储粮食库存总量 1086 万吨。受管理国储粮食规模下降及收储规模下降影响，公司 2018 年国储粮仓储收入为 9.67 亿元，同比下降 9.54%，玉米陈粮轮出速度较慢，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。

表 4　粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2017 年		2018 年		2019 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
仓储收入	106923.91	60.23	96718.07	61.52	19405.99	56.79

装卸收入	4268.69	-37.93	9632.76	57.34	716.58	-101.16
烘干收入	615.81	-909.26	1609.67	-32.86	93.94	-810.45
合计	**111808.41**	**51.15**	**107960.49**	**59.74**	**20216.51**	**47.16**

资料来源：公司提供

（3）铁路物流服务

公司于2017年6月与五店港物流合资成立象道物流（截至2019年3月底，公司持股60%），正式进入铁路物流领域，跟踪期内，公司于2018年5月完成对象道物流20%股权收购实现控股，将其纳入合并范围同时获得了铁路物流网络核心资产。

公司结合大宗物资流通服务需要，依托现有集装箱和专线资源优势为产业链上下游客户提供门到门、门到站、站到站等全程多式联运服务业务与节点场站中转综合服务。截至2018年底，象道物流注册资本为15.00亿元，资产总额为45.49亿元，权益总额为16.94亿元，2018年营业收入[3]19.17亿元，净利润1.82亿元。

目前铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户允许有一定的账期，同时通过掌握货权预防应收款风险，即控制客户未提货货值保持超过应收货款金额。2018年，象道物流共经营货量1234万吨，其中发送566万吨、到达351万吨、仓储317万吨，主要品种是煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为51.39%；下游前五大客户占营业收入比例为40.80%，其中下游关联销售规模占比16.41%。

公司在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、贵州息烽等大宗商品集散区域，建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场（配备铁路专用线），拥有自备集装箱逾21000个，配套集装箱堆场和仓库面积逾220万平方米，20多个常驻业务网点遍布全国，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

4. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为56.18次、16.45次和4.66次，同比均有所下降。总体看，公司经营效率较高。

5. 未来发展

截至2019年3月底，公司主要在建项目6个，项目总投资26.94亿元，截至2019年3月底已投资16.88亿元，2019年4-12月计划投资10.07亿元，公司未来投资规模可控。

江苏大丰铁矿石加工项目总用地面积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。项目总投资3.60亿元，截至2019年3月底，已投资81.00%；二期项目仍在规划中。

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。项目总投资5.16亿元，截至2019年3月底已投资86.58%。

绥化象屿金谷30万吨罩棚项目由绥化象屿金谷农产有限责任公司负责建设，建设地点位于绥化市北林区张维镇三组，项目总投资1.59亿元，截至2019年3月底已投资1.17亿元。项目新建罩棚仓6栋，设计总仓容30万吨，以散粮方式接收和发放粮食，同时建设相关配套工艺设施；建设潮粮堆场、排水沟、桥涵及仓周围地面硬化等附属配套设施。

巩义象道货场建设项目由巩义市象道物流

[3] 2018年5月底非同一控制下企业合并纳入本公司合并范围，此处填制的损益数据为象道物流2018全年

有限公司负责建设，项目总投资 4.01 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 2.31 亿元，其中自有土地 133 亩正用于铁路专用线施工建设中，未来将拥有两条专用线及十万平方仓库，预计于 2019 年 8 月底完工并投入使用。

安阳象道货场建设项目总投资 8.07 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 3.48 亿元，安阳象道国际物流园铁路专用线工程将建成自有铁路专用线 6 条。

息烽象道货场建设项目由息烽象道物流有限公司负责建设，将自有的 200 亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，项目总投资 4.52 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 2.55 亿元，未来将拥有自有铁路专用线三条以及 8 万平方米左右仓库。

总体看，公司在建项目未来资金压力可控，但随着公司进一步拓展业务规模，融资需求将持续存在。

表 5　截至 2019 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	截至 2019 年 3 月底投资进度	截至 2019 年 3 月底已投资	2019 年 4-12 月计划投资
江苏大丰铁矿石加工项目	35972.00	81.00%	29142.00	6830.00
富锦金谷铁路发放系统项目	51583.00	86.58%	44662.00	6921.00
绥化象屿金谷 30 万吨罩棚项目	15857.76	73.58%	11667.88	4189.88
巩义象道货场建设项目	40067.87	57.59%	23074.08	16993.79
安阳象道货场建设项目	80723.00	43.06%	34758.00	45965.00
息烽象道货场建设项目	45214.47	56.31%	25459.53	19754.94
合计	**269418.10**	--	**168763.49**	**100654.61**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了2018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2019年一季度财务报表未经审计。

截至2018年底，纳入合并报表的子公司总共136家，较2017年底合并范围增加33家公司，其中合并象道物流等38家公司，减少嫩江富达商贸有限公司等5家公司。截至2019年3月底，纳入合并报表的子公司总共140家，较2018年底合并范围新增4家公司。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为547.93亿元，所有者权益为195.19亿元（含少数股东权益73.41亿元）；2018年，公司实现营业收入2340.08亿元，利润总额19.28亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为659.89亿元，所有者权益为192.15亿元（含少数股东权益68.54亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入552.20亿元，利润总额4.50亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 547.93 亿元，同比增长 20.28%。截至 2018 年底，公司流动资产占 70.87%，非流动资产占 29.13%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产为 388.33 亿元，同比增长 16.76%，主要由货币资金（占 18.09%）、预付账款（占 17.68%）和存货（占 39.84%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 70.25 亿元，同比大幅增长 45.43%，主要系公司供应链业务规模扩大储备资金增加所致。公司货币资金中使用受限的金额为 5.76 亿元，主要为保证金和冻结款等。

截至 2018 年底，公司应收账款为 48.80 亿元，同比增长 88.78%，主要系公司采用赊销和信用证结算的业务增加所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款组合账面价值 48.70 亿

元，0-6 个月的占 92.98%，7-12 个月的占 2.83%，整体账龄较短。欠款方前五名共计占应收账款余额的 29.52%，集中度一般。公司累计计提应收账款坏账准备 3.63 亿元，综合计提比例为 6.92%。

截至 2018 年底，公司预付款项为 68.66 亿元，同比变动不大。其中账龄在 1 年以内的占 91.80%，整体账龄短。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 154.70 亿元，同比增长 26.85%，主要是供应链业务规模扩大导致库存商品的增多。构成上公司存货以库存商品（占 86.69%）为主。公司累计计提库存跌价准备 3.42 亿元，累计计提坏账比例为 2.16%。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 28.32 亿元，同比下降 39.94%，主要系公司子公司象屿小贷于年底前陆续收回贷款本金所致，2017 年底规模大主要系当期开秤晚，本金主要于次年一季度收回所致。截至 2018 年底，其他流动资产主要包括理财产品 10.99 亿元、资金信托计划 2.00 亿元、进项税额 9.00 亿元和贷款业务 2.25 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 159.60 亿元，同比增长 29.78%，主要由固定资产（占 58.55%）和无形资产（占 11.26%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 1.06 亿元，同比减少 4.66 亿元，主要系卖出恒力股份股票及增加信托所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资同比下降 23.13%至 14.74 亿元，主要为公司收购象道物流 20%股权，将其纳入合并范围所致，截至 2018 年底，公司长期股权投资主要包括厦门集装箱码头集团有限公司 7.50 亿元和哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.67 亿元，当期权益法确认的投资收益为 1.39 亿。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 93.45 亿元，同比增长 56.11%，主要是由于象道物流纳入合并范围及部分在建工程转固所致，公司累计计提固定资产折旧 12.07 亿元，累计计提减值准备 142.14 万元。截至 2018 年底，公司在建工程同比增长 80.02%至 12.01 亿元，主要是由于当期公司将象道物流纳入合并范围所致，截至 2018 年底，在建工程主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 4.19 亿元、巩义象道物流有限公司铁路专用线工程 2.45 亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.68 亿元；当期转入固定资产金额为 6.28 亿元，合并增加 3.96 亿元。截至 2018 年底，公司无形资产同比增长 47.82%至 17.98 亿元，主要是由于企业合并增加土地使用权 6.16 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 1.94 亿元，同比下降 60.28%，主要是由于主要是当期收购资产冲减预付投资款以及委贷业务分批到期回款所致，截至 2019 年 5 月 11 日，委托贷款已全部收回。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 659.89 亿元，较 2018 年底增长 20.43%；流动资产占比为 75.43%，仍以流动资产为主。货币资金降至 53.51 亿元；应收账款及预付账款均较 2018 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；存货较 2018 年底增长 41.88%至 219.49 亿元，主要是供应链业务发展需要增加存货储备所致；其他流动资产较 2018 年底下降 31.33%至 19.45 亿元，主要系根据新金融工具准则，将原计入其他流动资产的项目转入交易性金融资产，其他科目变动不大。

截至 2018 年底，公司资产受限规模合计 37.62 亿元，主要包括受限其他货币资金 5.76 亿元、受限存货 2.29 亿元、受限其他流动资产 2.52 亿元、受限投资性房地产 3.54 亿元、受限无形资产 4.15 亿元和受限固定资产 18.67 亿元。

跟踪期内，随着业务规模扩大及象道物流的并表，公司资产总额快速增长，存货、预付款项及应收账款规模较大，对资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 195.19 亿元（其中少数股东权益 73.41 亿元），同比增长 21.67%，主要系公司发行永续中期票据及少数股东权益增加所致。其中归属于母公司权益 121.78 亿元中，股本占 17.72%、资本公积占 36.23%、其他权益工具占 20.53%、未分配利润占 24.38%。公司股本同比增长 48.00%，同时资本公积同比下降 13.85%，主要是当期资本公积转增股本所致；公司其他权益工具 25.00 亿元主要包括 2017 年发行的 10 亿元永续中期票据“17 象屿股份 MTN001”（5+N 年）、2017 年发行的 10 亿元的可续期信托贷款（3+N 年）以及 2018 年发行的 5 亿元永续中期票据“18 象屿股份 MTN001”（3+N 年）。截至 2018 年底，公司少数股东权益为 73.41 亿元，同比增长 44.03%，主要是由于子公司发行可续期信托贷款及子公司少数股东增资所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 192.15 亿元，其中少数股东权益 68.54 亿元，分别较 2018 年底下降 1.56%和 6.63%，其他各科目较上年变化不大。

跟踪期内，公司完成象道物流并表以及发行永续债券，所有者权益有所增长，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计为 352.74 亿元，同比增长 19.52%，其中流动负债占 81.87%，构成以流动负债为主。截至 2018 年底，公司流动负债为 288.78 亿元，同比增长 8.42%，主要由短期借款（占 36.01%）、应付票据（占 19.98%）、应付账款（占 17.62%）和预收款项（占 15.92%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 104.00 亿元，同比小幅下降 10.18%。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 2018 年底，公司应付票据和应付账款分别为 57.70 亿元和 50.88 亿元，同比分别增长 79.66%和 11.91%；公司应付账款主要为应付货款 39.16 亿元。

截至 2018 年底，预收款项为 45.97 亿元，同比下降 10.21%，其中预收货款占 98.57%。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 63.96 亿元，同比增长 122.24%，构成主要为长期借款（占 58.64%）和应付债券（占 15.57%）。

截至 2018 年底，公司长期借款为 37.51 亿元，同比大幅增长 256.59%，主要是由于公司合并范围纳入象道物流，新增象道物流长期借款所致。截至 2018 年底，公司应付债券为 9.96 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 2018 年底，公司其他非流动负债新增 6.00 亿元，主要为应付控股股东象屿集团的长期借款。

截至 2018 年底，公司全部债务为 229.49 亿元，同比增长 29.96%；其中短期债务占 75.18%，以短期债务为主。公司 2018 年底长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 22.59%、54.04%和 64.38%。若将公司计入其他权益工具的 25 亿元永续债务纳入长期债务，上述三项指标分别为 32.50%、59.93%和 68.94%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 467.74 亿元，较 2018 年底增长 32.60%。流动负债增长 38.73%至 400.62 亿元，其中，短期借款较 2018 年底增长 78.66%至 185.81 亿元，主要是供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；其他应付款[4]较 2018 年底增长 309.71%至 25.64 亿元，主要是增加与控股股东象屿集团 20.15 亿元借款所致。

截至2019年3月底，公司全部债务为335.99亿元，较上年底大幅增长46.41%，其中短期债务占81.93%。截至2019年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为24.01%、63.62%和70.88%。若将公司计入其他权益工具的25亿元永续债务纳入长期

[4]非报表披露口径（不含应付利息、应付股利）

债务，上述三项指标分别为33.90%、68.35%和74.67%。

跟踪期内，随着公司物流供应链业务延续扩张以及象道物流并表，公司债务规模持续增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重，期限结构有待优化。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司供应链业务的拓展，营业收入规模持续增长，2018年，公司实现营业收入2340.08亿元，同比增长15.11%，营业成本2275.70亿元，同比增长14.60%，营业利润率2.66%，同比小幅提升。

2018年，公司期间费用合计47.54亿元，同比增长33.45%，主要来自销售费用和财务费用的增长。2018年，销售费用为28.93亿元，同比增长23.62%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。财务费用为12.34亿元，同比增长58.21%，主要是由于公司利息支出增长同时当期汇兑损失2.47亿元（2018年为汇兑收益0.58亿元）所致。2018年，期间费用占2.03%。

2018 年，公司资产减值损失 4.69 亿元，同比变化不大，主要包括坏账损失 1.52 亿元和存货跌价损失 3.05 亿元。2018 年，公司公允价值变动收益-0.57 亿元，较上年的 3.80 亿元大幅下降，主要是 2017 年公允价值变动系期货合约浮盈所致；2018 年公允价值变动系衍生金融工具产生的公允价值变动收益-1.58 亿元，主要系远期结售汇合约浮盈较去年同期减少所致。2018年，公司投资收益大幅增长至6.89亿元（上年为 1.81 亿元），主要包括权益法核算的长期股权投资收益 1.39 亿元，处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.68 亿元（系出售恒力股份股票所致），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投资收益 3.06 亿元（主要系期货合约投资收益 1.86 亿元）。

2018 年，公司其他收益为 1.66 亿元，主要为各类政府补贴。2018 年营业外收入 1.41 亿元，主要包含赔偿金、违约金 0.91 亿元以及政府补助 0.31 亿元。2018 年，公司利润总额为 19.28 亿元，同比增长 49.96%。其中，公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入合计为 9.39 亿元，同比增长 21.78%，占利润总额的 48.69%，为利润总额形成一定补充。从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.66%和 7.76%，均较 2017 年小幅提升。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 552.20 亿元，同比增长 18.27%，营业利润率为 3.30%。同期，公司销售费用同比增长 72.65%至 8.66 亿元，主要系铝产品等核心产品供应链业务中物流配套服务增加，同时煤炭、农产品业务量增长，相应运输、港口费用增加所致；当期财务费用较上年同期增长 200.46%至 2.61 亿元，主要是由于融资规模增加同时汇兑盈利减少，2018 年 1-3 月实现 1.17 亿元，而 2019 年 1-3 月仅为 0.10 亿元。2019 年 1-3 月，公司获得投资收益 0.81 亿元，主要是期货套保业务投资收益增加，同时上年同期出售恒力股份股票取得收益当期未发生。公司实现利润总额 4.50 亿元，同比下降 8.07%。

跟踪期内，随着公司供应链业务的快速拓展，公司收入规模持续提升，期间费用增长明显，对利润形成侵蚀，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，2018 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 2633.60 亿元和 2641.39 亿元，同比分别增长 10.43%和 10.48%。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 2567.35 亿元和 2621.12 亿元，分别同比增长 8.34%和 8.32%。从收入实现能力看，2018 年公司现金收入比同比下降 4.76 个百分点至 112.54%。2018 年，公司经营活动产生的现金流净额转负为正，为 20.28 亿元，主要是由于公司跟踪期内供应链业务优化结算方式，较多

使用票据支付货款及粮食业务加速资金回笼所致。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入量为 27.73 亿元，同比变动不大，主要为收回投资收到的现金（20.37 亿元）及取得投资收益收到的现金 5.87 亿元；同期，公司投资活动现金流出 44.07 亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 13.78 亿元；投资支付的现金 29.81 亿元。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-16.34 亿元，投资活动现金仍存在缺口。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 469.78 亿元，主要为取得借款收到的现金 426.54 亿元和吸收投资收到的现金 40.06 亿元；筹资活动现金流出为 453.37 亿元，主要为偿还债务支付现金 422.91 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 16.40 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-114.43 亿元，主要是由于供应链业务规模扩张采购备货所致；当期投资活动产生的现金流量净额为-13.17 亿元；公司供应链业务开展，公司资金需求增加，当期筹资活动现金流量净额为 101.55 亿元。

总体看，供应链业务作为资金密集型行业，日常资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响，季度波动较大，2018 年全年公司资金回款有所改善，考虑到公司存在一定投资支出，对外融资需求将持续存在。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均同比小幅上升，截至2018年底，分别为134.47%和80.90%；截至2019年3月底，上述两项指标分别为124.25%和69.46%。2018年，公司经营现金流动负债比率为7.02%。考虑到公司现金类资产对短期债务保障能力偏弱，短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 33.49 亿元，同比增长 37.48%；EBITDA 利息倍数小幅增长至 3.62 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 6.85 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司（含子公司）尚未了结的未决诉讼或仲裁共计 86 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），基本系业务合同纠纷。上述 86 起未决诉讼或仲裁中，公司作为原告的案件有 81 件，涉及金额为 129145.67 万元。其中，已进入执行阶段（包括执行中、已调解、已撤诉、已判决）的案件共 68 起，涉及金额 104384.91 万元；作为被告的案件有 5 件，涉及金额为 4103.00 万元，其中已进入执行阶段（包括执行中、已判决、已撤诉、已调解、已仲裁）共 2 起，涉及金额 3106.00 万元。截至 2019 年 3 月底，公司上述案件已累计计提坏账准备 41691.40 万元及存货跌价准备 1867.23 万元。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信 777.80 亿元，尚未使用额度为 337.66 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. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 129.16 亿元，其中流动资产为 34.48 亿元，非流动资产为 94.69 亿元，资产结构以流动资产为主；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 5.62 亿元和 22.19 亿元；非流动资产主要是长期股权投资 92.95 亿元。截至 2018 年底，母公司负债合计 24.39 亿元，其中流动负债为 11.86 亿元，非流动负债为 12.54 亿元；流动负债以短期借款和其他应付款为主，分别为 5.00 亿元和 2.37 亿元；非流动负债以应付债券为主，为 9.96 亿元。2018 年底，母公司有息债务合计 20.62 亿元，资产负债率为 18.89%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 104.77 亿元，其中股本为 21.57 亿元，其他权益工具为 25.00 亿元（主要为永续债券），资本

公积为 54.59 亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额为 136.65 亿元，资产结构以非流动资产为主（96.04 亿元）。同期，母公司负债合计 32.24 亿元，较 2018 年底增长 32.17%，主要来自长期借款的增长。所有者权益合计 104.41 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入为 0.75 亿元，营业成本为 85.18 万元，投资收益为 3.18 亿元，利润总额为 2.76 亿元。2019 年 1-3 月，母公司实现营业收入 481.31 万元，利润总额-31.18 万元。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-7.82 亿元、-4.18 亿元和 0.99 亿元。

总体看，公司本部有息债务规模可控，利润总额主要依赖投资收益。

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 2019 年 5 月 27 日，公司未结清贷款中有两笔欠息记录；已结清信贷中，有 89 笔垫款记录，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。

8. 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、从业经验和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，包括额度为 10 亿元的“17 象屿股份 MTN001”、额度为 5 亿元的“18 象屿股份 MTN001”和额度为 10 亿元的公司债券“17 象屿 01”，共计 25 亿元，无一年内到期的存续债券。

公司 2018 年 EBITDA 为 33.49 亿元，为存续期内债券总额的 1.34 倍，经营活动现金流入量为 2641.39 亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为 105.66 倍，经营活动现金流量净额为 20.28 亿元，对存续期债券的覆盖倍数为 0.81 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6 截至本报告出具体公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

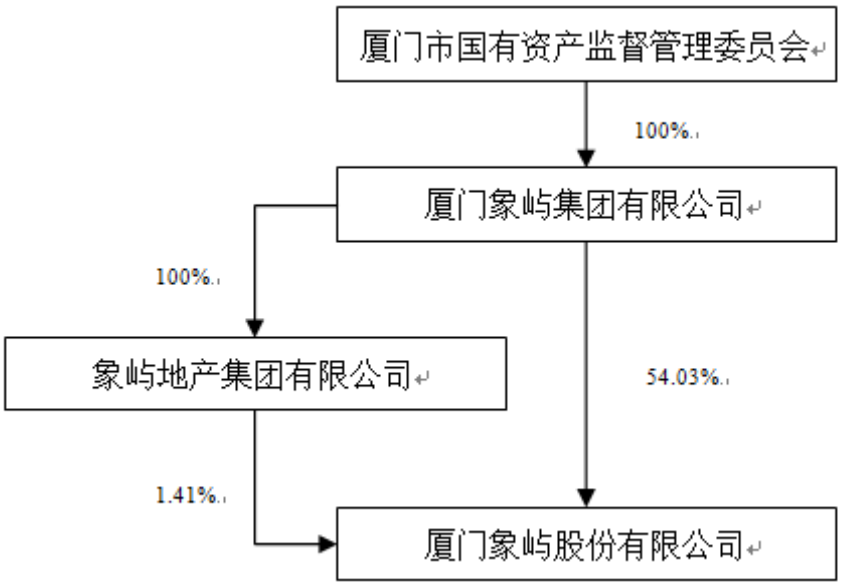
项目	2018 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	105.66
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.81
EBITDA/应付债券余额	1.34

资料来源：联合资信根据公开资料整理

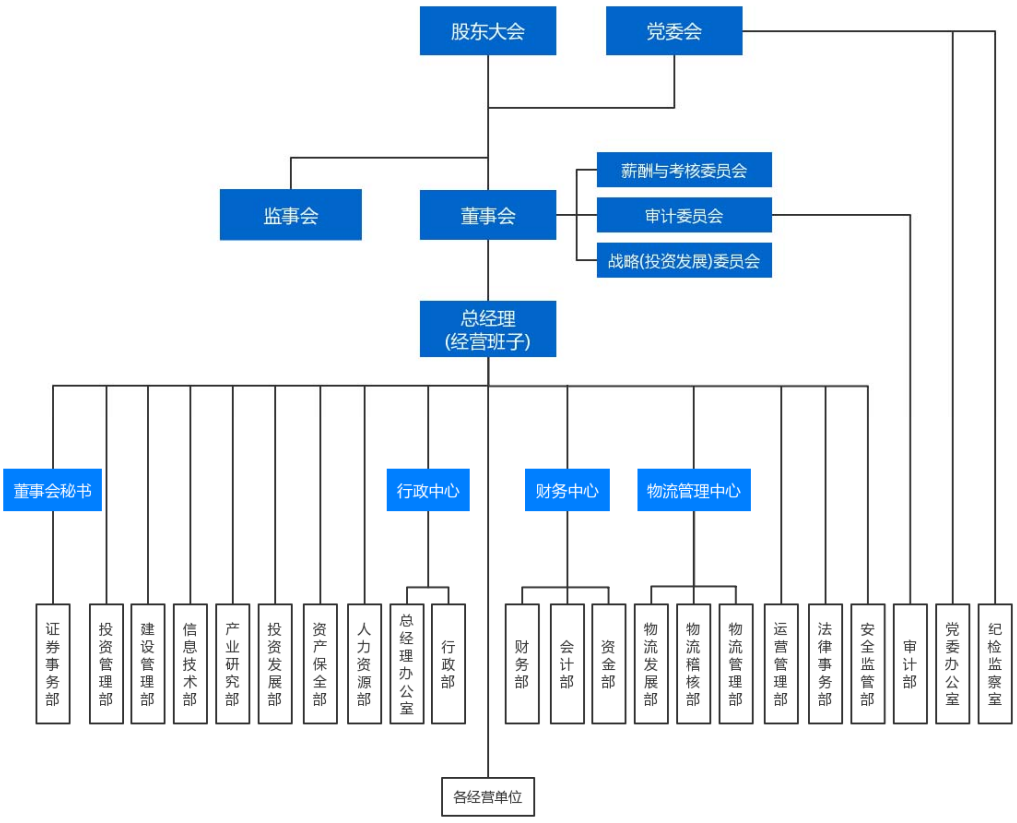
十二、结论

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”和“18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 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.39	45.91	67.92	51.82
资产总额(亿元)	339.10	455.56	547.93	659.89
所有者权益(亿元)	110.00	160.43	195.19	192.15
短期债务(亿元)	132.46	155.00	172.54	275.28
长期债务(亿元)	7.20	21.57	56.95	60.71
全部债务(亿元)	139.66	176.58	229.49	335.99
营业收入(亿元)	1190.67	2032.91	2340.08	552.20
利润总额(亿元)	8.06	12.86	19.28	4.50
EBITDA(亿元)	15.80	24.36	33.49	--
经营性净现金流(亿元)	22.22	-28.94	20.28	-114.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	43.51	67.41	56.18	--
存货周转次数(次)	14.69	17.88	16.45	--
总资产周转次数(次)	3.97	5.12	4.66	--
现金收入比(%)	113.96	117.31	112.54	112.28
营业利润率(%)	3.29	2.24	2.66	3.30
总资本收益率(%)	4.71	5.24	5.66	--
净资产收益率(%)	6.12	6.20	7.76	--
长期债务资本化比率(%)	6.14	11.85	22.59	24.01
全部债务资本化比率(%)	55.94	52.40	54.04	63.62
资产负债率(%)	67.56	64.78	64.38	70.88
流动比率(%)	108.82	124.87	134.47	124.25
速动比率(%)	62.22	79.08	80.90	69.46
经营现金流动负债比(%)	10.34	-10.87	7.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	3.16	3.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.84	7.25	6.85	--

注：1、2019 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及质押应收票据；3、2017 年底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中期票据，2018 年底及 2019 年 3 月底所有者权益中含 10.00 亿元可续期信托贷款和 15.00 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，长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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