信用等级公告

联合〔2020〕1495 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，确定将厦门象屿股份有限公司的主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，将“17 象屿股份 MTN001”和“18 象屿股份 MTN001”的信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，维持“19 象屿股份 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月九日

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

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
厦门象屿股份有限公司	AAA	稳定	AA^+	稳定
19 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AA^+	稳定
17 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

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

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2020 年 6 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市下属重要的供应链管理与服务商之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备显著优势。公司在多年的供应链管理与服务过程中积累了遍布全国的成熟稳定的业务渠道，依托其专业化的供应链服务团队、完善的综合物流资源和成熟的风险控制体系，深耕产业链服务，带动经营规模持续扩张。此外，联合资信也关注到公司主营大宗商品采购分销业务毛利率水平偏低，易受大宗商品市场价格波动影响，业务规模快速扩张推升资金需求，公司债务规模增长快且短期债务占比高，经营现金流量净额波动大等因素可能对公司信用水平造成的影响。

跟踪期内，公司以厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）为主体不断完善铁路物流网点布局，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，具备强大的资源整合能力、网络化物流服务能力及风险管控能力，物流资源优势明显，综合物流服务能力不断增强。公司基于较为完善的物流服务体系，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，核心产品业务量持续提升，带动收入规模的增长和盈利质量的提升。公司建立了完善的内控制度和风险管控体系，从而有效防范大宗商品价格波动、上下游信用风险等因素对整体盈利能力和资金安全性的冲击。同时，公司获控股股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）在资金拆借、融资担保、业务协同等方面的有力支持，象屿集团下属印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目建成投产后公司将为其提供采购销售服务，有助于公司进一步完善在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局和物流资源整合，成为新的收入和利润增长点，股东支持力度强。

存续债券“17象屿股份MTN001”“18象屿股份MTN001”及“19象屿股份MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资

分析师：郭察理　王晴
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

信通过对相关条款的分析，认为“17象屿股份MTN001”“18象屿股份MTN001”及“19象屿股份MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，同时，赎回和利率重置条款设置使上述中期票据不赎回可能性小。公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

“19象屿股份MTN001”由象屿集团提供不可撤销连带责任保证担保，象屿集团主体长期信用等级为AAA，担保实力很强，进一步提高了“19象屿股份MTN001”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，将“17 象屿股份 MTN001”和“18 象屿股份 MTN001”的信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，维持“19 象屿股份 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **厦门市区域经济环境良好，所处福建自由贸易试验区享有一定政策便利，公司外部发展环境良好。**厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及所处福建自由贸易试验区厦门片区享有的政策优势为公司创造了良好的外部发展环境。
2. **公司大宗商品采购分销及综合物流服务主业突出，综合物流服务能力保持行业领先水平。**跟踪期内，公司进一步巩固了集货运代理、堆场、运输、仓储、物流园区等业务为一体的综合物流平台服务能力，对公司业务规模的持续增长和盈利质量的不断提升形成有力支撑。
3. **铁路物流网点布局不断完善，综合物流服务能力持续提升。**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，跟踪期内公司以象道物流为主体不断完善铁路物流网点布局，综合物流服务能力持续增强。
4. **核心产品业务量持续提升，带动收入规模快速增长。**跟踪期内，公司基于较为完善的物流服务体系，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，核心产品业务量持续提升，带动收入规模的快速增长。
5. **完善的内控管理体系和风险管控制度。**公司在多年的供应链管理与服务过程中，围绕存货管理、客商资信管理、财务及资金等方面建立了完善的内控制度和风险管控体

系，有助于防范大宗商品价格波动、上下游信用风险等因素对整体盈利能力和资金安全性的冲击。

6. **公司获控股股东象屿集团在资金拆借、融资担保、业务协同等方面的有力支持，股东支持力度强。**截至 2020 年 3 月底，象屿集团本部对公司拆借款余额 37.40 亿元；“19 象屿股份 MTN001”由象屿集团提供不可撤销的连带责任保证担保，提升了本息偿还的安全性；同时，公司将为象屿集团下属印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目提供采购销售服务，有望成为新的收入和利润增长点。

关注

1. **全球经济复苏存在不确定性，外贸环境日趋复杂，综合作用下中国进出口增速放缓，2020 年新冠疫情爆发对中国经济形势短期有一定冲击。**2020 年初，全球爆发新型冠状病毒肺炎疫情，供应链行业在疫情期间面临国内物流部分中断，海外需求下降，安全和维护成本上升等影响，可能对公司业务造成不利影响。

2. **随着业务规模扩张，存货、预付款项及应收账款等资金占用加剧，经营活动现金流量净额存在季节性波动。**跟踪期内，随着公司供应链业务规模扩张，公司流动资产中存货、预付款项及应收账款快速增长，对公司资金形成一定占用；公司经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在明显季节性波动。

3. **跟踪期内，公司债务规模持续增长，且构成以短期债务为主，面临一定短期偿债压力。**考虑到公司所有者权益中存在 30 亿元永续有息债务，实际债务负担高于测算值。

4. **非经常性损益波动较大，影响利润稳定性。**公司非经常性损益规模易受期货套保影响，投资收益波动较大，对利润水平有一定影响。

5. 存续债券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。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	45.91	67.92	82.24	72.35
资产总额(亿元)	455.56	547.93	657.32	836.28
所有者权益(亿元)	160.43	195.19	217.96	219.85
短期债务(亿元)	155.00	172.54	177.71	362.61
长期债务(亿元)	21.57	56.95	68.29	87.39
全部债务(亿元)	176.58	229.49	246.00	450.00
营业收入(亿元)	2032.91	2340.08	2724.12	669.27
利润总额(亿元)	12.86	19.28	19.36	5.14
EBITDA(亿元)	24.36	33.49	36.83	--
经营性净现金流(亿元)	-28.94	20.28	41.40	-207.85
营业利润率(%)	2.24	2.66	3.04	1.64
净资产收益率(%)	6.20	7.76	6.69	--
资产负债率(%)	64.78	64.38	66.84	73.71
全部债务资本化比率(%)	52.40	54.04	53.02	67.18
流动比率(%)	124.87	134.47	134.69	128.26
经营现金流动负债比(%)	-10.87	7.02	11.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.62	3.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.25	6.85	6.68	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	125.76	128.46	139.66	212.36
所有者权益(亿元)	100.96	104.07	113.81	113.36
全部债务(亿元)	18.75	20.62	17.20	85.53
营业收入(亿元)	1.18	0.75	0.39	0.08
利润总额(亿元)	5.10	2.06	11.14	-0.11
资产负债率(%)	19.72	18.99	18.51	46.62
全部债务资本化比率(%)	15.66	16.54	13.13	43.00
流动比率(%)	591.47	290.75	334.05	166.95
经营现金流动负债比(%)	-16.96	-65.90	-18.34	--

注：1、2020 年一季度财务数据未经审计；2、合并口径现金类资产已剔除受限货币资金、受限交易性金融资产及质押应收票据；3、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；2019 年底和 2020 年 3 月底所有者权益中包含 10 亿元可续期信托贷款和 20 亿元的永续中期票据；4、合并口径其他应付款和其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标，合并口径长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务及相关债务指标；母公司 2020 年 3 月底其他流动负债中的有息债务已调入短期债务及相关债务指标

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 象屿股份 MTN001	AAA	AA+	稳定	2019/10/14	刘嘉敏 郭察理	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
18 象屿股份 MTN001/17 象屿股份 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/7/19	刘嘉敏 郭察理	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
18 象屿股份 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/8/16	刘嘉敏 郭察理 刘祎烜	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文

17 象屿股份 MTN001	AA+	AA+	稳定	2016/10/24	刘嘉敏 姜帆	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

厦门象屿股份有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，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%，象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”，象屿集团全资子公司）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。后经历多次非公开发行及资本公积转增股本，截至2020年3月底，公司股本为21.57亿元，象屿集团直接持有公司54.03%的股权，通过象屿地产间接持有公司1.41%的股权，为公司控股股东，厦门市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。截至2020年3月底，象屿集团所持公司股权中1.79亿股用于质押，占公司总股本的8.30%，占其直接持有股份的15.36%。

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2019年底，公司（合并）资产总额为657.32亿元，所有者权益为217.96亿元（含少数股东权益82.12亿元）；2019年，公司实现营业收入2724.12亿元，利润总额19.36亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为836.28亿元，所有者权益为219.85亿元（含少数股东权益81.69亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入669.27亿元，利润总额5.14亿元。

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”“18象屿股份MTN001”和“19象屿股份MTN001”。其中，“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，并在跟踪期内正常付息。“19象屿股份MTN001”

于 2019 年 12 月公告变更募集资金用途[1]，并已按变更后的募集资金用途使用完毕，截至本报告出具日，尚未到付息日。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
*17 象屿股份 MTN001	10.00	10.00	2017/04/12	2022/04/12
*18 象屿股份 MTN001	5.00	5.00	2018/08/23	2021/08/23
*19 象屿股份 MTN001	5.00	5.00	2019/12/13	2022/12/13

资料来源：Wind

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”“18 象屿股份 MTN001”及“19 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；“19 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。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。“17 象屿股份 MTN001”每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 900 个基点累计计息；“18 象屿股份 MTN001”每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息；“19 象屿股份 MTN001”递延利息按当期票面利率累计计息。2018 年 6 月，公司派发 2017 年现金股利 1.46 亿元；2019 年，公司分两次派发 2018 年现金股利合计 5.18 亿元；2020 年，公司拟派发现金红利 5.39 亿元。公司每年分红稳定，目前经营状况良好且未来持续盈利可能性大，递延支付利息可能性小。

综合以上分析，上述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

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

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

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更

趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的

冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

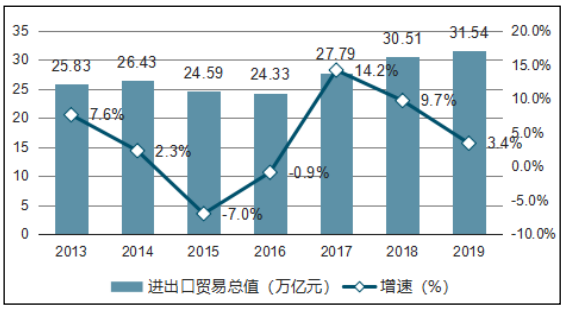
（1）国际贸易

随着供给侧结构性改革的深入推进，各项政策措施继续落地见效，营商环境持续改善，市场主体活力不断增强，外贸结构不断优化。全球经贸风险和不确定性加剧，中美贸易摩擦持续升级，中国主要贸易伙伴结构发生变化。

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。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。2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸继续保持稳中提质势头，实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内

完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，中国出口面形势较好。

图 1　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

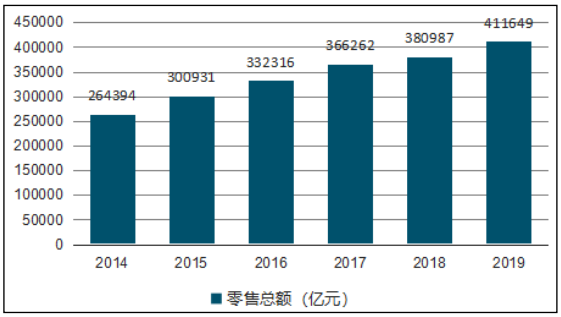
受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。

（2）国内贸易

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，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

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）物流行业

面对纷繁复杂的国际国内形势，近年来物流行业保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大，运行效率有所改善。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。从规模总量看，2019 年中国社会物流总额达到 298.0 万亿元，从增速看，全年社会物流总额可比增长 5.9%，增速比上年回落 0.5 个百分点；社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。从 2019 年变化趋势看，工业物流需求贡献率进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、消费相关等新动能物流需求贡献率继续提升，转型升级态势持续发展。以新产业、新业态、新模式为主要内容的新动能正在快速集聚，持续发展壮大，成为支撑物流需求结构调整的重要力量。

2. 新型冠状肺炎疫情对贸易行业的影响

疫情对贸易行业短期影响较大，中期影响平缓。随着国家和地方出台的一系列政策措施落地见效，居民消费信心逐步恢复，后期消费有望稳步回升，内外贸有望保持总体平稳。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，贸易行业面临物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升等影响。受疫情影响，进出口方面，2020年一季度中国货物贸易进出口总值6.57万亿元人民币，比去年同期下降6.4%。其中，出口3.33万亿元，下降11.4%；进口3.24万亿元，下降0.7%；贸易顺差983.3亿元，减少80.6%。内贸方面，2020年一季度市场消费下降较多，全国实现社会消费品零售总额7.86万亿元，同比下降19.0%。物流方面，2020年一季度，社会物流总需求负增长，社会物流总费用明显回落，全国社会物流总额56.0万亿元，按可比价格计算，同比下降7.5%；物流市场规模降幅亦有所收窄，一季度物流业总收入为1.9万亿元，同比下降12.1%。

2020年3月份以来，随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，居民消费市场趋于活跃，销售企稳回升，价格稳步回落，物流需求降幅收窄，民生保障和消费领域需求保持增长，物流景气指数回升，物流运行呈现复苏势头。疫情影响下新型消费和升级消费不断拓展，无接触配送、无人零售、直播销售等消费新模式快速发展，信息消费、人工智能、“互联网+医疗、卫生、健康”等消费显著增长。另一方面，全球新冠肺炎疫情还在加快蔓延，对世界经济发展造成了冲击，世界贸易组织预测今年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。按照党中央、国务院决策部署，各地各部门已经采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，有信心稳住外贸基本盘，将疫情对进出口贸易的影响降至最低。

3. 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，2019年经济运行保持在合理区间，总体呈现出积极活跃的发展态势，经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2019年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2019年厦门市地区生产总值（GDP）5995.04亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值26.49亿元，增长0.7%；第二产业增加值2493.99亿元，增长9.7%；第三产业增加值3474.56亿元，增长6.6%。三次产业结构为0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值142739元，折合20691美元。

工业方面，2019年厦门市规模以上工业增加值增长8.6%。分经济类型看，股份制企业增加值增长13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长5.0%，其中台资企业增加值增长9.2%；国有控股企业增加值增长6.3%，私营企业增加值增长15.9%。

国内贸易方面，2019年厦门市社会消费品零售总额1731.85亿元，比上年增长12.2%。按消费形态分，商品零售1542.12亿元，增长12.5%；餐饮收入189.73亿元，增长9.9%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6412.89亿元，比上年增长6.9%，其中出口3528.71亿元，增长5.7%；进口2884.18亿元，增长8.3%；贸易顺差644.53亿元，下降4.5%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。其中，福建自有贸易试验区国际贸易单一窗口建设走在全国前列，联通43个部门，服务企业6万多家，日单证处理破100万票，实现对国际贸易主要环节、主要进出境商品和主要出入境运输工具的三个全覆盖，

有效压缩全省进出口货物整体通关时间，厦门口岸集装箱进出口合规成本处于全国沿海主要港口最低水平。自贸区内累计新增企业9.4万户、注册资本2.1万亿元，累计新增外资企业4222家，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，象屿集团直接持有公司54.03%的股权，通过象屿地产间接持有公司1.41%的股权，为公司控股股东，厦门市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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、贸易渠道、综合物流服务能力、智能化信息科技体系建设等方面保持突出的品牌优势和行业竞争力。公司依托覆盖全国、连接海外的“公、铁、水、仓”网络化物流服务体系，不断完善粮食全产业链一体化服务体系，并向黑色金属、铝、煤炭等产业链复制，业务规模不断扩张。

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，通过整合“商流、物流、资金流、信息流”打造“四流合一”的一体化流通服务平台，通过产业运营和资本运作，沿着产业链上下游不断拓展产品经营业务，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了很强的供应链服务能力。

2014 年以来，公司以子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）为主体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，已形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流运输、原粮供应、粮食加工及农业金融等于一体的服务布局，实现粮食全产业链一体化服务体系。截至 2020 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 35 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。截至 2019 年底，公司粮食仓容能力约为 1500 万吨，管理国储粮食库存总量约 900 万吨，其中水稻库存近 50%。同时，公司将粮食“产业全链条服务模式”向黑色金属、铝、煤炭等产业链复制，形成了具有细分产业特色的供应链服务产品，铝产品跨省流通服务量、煤炭进口量以及聚酯、塑料等产品业务量均稳居全国前列。

公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系，运营主体包括厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）和厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“象屿物流”），象屿物流下属厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（以下简称“速传供应链”）是国家 5A 级物流企业，具备良好的行业竞争力和品牌知名度。铁路运输方面，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，自有及租赁铁路货运场站 19 个，配套约 50 公里铁路专用线、逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年运力超 1600 万吨，形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络；公路运输方面，象屿物流自有运输车辆超 500 辆，整合车辆超 10 万辆，年运力超 1500 万吨，形成辐射全国的公路运输网络；水路运输方面，象屿物流与青岛港、中远海等港航企业达成战

略合作，国内沿海及长江流域年运力近 2000 万吨，印尼－中国航线年运力近 1000 万吨，形成立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络；仓储能力方面，除 9 大粮食基地以外，象屿物流在全国各地通过自营和包租形式管理仓库、堆场近 40 个，面积逾 150 万平方米，仓容约 290 万吨，合作仓库约 1400 家，形成覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群。截至 2020 年 3 月底，象屿物流自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 34.18 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、天津北疆港区、上海宝山区、广州黄埔港区、青岛黄岛区等。公司下属 4 个仓库（其中 3 个为自有，1 个为租赁，为象屿物流和象屿农产持有）被大连商品交易所指定为大宗商品指定期货交割仓库，占地面积合计 165.67 万平方米，室内面积合计 39.23 万平方米，交割品种涉及玉米、大豆以及 LLDPE、PP、PVC。

智能化信息建设方面，公司依托自身业务数据、客户资源和应用场景积极向智能化转型，已逐步构建了涵盖决策分析、职能保障、业务运营在内的智能化信息体系。业务运营方面，公司已完成采购分销服务平台、智慧物流服务平台的开发建设，包括仓储管理、运输管理、集装箱管理、铁路货代、海运货代等模块，实现了 PC 端和移动端的业务流程和客户关系维护线上化，有效提升运营效率和服务质量，涵盖财务管控、风险管理、客户关系等职能保障模块。2017－2019 年，公司在数字化建设方面的投入分别为 0.30 亿元、0.54 亿元和 0.58 亿元。

跟踪期内，公司位列 2020《福布斯》全球上市公司 2000 强第 1574 位；位列《财富》中国 500 强第 40 位，在“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第 1；获农民日报社“2019 农业产业化龙头企业 500 强”第 1 位；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；位列中国仓储与配送协会“2018 年全国通用仓储百强企业”第 3 位。

截至 2019 年底，公司下属核心业务运营主体包括象屿物流、象屿农产和象道物流，主要财务数据见下表。

表 3　公司下属核心业务运营主体 2019 年财务指标（单位：亿元）

公司名称	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	所有者权益	营业收入	营业利润	净利润
厦门象屿物流集团有限责任公司	大宗商品采购供应及综合物流	81.26%	50.46	428.75	123.97	2503.83	15.38	12.76
黑龙江象屿农业物产有限公司	农产品供应链	100.00%	21.25	139.40	37.93	140.18	2.73	1.95
厦门象道物流有限公司	铁路运输及综合物流	60.00%	15.00	48.92	15.71	17.92	2.39	1.93

资料来源：公司提供

注：2019 年 6 月，象屿物流通过市场化债转股引入工银金融资产投资有限公司及其一致行动人农银金融资产投资有限公司（以下简称“投资方”），以现金方式对象屿物流增资合计 20 亿元人民币，增资后投资方各持有象屿物流 9.37%股权，公司对象屿物流持股比例由 100%下降至 81.26%，控股地位不变。增资资金主要用于偿还象屿物流及其控股子公司的银行贷款。业绩预期方面，投资方持股期间象屿物流每年可向投资者分配利润不低于投资方投资金额*6.2%/本次增资交割时确定的投资方对象屿物流持股比例。退出安排方面，在实缴出资后满 36 个月（以投资方实缴出资日为准），且双方未就延期达成一致等特定情况下，由公司支付转让价款，受让投资方持有的目标股权，实现其投资退出

3.　企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至 2020 年 5 月 8 日，公司未结清贷款中有逾期利息 331.29 万元；已结清信贷中，有 89 笔垫款记录，有 223 笔关注类和不良类短期借款、7 笔关注类贴现、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。

七、管理分析

管理制度方面，在业务规模持续扩张过程中，为防止大宗商品价格波动、上下游信用风险等对整体盈利能力和资金安全性的冲击，公司重点围绕存货（货权）管理、客商资信管理、财务及资金等方面不断建立健全各项内部控制和风险管理制度。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。

风控体系建设方面，公司建立了以“风险管理为牵引、以内控控制为主体、以合规管理为基础”的风险管控体系，具体如下：

存货（货权）管理方面，公司强化货权管控，确保在库货物安全和货权清晰。公司通过全国布局，围绕沿海口岸和铁路资源沿线在多区域建立了 40 余个自营库点，可以满足公司在塑料、钢材、大宗散货等方面的部分仓储需求；在非自营仓储区域，严格执行《厦门象屿股份有限公司物流供应商管理制度》，确保所有存货仓储单位、运输单位经公司物流管理中心考察审批通过，并与之签订仓储保管合同（或物流协议）方可合作。

客商资信方面，公司建立了《预付款和赊销业务管理规定》等各项制度，对客商准入、过程管理和退出进行全流程有效管控，尤其对赊销客户和预付款供应商进行全面考察和评估，包括但不限于调取客户资信评估报告、征信报告、财务报告、拜访报告、资产评估报告等，定期和不定期的回访采购预付款/赊销客户，动态评估并根据评估结果及时调整信用额度，对于部分合作情况不理想的客户/供应商视情况要求其追加信用保险、提供抵押、担保等风控补偿措施。

套期保值方面，面对大宗商品价格波动明显的特点，公司制定了《厦门象屿股份有限公司套期保值业务管理制度》规范金融衍生品相关交易，采用套期保值来防范价格波动风险，在现货范围内进行严格对锁，规避价格涨跌对公司损益的影响，设置专职部门（产业研究部）对商品价格进行每日盯盘，分析商品未来走势，提前采取对应的措施。

资金管控方面，公司建立健全融资管理、货币资金管理、应收账款管理等一系列制度。同时，公司严格执行《上海证券交易所股票上市规则》，不存在被控股股东及其关联方非经营性占用资金或者违反规定决策程序对外提供担保的情形。为满足公司业务开展中的资金需求，经公司董事会审批并经股东大会审议通过，象屿集团及其关联公司在 2020 年可对公司提供最高余额不超过 100 亿元关联借款，符合上市公司决策流程并正常披露。

高管人员方面，公司于 2019 年 9 月召开第八届董事会第一次会议审议通过了选举第八届董事会成员及监事会、高级管理人员的议案，对部分董事、高级管理人员进行了调整，公司董事长、总经理、监事会主席和财务负责人未发生变化。

八、重大事项

收购象道物流 20%股权

象道物流是主营公铁运输、多式联运、仓储配送等业务的专业化铁路物流公司，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%，厦门五店港物流供应链有限公司（以下简称“五店港物流”）出资 9 亿元，持股 60%。2018 年 5 月，经公司董事会及厦门市国资委审议，公司以自有资金 31620.00 万元收购象道物流 20%股权并完成工商变更登记，变更后公司持有象道物流 60%股份并获得其实际控制权。

象道物流成立以来通过在陕西、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。

业绩承诺方面，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%。2018－2019 年，象道物流的业绩承诺目标分别为 1.81 亿元和 1.84 亿元，经审计的净利润分别为 1.82 亿元和 1.93 亿元，均达成业绩承诺目标。总体来看，收购象道物流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。跟踪期内，象道物流完成业绩承诺目标，公司以象道物流为主体持续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

公司以大宗商品采购分销服务及物流服务为主业，跟踪期内，公司基于完善的物流网点布局，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类、完善核心产品经营体系，收入规模保持扩张，毛利率水平稳步提升。

公司以大宗商品采购分销服务及物流服务为主业，跟踪期内收入规模保持扩张。2019 年，公司实现主营业务收入 2720.56 亿元，同比增长 16.46%。从收入构成来看，2019 年大宗商品采购分销服务及物流服务实现收入 2694.32 亿元，同比增长 16.30%，占主营业务收入的比重为 99.04%，仍为公司最主要的收入来源。其中，农产品采购分销业务实现收入 233.07 亿元，同比增长 35.90%，主要源于粮食类、浆纸类产品业务规模的增长；农产品物流服务实现收入 7.76 亿元，同比下降 20.54%，主要是由于粮食出库以及补贴标准下降导致仓储收入下滑所致；铁路物流服务当期实现收入 12.88 亿元，同比增长 46.14%，主要是因为象道物流于 2018 年 5 月纳入合并范围，2018 年仅合并 5－12 月收入所致；综合物流服务实现收入 35.13 亿元，同比下降 6.89%，主要系市场因素影响，业务量有所下降所致。其他业务 2019 年实现收入 26.24 亿元，主要包括矿石选矿及加工收入 8.86 亿元、造船收入 16.25 亿元和小贷收入等，同比保持增长主要是由于造船收入增加所致。

从毛利率来看，2019 年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率同比增加 0.48 个百分点至 3.09%。分板块看，农产品采购分销业务毛利率同比减少 0.25 个百分点，主要系因非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷所致；铁路物流服务业务毛利率同比增加 7.15 个百分点，系租箱业务规模增长所致；其他业务毛利率为-1.42%，系造船业务周期长、资产占用大、维护维修支出较高，以及矿石选矿加工业务受巴西矿难影响原材料价格上涨等因素所致。2019 年，公司综合毛利率为 3.04%，较 2018 年全年提升 0.37 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 668.12 亿元，同比增长 21.15%，主要源于大宗商品采购分销服务及物流服务收入的增长。在疫情影响下收入规模保持增长，主要系公司在疫情初期即开始积极大力推动销售，黑色金属和煤炭业务量增加所致。毛利率方面，大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率同比减少 1.70 个百分点，系执行新会计准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致；当期综合毛利率水平为 1.65%，同比减少 1.65 个百分点。

表 4　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			2020 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	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	2694.32	99.04	3.09	662.09	99.10	1.61
其中：农产品采购分销服务	93.50	4.71	7.35	171.50	7.59	6.17	233.07	8.57	5.93	54.06	8.09	3.00
农产品物流服务	10.91	0.54	59.87	9.77	0.42	60.74	7.76	0.29	61.23	1.59	0.24	52.35
铁路物流服务	--	--	--	8.81	0.38	20.10	12.88	0.47	27.25	2.29	0.34	26.11
综合物流服务	31.63	1.56	13.04	37.73	1.62	9.86	35.13	1.29	10.43	8.87	1.33	8.38
其他	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93	26.24	0.96	-1.42	6.03	0.90	6.01
合计	**2029.92**	**100.00**	**2.28**	**2336.01**	**100.00**	**2.67**	**2720.56**	**100.00**	**3.04**	**668.12**	**100.00**	**1.65**

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象屿农产的装卸烘干等业务收入

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，经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。

（1）大宗商品采购分销

跟踪期内，公司围绕产业链上下游不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系，能源化工、金属矿产和农产品业务量保持扩张，带动大宗商品采购分销服务收入快速增长。

业务模式方面，公司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，公司业务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，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2019 年，公司前五大供应商采购总额合计 560.81 亿元，占采购总额的比重为 21.30%，集中度一般。公司与上游供应商的结算方式主要包括款到发货、银行承兑汇票和信用证。跟踪期内，公司采购模式与销售模式未发生重大变化。

表 5　2019 年公司前五名供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	占比	是否关联
第一名	254.34	9.66	否
第二名	149.32	5.67	否
第三名	70.66	2.68	否
第四名	49.33	1.87	否
第五名	37.15	1.41	否
合计	**560.81**	**21.30**	**--**

资料来源：公司年报

公司与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，公司为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。2019 年，公司前五大客户销售额合计 298.09 亿元，占销售总额的比重为 10.94%，集中度一般。跟踪期内，公司与下游客户结算方式无重大变化。

表 6　2019 年公司前五名客户情况

（单位：亿元、%）

客户	销售金额	占比	是否关联
第一名	96.26	3.53	否
第二名	85.23	3.13	否
第三名	44.05	1.62	否
第四名	37.11	1.36	否
第五名	35.43	1.30	否
合计	**298.09**	**10.94**	--

资料来源：公司年报

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、公式定价、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。

贸易结构方面，2019 年，公司内贸及进出口贸易在收入中的占比分别为 79.29%和 20.71%；2020 年一季度，公司内贸及进出口贸易在收入中的占比分别为 78.37%和 21.63%，以内贸为主，跟踪期内贸易结构变化不大。

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 98%以上，跟踪期内核心产品种类变化不大。

表 7　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	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
能源化工	647.27	28.63	1.88	676.25	25.63	3.04	159.12	24.51	1.12
金属矿产	1404.95	62.15	1.77	1699.85	64.42	2.12	434.13	66.86	1.17
农产品	171.50	7.59	6.17	233.07	8.83	5.93	54.06	8.32	3.00
其他	36.75	1.63	3.67	29.38	1.11	2.97	2.04	0.31	1.27
合计	**2260.47**	**100.00**	**2.17**	**2638.55**	**100.00**	**2.70**	**649.35**	**100.00**	**1.31**

资料来源：公司提供

注：能源化工包括塑料原料（PE、PP、PVC 等）、化工（甲醇、甲苯等）、化纤原料（PTA、MEG 等）、煤炭；金属矿产包括钢铁、有色金属、矿产、矿砂；农产品包括粮食谷物、食品原料（油脂、白糖、奶粉）、饲料原料（鱼粉、乳清粉、豆粕等）、林产品（原木、锯材、木浆等）；其他产品包括汽车、船舶、工程机械、民生物资等

公司围绕产业链上下游不断延伸服务链条、拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系。2019年，公司持续扩张业务规模，能源化工、金属矿产和农产品业务量同比增长明显。

表8 大宗商品采购分销业务分产品业务量情况

（单位：万吨）

	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
能源化工	3600.23	5562.54	1943.37
金属矿产	5713.23	9496.27	1963.49
农产品	893.36	1150.21	402.70

资料来源：公司提供

注：因为不同品种的单位不尽相同，部分产品种类以米（金属类）、根（原木类）等单位换算计入；上述业务量为业务部门统计口径（非财务口径，未经审计）

能源化工

能源化工业务主要以河北、上海、福建、广东等地区为核心，依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络；下游客户以厂家为主，同时与市场中主要的贸易商建立联系，作为备用销售渠道。2019年，公司能源化工产品大宗商品采购分销服务实现收入676.25亿元，同比增长4.48%；当期能源化工产品经营货量逾5500万吨，同比增长55%，其中煤炭供应链经营货量超4700万吨，同比增长超60%，煤炭进口量稳居全国前列；化工供应链经营货量近800万吨，同比增长14%。2019年，能源化工产品毛利率为3.04%，同比增加1.16个

百分点，毛利率显著增加主要源于煤炭、有机化学品等的毛利率上升。2020年1－3月，公司化工产品实现收入159.12亿元，同比增长16.29%；毛利率为1.12%，同比减少1.44个百分点。

表9　能源化工主要产品业务量及收入情况

商品类别	数量（万吨）			收入（亿元）		
	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
塑化类	123.73	146.58	179.16	100.84	76.71	14.22
有机类	505.83	465.41	100.19	294.73	219.97	38.94
石油类	34.34	136.77	44.25	14.63	58.00	16.43
纺织类	8.03	12.01	241.41	12.82	14.48	0.93
橡胶类	6.37	14.63	2.75	6.21	14.09	1.73
煤炭	2913.01	4781.01	1375.40	215.7	291.27	85.87

注：因为不同品种的单位不尽相同，部分产品种类以件（化工制品）等单位换算计入；上述业务量为业务部门统计口径（非财务口径，未经审计）
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司为拓展蒙古焦煤、电煤业务和内贸焦煤、电煤业务的大宗贸易及配套物流业务，与易大宗控股有限公司合作设立贸易合资公司和组建物流合资公司，其中象晖能源（厦门）有限公司（注册资本20亿元，公司持股51%，以下简称“象晖能源”）已完成设立。象晖能源的投入运营有望带动公司能源化工贸易业务规模提升，2019年，象晖能源实现营业收入和净利润分别为9.58亿元和0.20亿元；2020年1－3月，象晖能源实现营业收入和净利润分别为7.84亿元和0.28亿元。

金属矿产

金属矿产业务方面，公司向上整合钢厂、不锈钢等资源，向下开发核心经销商客户；针对核心经销商客户，通过在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市建立的物流服务能力，提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，针对核心生产型钢厂客户，提供原辅材料采购供应服务、产成品销售服务以及相关配套仓储物流和加工服务，通过一条龙配套服务提高客户粘性并获取增值服务收益。2019年，公司金属矿产实现收入近1700亿元，同比增长21%，主要源于有色金属、铝产品业务量的增长。

表10　金属矿产主要产品业务量及收入情况

商品类别	数量（万吨）			收入（亿元）		
	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
黑色金属	3679.21	4238.33	1200.23	931.04	1056.14	270.62
有色金属	509.64	1055.99	211.56	346.97	469.00	118.47
其他（吨）	1524.38	2915.07	539.35	126.94	174.44	45.03

注：2019年起新增部分非吨计量的产品，未包含在统计中；因为不同品种的单位不尽相同，部分产品种类系换算计入；上述业务量为业务部门统计口径（非财务口径，未经审计）
资料来源：公司提供

公司金属矿产板块除传统模式外，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模式有两种：第一种模式也称虚拟工厂模式，该模式下公司负责工厂主要原材料采购和所有产成品销售，在产、供、销、物流配送中全程控制货权，并与工厂签订了不动产抵押和厂内货物浮动抵押协议，形成对业务风险的有效保障；第二种模式为代采代销，公司作为工厂的主要（非唯一）主料供应商和下游客户，不参与生产计划，也不入场监管。跟踪期内，公司与工厂之间的业务模式和主要结算方式无变化。

跟踪期内，公司虚拟工厂模式的实体企业较上年因合约到期退出减少1家，截至2020年3月底该模式下实体企业共2家，涉及产品主要为钢坯、螺纹钢、带钢等钢材类。2019年，虚拟工厂模式为金属矿产贸易贡献收入395.68亿元，同比增长11.82%，当期毛利率0.78%，较上年变化不大，因该模式仍处在培育初期，毛利率处于较低水平。2020年一季度，虚拟工厂模式实现收入77.32亿元，毛利率为0.94%。

截至2020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，主要涉及不锈钢坯和镍铁产品；2019年，该模式为金属矿产贸易贡献收入376.47亿元，同比增长7.66%；毛利率为2.14%，同比增加0.63个百分点。2020

年一季度，代采代销模式实现收入 102.23 亿元，毛利率为 1.64%。

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（象屿物流持股 51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（象屿物流持股 60%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（象屿物流持股 59.21%）等。跟踪期内，金属矿产类合资公司无新增或调整。公司将合资公司等同于全资子公司管理，由公司控股并派驻总经理或董事长及财务人员，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。2019 年合资公司为金属矿产贸易贡献收入 350.70 亿元，同比增长 53.26%，主要是由于铝产品供应链业务拓展所致；金属矿产贸易的合资公司毛利率为 3.97%，同比实现增长，主要是由于铝产品毛利率上升所致。2020 年一季度，合资公司实现金属矿产贸易营业收入 109.45 亿元，毛利率为 1.15%。

此外，象屿集团下属子公司 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目一期已于 2020 年 2 月投产，该项目是国家发改委“一带一路”重点项目，整体建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4000 万吨多功能码头。因项目仍在试运行阶段，2020 年一季度公司与 OSS 公司开展业务实现收入合计 4.08 亿元。未来，公司将依托自身的供应链服务优势为 OSS 公司提供原材料采购和产成品的销售服务，2020 年预计公司将为 OSS 公司提供商品采购（钢坯、镍铁）金额 100 亿元，销售商品（硅铁、硅锰、无烟煤等原材料）金额 40 亿元。公司与象屿集团下属 OSS 公司的合作有助于公司做大做强在东南亚地区的不锈钢产业供应链业务，并进一步完善在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局，提升公司供应链综合服务能力，成为新的收入增长点。

整体来看，公司在大宗商品采购分销业务开展过程中与合作方开展实体企业全程供应链服务、合资公司等模式的深度合作，有助于公司利用供应链服务优势整合上下游资源，但同时相关客户经营情况可能对公司业绩及应收账款质量产生一定影响，因此公司通过派驻监管团队、严控货权、签订不动产抵押和货物浮动抵押协议等方式形成对业务风险的有效控制，截至目前未发生款项无法正常回收的情况。

农产品

公司农产品以粮食类、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）。2019 年，象屿农产实现营业收入 140.18 亿元，实现净利润 1.95 亿元，净利润较上年同期（4.13 亿元）下滑明显主要系非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷，以及国储业务因补贴政策调整同比下降较多所致。截至 2020 年 3 月底，象屿农产总资产为 146.77 亿元，所有者权益合计 37.71 亿元；2020 年一季度实现营业收入 32.59 亿元，净利润-0.22 亿元，主要系一季度受新冠疫情影响复工较晚，以及当期玉米及大豆期货浮动亏损，但因不适用套保准则，现货的浮盈尚未体现所致，至 2020 年 4 月随着销售收入结转象屿农产已实现扭亏。

表11　农产品主要产品业务量及收入情况

商品类别	数量（万吨）			收入（亿元）		
	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
粮食类	642.32	737.36	234.63	106.29	131.29	30.74
油脂油料类	49.80	61.83	9.84	26.72	33.21	6.09
浆纸类	24.47	75.69	46.87	12.02	30.87	8.84
木材类	171.50	266.12	102.69	21.51	29.41	4.92

注：因为不同品种的单位不尽相同，部分产品种类以根（原木类）等单位换算计入；上述业务量为业务部门统计口径（非财务口径，未经审计）

资料来源：公司提供

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粮源，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；同时，公司积极开展“自种+合作种植”双轮驱动的种植业务模式，2019 年公司自有种植面积约 19 万亩，较上年（15.26 万亩）有所增长。跟踪期内，公司与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。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。

2019 年，农产品实现收入 233.07 亿元，同比增长 35.90%，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；毛利率为 5.93%，同比减少 0.25 个百分点，主要系因非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷所致。2020 年一季度，农产品实现收入 54.06 亿元，毛利率下降至 3.00%，主要系会计准则调整销售费用确认方式所致。

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、五金集采、船舶出口等。受国家政策及商用车景气度下行影响，汽车供应链规模下降，但公司以新能源汽车产业发展为契机初步构建“新能源原料—动力电池—电动汽车”全产业链服务，对其他贸易产品收入形成一定支撑。2019 年，公司采购平行进口车 3713 台，采购金额为 18006 万美元（上年同期分别为 9700 台和 40590 万美元），共计获得收入 27.02 亿元。2019 年，公司其他贸易产品合计收入 29.38 亿元，同比下降 20.07%；毛利率为 2.97%，同比下降 0.70 个百分点。

（2）大宗商品物流服务

跟踪期内，公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系和铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，并通过子公司象道物流不断推进铁路网点布局建设，物流服务整体收入规模变动不大，综合服务收益有所提升。

综合物流服务

公司综合物流服务主要由下属子公司速传供应链（象屿物流合并持股 85.98%）负责。公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系。2019 年，公司实现综合物流服务收入 35.13 亿元，同比下降 6.89%；毛利率为 10.43%，同比增加 0.57 个百分点，主要是公司充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益。

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 2020 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、场装 6.45 万平方米、修箱场 4.38 万平方米和冷藏箱插座 296 个。公司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 34.18 万平方米，在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。公司自营仓库面积较上年底有所下降，主要系部分仓库租约到期未进行续租所致。

农产品物流服务

农产品物流服务经营主体主要为象屿农产。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。

粮食收储方面，2019/2020 产季完成粮食收购量（仅国储粮，不含贸易粮）60.2 万吨，同比增长 115.00%。国储粮仓储补贴标准逐年略有下降，2018 年 9 月由原来的 80 元/吨下降为

74 元/吨，2019 年 9 月继续下降至 66 元/吨。粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓，2019 年粮食出库 150 万吨。截至 2019 年底，公司经营和管理的粮食仓容达 1500 万吨，管理国储粮食库存约 900 万吨，较上年底（1086 万吨）有所下降，其中水稻库存约占 50%，剩余仓容主要用于储存贸易粮，仓容使用率 90%左右。受管理国储粮食库存下降及补贴标准下降影响，公司 2019 年农产品物流业务实现收入合计 7.76 亿元，同比下降 20.54%；毛利率为 61.23%，同比变化不大。

表 12　农产品物流收业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
仓储收入	9.67	7.27	1.48
装卸收入	0.96	0.48	0.03
烘干收入	0.16	0.01	--
合计	**10.80**	**7.76**	**1.51**

资料来源：公司提供

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 2020 年 3 月底，象屿小贷发放贷款余额合计 4.56 亿元，其中自营贷款余额 1.46 亿元，其余为象屿农产通过象屿小贷发放给农户的委托贷款，全部为对农户的放贷，截至 2020 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

铁路物流服务

跟踪期内，公司以象道物流为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局，2019 年有超过 2 万平米货场和 3 条铁路专用线（位于河南巩义）建成并投入使用，目前在建货场建设项目包括巩义、安阳、息烽三处，未来将陆续投入使用。截至 2019 年底，公司在河南三门峡、陕西咸阳、江西高安、河南巩义、湖南澧县、青海湟源、河南安阳、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，19 个铁路货运场站（自有及租赁），配套约 50 公里铁路专用线，逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库，约 3 万个自备集装箱，年运力超 1600 万吨，拥有遍布全国的 20 个常驻业务网点，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

盈利模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户根据资信情况给予一定的账期，并通过动态调整发货节奏，降低回款风险。2019 年，象道物流共经营货量 1225 万吨，同比变动不大，主要品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为 51.24%；下游前五大客户占营业收入比例为 48.07%，集中度高，其中下游关联销售收入占 23.78%，主要为象屿物流及其下属子公司。

3. 经营效率

2019 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 50.68 次、15.11 次和 4.52 次，同比均有所下降。总体看，公司经营效率较高。

4. 在建项目及未来发展战略

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目 3 个，项目总投资 10.70 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 8.63 亿元，2020 年 4－12 月计划投资 2.07 亿元，公司未来投资规模较小，长期资金压力不大。

表 13　截至 2020 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目内容	总投资	投资进度	截至 2020 年 3 月底已投资	2020 年 4－12 月计划投资	预计建成投产时间
巩义象道货场建设项目	3 条铁路专用线及 10 万平方仓库	2.82	92.46%	2.61	0.21	2020 年
安阳象道货场建设项目	铁路专用线 6 条，主要承接安阳钢铁的铁矿石与钢材到发	5.40	76.40%	4.13	1.27	--
息烽象道货场建设项目	自有铁路专用线3条以及仓库8 万平方米左右	2.48	76.45%	1.90	0.58	--
合计	--	**10.70**	--	**8.63**	**2.07**	--

资料来源：公司提供

注：已投资额为实际已投入的资金；安阳铁路专用线距离京广线距离较近，根据铁路部门要求正重新编制安全施工方案，无法较准确预估完工时间；息烽地质结构复杂土石方量大，比预估的难度大，进展比较缓慢，无法较准确预估完工时间

未来发展战略方面，公司将以建设互利共赢的绿色供应链为使命，以“创造流通价值，服务企业成长”为宗旨，明确供应链管理、投资、运营服务商的定位，立足供应链，服务产业链，依托先进的供应链管理理念、完善的一体化流通服务和强大的资源支撑，为客户提供供应链服务，与客户分享供应链增值收益，力争成为中国一流的供应链管理、投资、运营服务商。产业发展方面，在进一步夯实和优化农产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等大宗商品供应链服务体系的基础上，深度挖掘产业链上的战略合作机会，充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益，积极探索培植收益率较高的新产品供应链，优化业务结构、分散经营风险、提高经济效益。发展模式方面，坚持产业全链条服务模式，致力于提升产业链运营效率，为产业链核心企业提供多品种、多元化的供应链综合服务，在为产业链客户降本增效的同时获取增值服务收益。信息技术方面，依托庞大的业务体量、丰富的应用场景，积极向数智化转型，探索区块链、物联网等新兴技术在大宗商品供应链领域的融合落地，优化现有的业务模式，以科技赋能驱动新的增长。区域发展布局方面，把握“一带一路”、福建自贸区、海西经济区等重大战略机遇，结合国家政策导向及资源分布情况，通过多种方式布局关键的物流节点和市场网络，推动完善国内国际两个市场物流服务体系的完善，着力提升物流资源整合能力和物流技术运用能力，完善国内外多式联运物流服务体系。

根据 2019 年年度报告中的经营计划，公司 2020 年力争实现营业收入 2863 亿元（同比增长约 5%），成本费用控制在 2840 亿元以内。

十、财务分析

公司提供了2019年财务报告，容诚会计师事务所[2]（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2020年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2019年底，公司合并范围因新设、非同一控制下企业合并增加象晖能源（厦门）有限公司等15家子公司，因处置、清算减少4家子公司，因吸收合并减少1家子公司。截至2020年3月底，纳入合并报表的子公司共150家，较2019年底合并范围新增天津象屿供应链管理有限公司等5家公司，减少1家黑龙江象屿汽车贸易有限公司。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2019年底，公司（合并）资产总额为657.32亿元，所有者权益为217.96亿元（含少数股东权益82.12亿元）；2019年，公司实现营业收入2724.12亿元，利润总额19.36亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为836.28亿元，所有者权益为219.85亿元（含少数股东权益81.69亿元）；2020年1－3月，公司实

[2] 2019 年 8 月，公司公告更换审计事务所为容诚会计师事务所，原因是致同会计师事务所（特殊普通合伙）部分分所合伙人及业务团队（含本公司审计团队）离开致同会计师事务所（特殊普通合伙），加入华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）。2019 年 6 月 10 日，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）正式更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

现营业收入669.27亿元，利润总额5.14亿元。

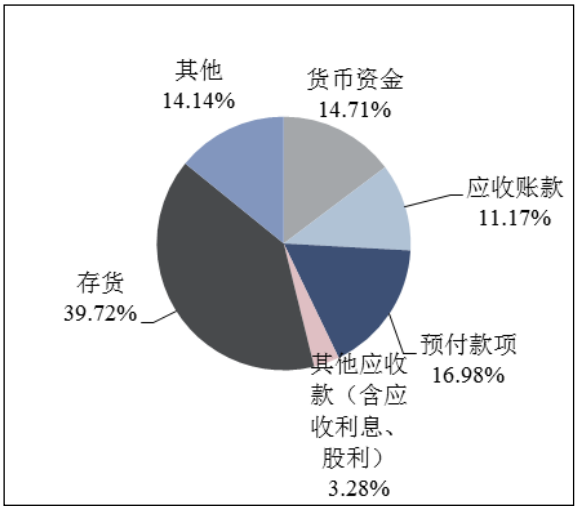
1. 资产质量

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，且受备货周期影响季节性波动大，对资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额为 657.32 亿元，较上年底增长 19.97%。截至 2019 年底，公司资产中流动资产占 74.58%，非流动资产占 25.42%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产为 490.25 亿元，较上年底增长 26.25%，主要来源于存货和预付款项的增长，构成上以货币资金、预付款项和存货为主。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 72.14 亿元，较上年底增长 2.68%。公司货币资金中使用受限的金额为 11.26 亿元，主要为保证金和冻结款等。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产增至 23.85 亿元，占期末总资产的 3.63%，为根据新金融工具准则，将原计入其他流动资产的部分金融资产转入所致；构成上交易性金融资产包括理财产品 23.01 亿元和资产包 0.85 亿元。

截至 2019 年底，公司应收账款为 54.76 亿元，因经营规模扩大较上年底增长 12.21%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款组合账面价值 51.03 亿元，0～6 个月的占 91.26%，7～12 个月的占 3.70%，整体账龄短，但较上年底有所延长。欠款方前五名共计占应收账款余额的 34.64%，集中度一般，但较上年底（29.51%）有所提升。公司累计计提应收账款坏账准备 4.24 亿元，综合计提比例为 7.19%；其中，公司对按单项计提坏账准备的应收账款余额为 2.40 亿元，因预计无法收回而全额计提坏账准备。

截至 2019 年底，公司预付款项为 83.27 亿元，较上年底增长 21.28%。其中账龄在 1 年以内的占 97.80%，整体账龄短。按预付对象归集的期末余额前五名合计占期末余额的 48.03%，其中对第一名单位的预付款余额 25.50 亿元，集中度较高。

表 14 截至 2019 年底公司预付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
第一名	25.50	30.62
第二名	7.18	8.62
第三名	3.65	4.38
第四名	1.91	2.30
第五名	1.76	2.11
合计	**40.00**	**48.03**

资料来源：公司提供

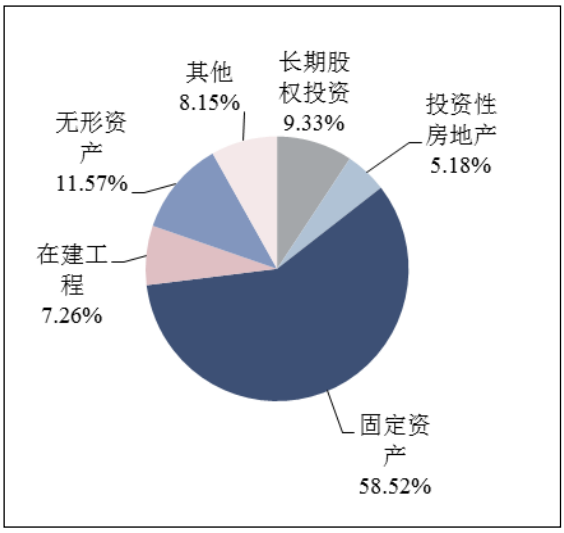
截至 2019 年底，公司存货账面价值 194.71 亿元，较上年底增长 25.86%，主要是供应链业务规模扩张，备货相应增加所致。构成上公司存货以库存商品（占 89.92%）为主。因 2019 年底大宗商品市场行情较好，钢材、煤炭等上期计提存货跌价准备的存货本期完成销售或市值回升，本期库存商品等跌价准备合计转回 3.09 亿元，期末公司累计计提存货跌价准备由上年末的 3.42 亿元大幅下降至 1.59 亿元，跌价准备计提比例降至 0.81%。

截至2019年底，公司其他流动资产为38.68

亿元，较上年底增长 36.59%，主要系子公司象屿小贷投放贷款增加、象晖能源对股东借款增加 5.43 亿元以及公司增加理财产品所致。截至 2019 年底，其他流动资产主要包括预缴税费或进项税 14.00 亿元、贷款业务 13.04 亿元和理财产品 11.08 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产为 167.08 亿元，较上年底增长 4.68%，主要由固定资产和无形资产构成。

图 4　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2019 年底，公司长期股权投资较上年底增长 5.70%至 15.58 亿元，主要系对福建象屿壳牌石油有限责任公司追加投资 1.43 亿元所致。截至 2019 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 7.52 亿元、哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.22 亿元和福建象屿壳牌石油有限责任公司 2.87 亿元，当期权益法下确认的投资收益为 0.80 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 97.77 亿元，较上年底增长 4.62%；公司累计计提固定资产折旧 17.15 亿元，累计计提减值准备 0.25 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程为 12.13 亿元，较上年底变化不大，主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 5.10 亿元、巩义象道物流有限公司铁路专用线工程 2.99 亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.14 亿元；当期重要在建工程转入固定资产金额为 3.84 亿元，建设投入增加 4.54 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产较上年底增长 7.54%至 19.33 亿元，构成上以土地使用权（17.81 亿元）为主。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产由上年底的 1.94 亿元大幅增至 4.38 亿元，主要是由于船舶代理业务代垫费用和预付合作种植款大幅增加所致，其中预付合作种植款较上年底增加 1.79 亿元，增至 1.82 亿元。

截至 2019 年底，公司资产受限规模合计 57.61 亿元，主要包括使用受限的货币资金 11.26 亿元、交易性金融资产 2.91 亿元、固定资产 19.91 亿元、无形资产 5.56 亿元、其他流动资产 10.50 亿元和投资性房地产 6.00 亿元等。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 836.28 亿元，较 2019 年底增长 27.23%；流动资产占比为 79.95%，仍以流动资产为主。货币资金小幅增至 80.37 亿元；应收账款较 2019 年底大幅增加，主要系供应链业务规模扩大，采用赊销结算的业务增加所致；存货较 2019 年底增长 44.06%至 280.50 亿元，主要是一季度供应链业务发展需要，增加以钢材为主的存货储备所致，主要库存商品构成包括能源化工类 40.80 亿元、金属矿产 169.15 亿元、农产品 54.37 亿元、林产品 4.62 亿元和汽车 2.13 亿元；预付账款增加近一倍至 151.98 亿元，主要系业务发展需要增加商品采购，主要预付单位见下表；其他流动资产增长至 40.38 亿元，包括预缴税费或进项税 16.54 亿元、贷款业务余额 10.60 亿元（除象屿小贷贷款余额 4.55 亿元以外，主要为象晖能源使用实收资本中闲置资金对股东方[3]按股比提供的借款）、理财产品 12.57 亿元等；

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

其他科目变动不大。

表 15　截至 2020 年 3 月底公司预付款项前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
第一名	41.74	27.47
第二名	11.24	7.40
第三名	9.36	6.16
第四名	8.36	5.50
第五名	3.94	2.59
合计	**74.64**	**49.11**

资料来源：公司提供

2. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

跟踪期内，因子公司通过市场化债转股引入少数股东现金增资，公司所有者权益中的资本公积和少数股东权益有所增长。整体来看，公司所有者权益中永续债、未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 217.96 亿元，较上年底增长 11.67%，主要系公司发行永续中期票据及市场化债转股导致其他权益工具、资本公积及少数股东权益增加所致；其中，归属于母公司权益 135.84 亿元中，股本占 15.88%、资本公积占 36.44%、其他权益工具占 22.08%、未分配利润占 23.94%。因子公司象屿物流通过市场化债转股引入少数股东以现金方式合计增资 20 亿元，增资价款与在增资日应享有的象屿物流合并净资产份额的差额调整增加资本公积 5.39 亿，当期资本公积由上年底的 44.12 亿元增至 49.50 亿元，少数股东权益较上年底增长 11.86%至 82.12 亿元；公司其他权益工具 30.00 亿元主要包括 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）、5 亿元永续中期票据“18 象屿股份 MTN001”（3+N 年）和 5 亿元永续中期票据“19 象屿股份 MTN001”（3+N 年）。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 219.85 亿元，其中少数股东权益 81.69 亿元，各科目较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，随着公司物流供应链业务扩张，存货、预付款项及应收账款一定程度推升资金需求，公司债务规模持续增长，且受备货周期影响季节性波动大，构成以短期债务为主，形成一定流动性压力，但符合公司所处行业特征，2020年4月以来随着公司积极推进存货销售去化并实现销售回款，整体负债规模下降，短期偿债压力有所减轻。

截至 2019 年底，公司负债合计 439.36 亿元，较上年底增长 24.56%，其中流动负债占 82.84%，构成以流动负债为主。截至 2019 年底，公司流动负债为 363.99 亿元，较上年底增长 26.05%，主要由短期借款（占 25.75%）、应付票据（占 20.96%）、应付账款（占 31.23%）和预收款项（占 14.77%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 93.74 亿元，较上年底小幅下降 9.87%。随着公司业务规模的扩大，公司应付票据和应付账款快速增长，截至 2019 年底，公司应付票据和应付账款分别为 76.31 亿元和 113.68 亿元，较上年底分别增长 32.24%和 123.44%；公司应付账款主要为应付货款 105.03 亿元。截至 2019 年底，公司预收款项为 53.76 亿元，较上年底增长 16.95%。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 75.37 亿元，较上年底增长 17.84%，构成主要为长期借款（占 60.78%）和应付债券（占 13.24%）。

截至 2019 年底，公司长期借款为 45.82 亿元，较上年底增长 22.15%。截至 2019 年底，公司应付债券为 9.98 亿元，较上年底变化不大。截至 2019 年底，公司其他非流动负债为 8.50 亿元，较上年底增长 41.60%，主要为下属子公司厦门国际物流中心开发有限公司（以下简称“国际物流”）作为基础债务人发行象屿集团 2019 年度第一期资产支持票据获取的信托贷款。

截至 2019 年底，公司全部债务为 246.00 亿元，较上年底增长 7.19%；其中短期债务占

72.24%，以短期债务为主。公司 2019 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 23.86%、53.02%和 66.84%。若将公司计入其他权益工具的 30 亿元永续债务纳入长期债务及负债核算，上述三项指标分别为 34.34%、59.49%和 71.41%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 616.43 亿元，较 2019 年底大幅增长 40.30%。流动负债增长 43.22%至 521.32 亿元，其中，短期借款较 2019 年底增长 106.30%至 193.38 亿元，主要是供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；其他应付款较 2019 年底增长 541.41%至 46.57 亿元，主要是象屿物流及其子公司分别向象屿集团、象屿集团子公司香港象屿投资公司拆入 37.40 亿元和 590 万美元所致；其他流动负债增至 40.78 亿元，主要为当期新发行的五期超短期融资券；应付债券增至 29.92 亿元，系当期新发行两期公司债券所致。

截至2020年3月底，公司全部债务为450.00亿元，较上年底大幅增长82.93%，其中短期债务占80.58%，主要系受一季度业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响，存货、应收账款和预付款项等资金占用增加所致。截至2020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28.44%、67.18%和73.71%。若将公司计入其他权益工具的30亿元永续债务纳入长期债务核算，上述三项指标分别为38.21%、71.66%和77.30%。截至2020年4月底，公司积极推进存货去化、实现销售回款并偿付部分流动负债，短期借款和其他流动负债较3月底明显下降，分别为165.36亿元和34.42亿元，整体负债规模下降，短期偿债压力有所减轻。

3. 盈利能力

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，因大宗商品市场回暖，资产减值损失的减少为盈利水平提升贡献突出，期间费用管控能力良好，整体盈利能力较好。公司以投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。

跟踪期内，随着供应链业务的拓展，营业收入规模持续增长，2019年，公司实现营业收入2724.12亿元，同比增长16.41%，营业成本2639.61亿元，同比增长15.99%，营业利润率3.04%，同比小幅增加0.38个百分点。

2019年，公司期间费用合计61.89亿元，同比增长30.18%，主要来自销售费用的增长。2019年，销售费用为42.58亿元，同比增长47.17%，主要是由于为提升服务能力，公司对铝产品等核心产品供应链业务中物流配套服务增加，且煤炭、农产品业务量增长，相应的运输、港口费用增加所致。同期财务费用为12.30亿元，同比变化不大。2019年，期间费用收入比为2.27%，较上年提升0.24个百分点，良好的费用管控能力使得期间费用增幅小于营业利润率增幅，整体盈利能力较好。

2019 年，公司资产减值损失（因会计准则调整，含信用减值损失）2.42 亿元，较上年同期的 4.69 亿元大幅下降，其中，受益于市场行情上涨，商品价格上升，公司信用减值损失和存货跌价损失由上年同期[4]的 1.52 亿元和 3.05 亿元大幅下降至本期的 0.82 亿元和 1.26 亿元。公司公允价值变动收益为-0.48 亿元，较上年变化不大，包含衍生金融工具产生的公允价值变动收益-1.33 亿元。2019 年，公司投资收益由上年的 6.89 亿元大幅降至-1.76 亿元，主要包括处置交易性金融资产产生的投资亏损 1.48 亿元、以公允价值计量且其变动计其他综合收益的金融资产终止确认投资亏损 1.15 亿元和权益法核算的长期股权投资收益 0.80 亿元。

2019 年，公司其他收益为 1.42 亿元，主要为各类政府补贴；营业外收入 1.99 亿元，主要包含赔偿金、违约金收入 1.61 亿元以及政府补助 0.30 亿元。2019 年，公司实现利润总额 19.36 亿元，同比增长 0.41%。从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别

[4] 2018 年会计准则要求在资产减值损失-坏账损失中列示。

为 5.51%和 6.69%，均较 2018 年小幅下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 669.27 亿元，同比增长 21.20%，营业利润率由上年同期的 3.30%降至 1.64%，主要系公司执行新收入准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致。同期，因会计政策调整，公司销售费用由上年同期的 8.66 亿元大幅降至 2.66 亿元；当期财务费用由上年同期的 2.61 亿元增至 3.95 亿元，主要系新增借款及债券等有息债务付息所致。2020 年 1－3 月，公司投资收益由上年同期的 0.81 亿元大幅增至 3.81 亿元，主要是期货套保业务投资收益增加。公司实现利润总额 5.14 亿元，同比增长 14.19%；其中，投资收益占比为 74.07%，非经常性损益占比较高。

4. 现金流及保障

供应链业务作为资金密集型行业，对流动资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响。2019 年公司优化结算方式，加速资金回笼，经营活动产生的现金净流入规模扩大，但 2020 年一季度转为净流出，季度性波动明显。考虑到公司将持续开展供应链业务，对外融资需求将持续存在。

经营活动方面，2019 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 2991.26 亿元和 3001.54 亿元，同比分别增长 13.58%和 13.63%。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 2889.01 亿元和 2960.14 亿元，分别同比增长 12.53%和 12.93%。从收入实现能力看，2019 年公司现金收入比同比下降 2.74 个百分点至 109.81%。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为正，为 41.40 亿元，主要是由于供应链业务优化结算方式，加速资金回笼所致。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入量为 28.92 亿元，同比变动不大，主要为收回投资收到的现金（27.74 亿元）及取得投资收益收到的现金 1.15 亿元；同期，公司投资活动现金流出 68.12 亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 6.98 亿元；投资支付的现金 59.37 亿元（主要系购买短期理财产品所致，2019 年底未到期理财产品余额约 34.05 亿元，计入交易性金融资产、其他流动资产科目）。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-39.20 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 699.39 亿元，主要为取得借款收到的现金 657.47 亿元和吸收投资收到的现金 39.82 亿元（包括象屿物流债转股 20.00 亿元、永续中期票据 5.00 亿元及象晖能源少数股东投入资本金 9.80 亿元）；筹资活动现金流出为 705.39 亿元，主要为偿还债务支付现金 658.63 亿元。受偿还债务规模增加影响，2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-5.99 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-207.85 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 4.26 亿元；公司供应链业务开展，公司资金需求增加，当期筹资活动产生的现金流量净额为 208.60 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务保障能力偏弱，但公司经营效率较高，直接和间接融资渠道畅通，且获股东在融资担保、资金拆借等方面的支持力度强，整体看，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均较上年底小幅上升，截至 2019年底，分别为134.69%和81.19%；截至2020年3月底，上述两项指标分别为128.26%和74.45%。2019年，公司经营现金流动负债比率为11.37%，受益于经营活动净现金流大幅提升而较上年提升4.35个百分点。2019年底和2020年3月底，公司现金类资产/短期债务分别为0.46倍和0.20倍，现金类资产对短期债务保障能力偏弱。公司经营效率较高，直接和间接融资渠

道畅通，且获股东在融资担保、资金拆借等方面的支持力度强，对短期偿债能力形成良好支撑。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 36.83 亿元，同比增长 9.97%；受前三季度借款增加影响，2019 年公司利息费用由上年的 9.34 亿元小幅增至 10.98 亿元，EBITDA 利息倍数小幅降至 3.19 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 6.68 倍。跟踪期内，公司长期偿债能力有所提升。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司（含子公司）未决诉讼或仲裁共计 80 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），主要系业务合同纠纷。其中，公司作为原告的案件有 76 件，涉及金额为 123005.70 万元；作为被告的案件有 4 件，涉及金额为 1082.00 万元。上述未决诉讼涉及应收账款和其他应收款余额合计 49051.32 万元，涉及存货余额 2110.48 万元，截至 2020 年 3 月底，公司针对上述案件已累计计提坏账准备 44198.64 万元及存货跌价准备 1775.48 万元，计提较充分。公司从事大宗商品贸易及仓储服务，存在较多的未决诉讼、仲裁，均系日常经营正常产生，预计不会对公司财务状况、业务经营产生重大不利影响。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 875.09 亿元，尚未使用额度为 379.16 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

总体看，母公司有息债务规模可控，若将权益中的 30 亿元其他权益工具调整计入债务，2020 年一季度母公司债务负担有所加重；经营性业务规模不大，利润总额主要源于投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 139.66 亿元，其中流动资产为 34.21 亿元，非流动资产为 105.45 亿元，资产结构以非流动资产为主；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 4.04 亿元和 28.05 亿元；非流动资产主要是长期股权投资 104.07 亿元。截至 2019 年底，母公司负债合计 25.85 亿元，其中流动负债为 10.24 亿元，非流动负债为 15.61 亿元；流动负债以其他应付款（含应付股利）和一年内到期的非流动负债为主，分别为 7.20 亿元和 2.65 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 4.57 亿元和 9.98 亿元。2019 年底，母公司有息债务合计 17.20 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 18.51%和 13.13%。若将所有者权益中的 30 亿元其他权益工具调整入债务计算，母公司全部债务增至 47.20 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.99%和 36.03%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 113.81 亿元，其中股本为 21.57 亿元，其他权益工具为 30.00 亿元（主要为永续债券和可续期信托借款），资本公积为 54.58 亿元，未分配利润为 5.76 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额为 212.36 亿元；流动资产大幅增长至 106.24 亿元，其中其他应收款增至 95.12 亿元，除应收股利 3.65 亿元以外主要为对下属子公司的资金拆借等内部往来；非流动资产为 106.12 亿元。同期，母公司负债合计 98.99 亿元，较 2019 年底增长 282.95%，主要来自短期借款、其他流动负债和应付债券的增长，分别增长至 15.20 亿元、33.16 亿元和 29.92 亿元，其中其他流动负债为当期发行的超短期融资券。2020 年 3 月底，母公司全部债务合计 85.53 亿元，若将所有者权益中的 30 亿元其他权益工具调整入债务计算，母公司有息债务规模增至 115.53 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.74%和 58.09%，债务负担有所加重。所有者权益合计 113.36 亿元，较 2019 年底变化不大。

盈利能力方面，2019 年，母公司营业收入为 0.39 亿元，营业成本为 94.77 万元，投资收益为 11.76 亿元（主要为按成本法确认的长期股权投资收益 11.44 亿元，包括象屿物流 4.39

亿元、象屿农产 5.14 亿元和象道物流 1.70 亿元等），利润总额为 11.14 亿元。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 0.08 亿元，利润总额-0.11 亿元。

2019 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-1.88 亿元、0.52 亿元和 3.15 亿元。2020 年一季度，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-2.89 亿元、-64.43 亿元和 72.10 亿元，其中投资支付的现金 241.03 亿元，主要为与控股子公司的资金拆借往来。

十一、存续期内债券偿还能力

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

截至本报告出具日，公司处于存续期内的债券共有 10 期，包括 3 期中期票据、3 期公司债券和 4 期超短期融资券，债券余额共计 74.00 亿元，其中一年内到期的债券余额为 34.00 亿元。

2019 年，公司 EBITDA 为 36.83 亿元，为存续期内债券总额的 0.50 倍；经营活动现金流入量为 3001.54 亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为 40.56 倍；经营活动现金流量净额为 41.40 亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为 0.56 倍；现金类资产为 82.24 亿元，为一年内到期债券余额的 2.42 倍。

表16　截至本报告出具日公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项目	2019 年
一年内到期债券余额	34.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.42
经营活动现金流入量/应付债券余额	40.56
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.56
EBITDA/应付债券余额	0.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十二、担保方情况

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

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

象屿集团已形成供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，其中物流供应链业务主要由大宗商品采购分销服务及物流服务（含农产品物流服务）和铁路物流服务构成，在金属矿产、能源化工、农产品等三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。土地开发及房地产板块（运营主体为全资子公司象屿地产）包括土地成片开发、住宅房地产项目、商业物业、长租公寓、物业管理等业务，其中房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、昆山、常熟）地区，同时拓展到重庆、天津、福建南平及福州等区域。类金融服务及其他（运营主体为厦门象屿金象控股集团有限公司）主要涉及资产管理、产业金融、消费金融等领域的投资。

截至 2019 年底，象屿集团（合并）资产总额为 1393.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益 235.64 亿元）合计 435.55 亿元；2019 年，象屿集团实现营业收入 2841.82 亿元，实现利润总额 34.66 亿元。

截至 2020 年 3 月底，象屿集团（合并）资产总额为 1590.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益 224.02 亿元）合计 441.97 亿元；2020 年 1－3 月，象屿集团实现营业收入 680.95 亿元，实现利润总额 5.12 亿元。

经联合资信评定，象屿集团主体信用风险

极低，象屿集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

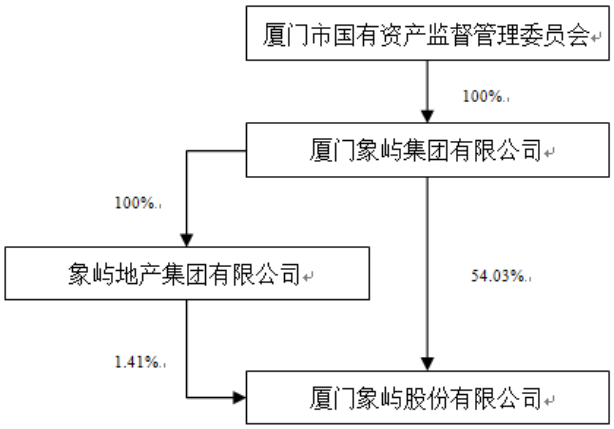
“19 象屿股份 MTN001”发行金额为 5.00 亿元。2019 年，象屿集团 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 64.55 亿元、3256.55 亿元和 33.52 亿元，分别为“19 象屿股份 MTN001”待偿金额的 12.91 倍、651.31 倍和 6.74 倍，对“19 象屿股份 MTN001”待偿金额的保障能力很强。但象屿股份为象屿集团下属核心业务运营主体之一，象屿集团担保实力与公司的正常持续经营关联度高，一定程度弱化了担保的有效性。

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

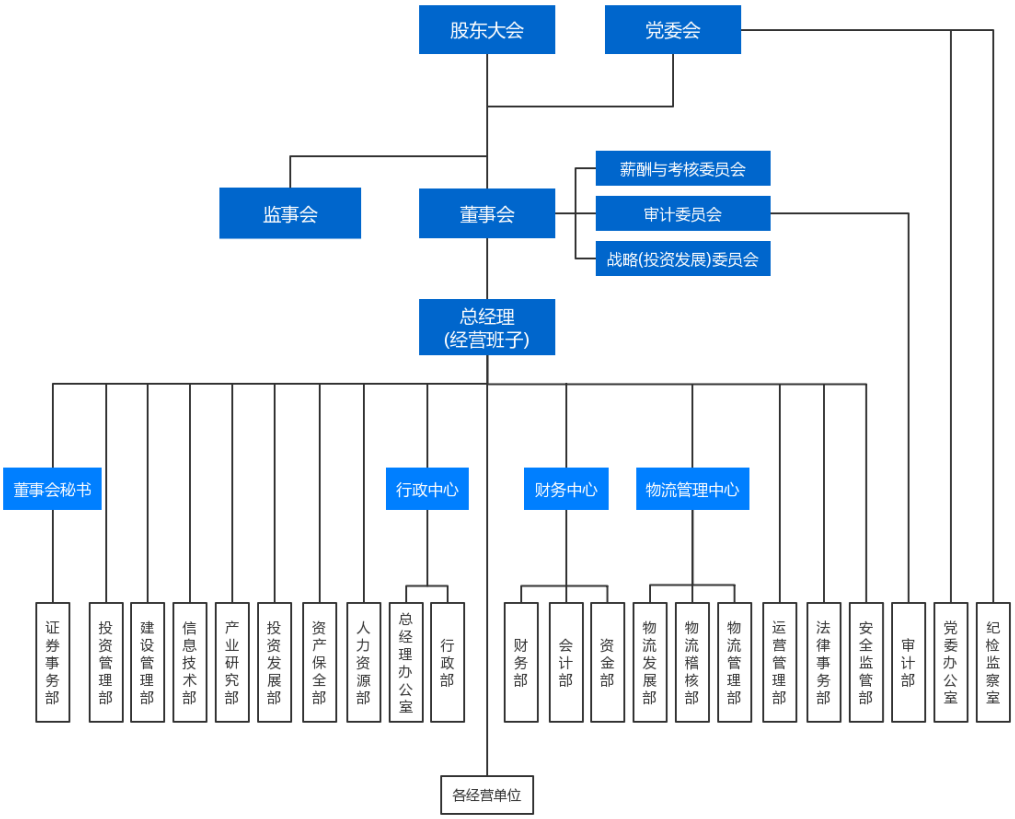
十三、结论

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA^+调整为AAA，将“17象屿股份MTN001”和“18象屿股份MTN001”的信用等级由AA^+调整为AAA，维持“19象屿股份MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	45.91	67.92	82.24	72.35
资产总额(亿元)	455.56	547.93	657.32	836.28
所有者权益(亿元)	160.43	195.19	217.96	219.85
短期债务(亿元)	155.00	172.54	177.71	362.61
长期债务(亿元)	21.57	56.95	68.29	87.39
全部债务(亿元)	176.58	229.49	246.00	450.00
营业收入(亿元)	2032.91	2340.08	2724.12	669.27
利润总额(亿元)	12.86	19.28	19.36	5.14
EBITDA(亿元)	24.36	33.49	36.83	--
经营性净现金流(亿元)	-28.94	20.28	41.40	-207.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	67.41	56.18	50.68	--
存货周转次数(次)	17.88	16.45	15.11	--
总资产周转次数(次)	5.12	4.66	4.52	--
现金收入比(%)	117.31	112.54	109.81	115.00
营业利润率(%)	2.24	2.66	3.04	1.64
总资本收益率(%)	5.24	5.66	5.51	--
净资产收益率(%)	6.20	7.76	6.69	--
长期债务资本化比率(%)	11.85	22.59	23.86	28.44
全部债务资本化比率(%)	52.40	54.04	53.02	67.18
资产负债率(%)	64.78	64.38	66.84	73.71
流动比率(%)	124.87	134.47	134.69	128.26
速动比率(%)	79.08	80.90	81.19	74.45
经营现金流动负债比(%)	-10.87	7.02	11.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.62	3.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.25	6.85	6.68	--

注：1、2020 年一季度财务数据未经审计；2、现金类资产已剔除受限货币资金、受限交易性金融资产及质押应收票据；3、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；2019 年底和 2020 年 3 月底所有者权益中包含 10 亿元可续期信托贷款和 20 亿元的永续中期票据；4、其他应付款和其他流动负债中有息债务已调入短期债务及相关债务指标，长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入长期债务及相关债务指标

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.02	5.63	4.89	9.80
资产总额(亿元)	125.76	128.46	139.66	212.36
所有者权益(亿元)	100.96	104.07	113.81	113.36
短期债务(亿元)	8.81	9.16	2.65	51.25
长期债务(亿元)	9.94	11.46	14.55	34.28
全部债务(亿元)	18.75	20.62	17.20	85.53
营业收入(亿元)	1.18	0.75	0.39	0.08
利润总额(亿元)	5.10	2.06	11.14	-0.11
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.95	-7.82	-1.88	-2.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	62.41	0.29	210.77	0.01
营业利润率(%)	62.96	95.22	95.12	90.63
总资本收益率(%)	3.40	0.63	8.33	--
净资产收益率(%)	4.69	1.53	9.89	--
长期债务资本化比率(%)	8.96	9.92	11.34	23.22
全部债务资本化比率(%)	15.66	16.54	13.13	43.00
资产负债率(%)	19.72	18.99	18.51	46.62
流动比率(%)	591.47	290.75	334.05	166.95
速动比率(%)	591.47	290.75	334.05	166.95
经营现金流动负债比(%)	-16.96	-65.90	-18.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2020 年 3 月底其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标；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；2019 年底和 2020 年 3 月底所有者权益中包含 10 亿元可续期信托贷款和 20 亿元的永续中期票据

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	厦门象屿股份有限公司	厦门国贸控股集团有限公司	厦门国贸集团股份有限公司	厦门建发股份有限公司	物产中大集团股份有限公司	安徽国贸集团控股有限公司	中国中纺集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA^{+}
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	中央国有企业
经营数据时点	**2019 年**						
风险敞口（倍）	0.12	0.20	0.23	0.58	0.10	0.38	0.60
资产减值损失率（倍）	0.06	0.21	0.12	0.20	0.14	0.63	0.00
净营业周期（天）	19.45	47.51	59.26	162.83	19.70	39.02	108.47
财务数据时点	**2019 年**						
资产总额(亿元)	657.32	1020.9	894.73	2953.99	933.32	332.6	224.17
所有者权益（亿元）	217.96	327.93	274.92	661.04	306.55	85.71	80.86
营业收入(亿元)	2724.12	2956.13	2180.47	3372.39	3589.22	508.94	262.88
利润总额(亿元)	19.36	32.99	33.73	110.55	49.00	5.62	6.04
经营活动现金流净额(亿元)	41.40	-89.25	-35.78	112.15	53.82	17.19	16.96
资产负债率（%）	66.84	67.88	69.27	77.62	67.16	74.23	63.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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