跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1261 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AAA，评级展望为稳定，并维持“15象屿CP001”、“15象屿CP002”和“16象屿CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

厦门象屿集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA^{+}　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 象屿 CP001	7 亿元	2015/7/13-2016/7/13	A-1	A-1
15 象屿 CP002	6 亿元	2015/8/14-2016/8/14	A-1	A-1
16 象屿 CP001	5 亿元	2016/1/25-2017/1/25	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 5 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.96	19.68	36.29	64.98
资产总额(亿元)	280.65	414.12	483.41	563.64
所有者权益(亿元)	46.86	96.54	159.03	170.51
短期债务(亿元)	115.40	191.57	174.51	188.47
全部债务(亿元)	181.89	256.90	230.04	244.75
营业收入(亿元)	392.47	521.73	656.11	200.90
利润总额(亿元)	6.94	8.81	11.13	2.26
EBITDA(亿元)	14.26	20.72	22.97	--
经营性净现金流(亿元)	-58.57	-89.46	46.40	-15.87
营业利润率(%)	3.39	4.38	4.73	3.87
净资产收益率(%)	12.50	5.75	4.80	--
资产负债率(%)	83.30	76.69	67.10	69.75
速动比率(%)	63.07	65.56	65.49	61.17
全部债务/EBITDA(倍)	12.76	12.40	10.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.47	1.35	1.48	--
经营现金流动负债比(%)	-35.26	-36.01	17.74	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；2、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；3、现金类资产已剔除使用受限部分；4、2015 年所有者权益中包 9.85 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券投资，2016 年 3 月所有者权益中包含 19.85 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券投资。

分析师

景 雪　刘嘉敏

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）

http：//www.lhratings.com

评级观点

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）为厦门市国有大型贸易集团企业之一，在跟踪期内，公司继续在政府支持和综合物流区域地位等方面保持显著优势，随着粮食收储业务逐步成熟，供应链物流产业不断完善，收入和利润规模进一步扩大。此外，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到人民币汇率波动导致公司产生汇兑损失、预付粮食款对公司资金占用大、公司债务负担重、存在一定短期支付压力、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。

2015年子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功完成定增15.00亿元，同时公司持续获得股东资金和资产注入，资本结构得到优化，债务压力有所缓解。未来，随着公司农产品深加工、仓储物流基地和贸易园区等在建工程逐步建成投产，虚拟工厂带来盈利空间的不断提升，以及高质量金融投资带来持续收益，公司综合竞争力有望持续提高。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AAA，评级展望为稳定，并维持“15象屿CP001”、“15象屿CP002”和“16象屿CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司创造了良好的外部发展环境。
2. 公司综合物流资源优势明显，物流供应链不断完善，营业收入大幅增长，盈利空间逐步提升。
3. 公司粮食收储及合作种植业务逐步成熟，并获得当地政府资金支持，相关投资收益成为利润的重要构成。
4. 2015 年子公司象屿股份成功完成定增 15.00 亿元，同时公司持续获得股东资金和资产注

入，资本结构得到优化，债务压力有所缓解。

5. 公司经营活动现金流入量大，现金类资产较为充足，可供出售金融资产变现能力强，对存续期内短期融资券保障能力强。

关注

1. 公司短期债务负担重，存在一定短期支付压力。
2. 公司主业盈利能力偏弱，投资收益对公司利润贡影响大。
3. 公司经营性净现金流波动大，结合在建工程及房地产项目投资计划，公司资金压力大。

信用评级报告声明

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

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因厦门象屿集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 象屿 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门象屿集团有限公司主体长期信用及“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002”、“16 象屿 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”），系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府[1995]综230号）批准组建的国有企业集团，于1995年11月28日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为1.38亿元。2007年以来，根据厦门象屿保税区管理委员会的相关批复，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至2016年3月底，公司注册资本、实收资本增至15.66亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为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”）。

2011年8月，公司核心贸易业务子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH，目前公司持股53.74%。

公司经营范围：1、经营管理授权范围内的国有资产；2、对投资企业的国有资产行使出资者权利，对经授权持有的股份有限公司的国有股权行使股东权利；3、按照市政府制定的产业发展政策，通过出让，兼并，收购等方式实行资产重组，优化资本配置，实现国有资产的增值；从事产权交易代理业务；4、按国家有关的法律法规，设立财务公司，租赁公司；5、从事实业投资；6、房地产开发与经营、管理，土地综合开发及使用权转让；7、商贸信息咨询服务，展览、会务、房地产租赁服务；8、电子商务服务，电子商务平台建设；9、批发黄金、白银及制品。（以上经营范围涉及许可经营项目的，应在取得有关部门的许可后方可经营。）

截至2015年底，公司合并资产总额为483.41亿元，所有者权益合计159.03亿元（含少数股东权益78.73亿元）。2015年，公司实现营业收入656.11亿元，利润总额11.13亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为563.64亿元，所有者权益合计170.51亿元（含少数股东权益79.13亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入200.90亿元，利润总额2.26亿元。

公司注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区象屿路 99 号厦门国际航运中心 E 栋 11 层 01 单元；法定代表人：王龙雏。

三、宏观经济和政策环境

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

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。

全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析

公司以供应链管理（贸易及物流）为主业，辅以开展房地产及类金融业务。

1. 贸易行业

（1）国际贸易

2015 年，国际经济总体复苏乏力，导致全球贸易进入深度调整期，WTO 公布数据显示，按美元计价，2015 年前 10 个月，全球出口值下降幅度超过 11%，是自 2009 年全球金融危机后再次出现下降。WTO 于 2016 年 4 月 7 日表示，2016 年全球贸易将增长 2.8%，低于前次预估的 3.9%增长。

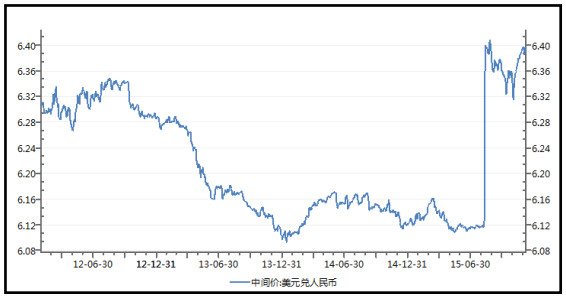
全球外贸环境的调整抑制了中国出口增长；同时，全球大宗商品价格大幅下跌，使得中国大宗商品进口平均价格连续下降，加上中国经济发展进入新常态，大宗商品进口量也放缓，2015 年中国进口值下降；此外，加上价格下降、要素成本持续快速上升等因素叠加，中国外贸形式复杂。2015 年全国进出口总值 3.96 万亿美元，同比下降 8%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%；贸易顺差 5945.04 亿美元，扩大 55.4%。

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重超过加工贸易并不断上升。2015 年，中国一般贸易出口 1.22 万亿美元，同比增长 1.2%。占同期外贸出口 53.5%；加工贸易出口 0.80 万亿美元，同比下降 9.8%，占同期外贸出口的 35%；按人民币计价，当年中国一般贸易进出口值 13.29 万亿元，同比下降 6.5%，占进出口总值的 54%，所占比重较上年提升 0.3 个百分比，其中出口增长 2.2%。相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

由于中国出口贸易主要是劳动密集型产品为主，资本和技术密集型产品比重较小。以贬值为主基调的人民币汇率政策在一定程度

上保护低经济效益的出口企业。出口商品的价格相对较低的优势不断引起了中国与贸易伙伴国的贸易摩擦；连续多年的顺差及巨额的外汇储备引起国际上对人民币升值的强烈压力。2013 年美元兑人民币迅速下行，2014 年至 2015 年 6 月保持在低位波动，但自 2015 年 8 月 11 日，自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，美元兑人民币汇率出现大幅贬值，截至 2016 年 3 月底，美元兑人民币汇率为 6.55。在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

图 1 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

（2）国内贸易

近几年中国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2015 年，国民经济运行缓中趋稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好，国内生产总值 67.7 万亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.6%。2015 年全国网上零售额 3.9 万亿元，同比增长 33.3%，其中实物商品网上销售额 3.2 万亿，增长 31.6%，占同期社会消费品零售总额的 12.9%。2016 年 1-5 月，中国实现社会消费品零售总额 12.9 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上半年加快 0.1 个百分点。

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

2. 物流行业

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2015年全国社会物流总额213.50万亿元，同比增长7.94%，增幅比上年回落3.63个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额196.90万亿元，同比增长8.48%，增幅比上年回落1.22个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比下降0.83%，增幅比上年回落6.41个百分点。2015年全国物流业增加值为3.5万亿元，同比下降10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

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

从福建省情况来看，物流业从 90 年代末开始起步，总体规模较小，但发展迅速。根据省委《关于制定福建省国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，“十三五”期间福建省应建设现代交通运输网络。优化基础设施布局，

着力互联互通，打造对接两洲、服务中西部、便利两岸往来的综合枢纽，推进综合交通、智慧交通、绿色交通、平安交通发展，完善以“客”为主、便捷舒适的公众出行服务体系和以“货”为主、经济高效的现代交通物流服务体系。积极推动全省港口资源优化整合，发展壮大以东南国际航运中心为重点的海西港口群。加快推进干线铁路网、高速公路网、普通国省干线公路网和重点干线机场、支线机场与空港建设，加快建设综合运输站场，提升普通公路服务水平。下力气解决海岛居民出行难等问题。统筹规划和建设福州、厦漳泉两大都市区城际线网主骨架，建设城市轨道交通网络。加强与长三角、珠三角互动合作，探索建立产业、交通、环保等领域的协调机制，推动建设一批省际产业合作园区和合作项目。推进跨省铁路、公路和港口等重大基础设施统筹规划布局与协同建设，深化福建省沿海港口与内陆省之间的物流供应链协作。推进与周边及内陆省区口岸通关协作，支持跨省区“陆地港”“飞地港”建设，吸引更多货源在福建省进出口。

从厦门市情况来看，目前厦门市从事物流相关经营的企业有 2000 多家，其中具有一定经营规模的有 200 多家，包括一大批国内外的知名物流企业，如马士基、伯灵顿、联邦快递、TNT、大通、中远、中海、中外运、华贸等。为了更好地促进厦门物流产业的发展，厦门市相继完成了“四大物流园区（东渡－象屿－航空港物流园区、海沧物流园区、杏林物流园区、浔五店物流园区）”的规划工作。

3．房地产

房地产行业在国民经济中具有重要地位，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。房地产投资方面，2015 年开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。房屋开工/竣工面积方面，2015 年全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售方面，2015 年受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增加 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

供求与信贷环境方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同

比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

4. 区域经济概况

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

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

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

2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国有独资企业，为厦门市国资委的全资控股公司。

2. 企业规模

公司为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市十三大国有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，是厦门象屿保税区、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。

目前，公司已经初步形成了物流供应链（含贸易及物流）、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，旗下以现代供应链物流服务业为主营业务的象屿股份已于 2011 年 8 月 29 日在上交所成功重组上市。公司贸易业务以大宗商品贸易为主，物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、供应链管理（大宗

商品采购分拨）为主营的大物流产业群。公司土地开发及房地产板块包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，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）地区，同时拓展到重庆、长沙、福建南平等区域。截至 2016 年 3 月底，公司拥有储备土地 82.47 万平方米。公司从 2014 年开始在黑龙江产区开展粮食代收和粮食贸易业务，2015-2016 年收粮季公司代收（包含合作收储）粮食 772.20 万吨。公司类金融服务及其他主要涉及资产管理、担保、典当等领域的投资。公司是福建自贸试验区厦门片区中两岸贸易中心核心区的龙头企业，厦门片区的成立为公司的发展创造了一个良好的宏观环境。

2015 年 12 月，子公司象屿股份完成定增，新发行股票 1.23 亿股（其中公司认购 0.13 亿股），发行价格 11.15 元/股，募集资金总额 15.00 亿元，用于富锦 195 万吨粮食仓储及物流项目及补充流动资金。此次增发成功后，公司资本实力进一步提升，资金压力有所缓解。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司仍以供应链管理（贸易及物流）为主业，辅以开展房地产及类金融业务，业务构成稳定。同时，各主营业务收入持续增长，2015 年实现营业收入 656.11 亿元，同比增长 25.76%。从毛利率来看，2015 年公司整体毛利率为 5.55%，同比上升 0.59 个百分点。随着虚拟工厂的增加、物流供应链的不断完善，供应链物流和类金融及其他业务毛利率提高，房地产业务因市场和项目个体差异，当期毛利率有所下降。

2016 年一季度，公司实现营业收入 200.90 亿元，同比增长 75.37%，主要是物流供应链业务收入增加所致，相应该业务收入占比进一步升高，但毛利率略有下降。当期房地产业务受交房进度影响，确认收入较少，但交房项目毛利较高，当期毛利率为 43.43%。当期公司整体毛利率为 4.11%，同比下降 1.25 个百分点。

总体看，跟踪期内公司收入和毛利润水平持续增长，各主营业务经营良好。

表 1　公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2014 年			2015 年			2016 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
物流供应链	483.84	92.74	3.38	599.23	91.33	3.81	195.92	97.52	3.03
房地产	34.18	6.55	23.72	52.60	8.02	20.56	3.16	1.57	43.43
类金融及其他	3.70	0.71	39.42	4.28	0.65	64.56	1.83	0.91	52.05
合计	**521.73**	**100.00**	**4.96**	**656.11**	**100.00**	**5.55**	**200.90**	**100.00**	**4.11**

资料来源：公司提供

注：物流供应链业务主要由传统的贸易及物流两部分构成，贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

物流供应链

（1）贸易

大宗商品贸易一直是公司营业收入的主要来源，以国内贸易为主，2015 年及 2016 年 1~3 月国内贸易占其贸易总额的比重分别为 73.91%和 77.26%，形成以厦门、上海、天津、广州、重庆等为核心辐射全国的市场网络和战略布局。进出口贸易则以进口为主，主要区域集中在亚洲和拉美，包括中国香港、中国台湾、新加坡、印尼、马来西亚、日本、韩国、秘鲁等国家和地区。

公司的大宗商品贸易摈弃以往“自营为主、

代理为辅”的模式，传统自营业务占比不断下降，2015 年为 36.30%。公司贸易经营货种主要以钢材、铜等金属材料、PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工等化工产品及乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉、煤等农副产品为主。2015 年公司化工产品、金属材料和农副产品贸易业务收入占比分别为 16.62%、60.94%、20.78%。其中金属材料贸易规模显著扩大，主要是钢材及矿产品销售量的增加所致。公司在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市设立钢铁供应链物流平台，提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，整合从原矿开采加工、原矿冶炼到产成品加工、贸易的各环节资源，提供贸易、物流、金融等依托完善的仓储资源体系，为钢厂提供集约化、规模化的分销渠道，为分销商提供一体化信息及物流服务。公司不断开发和升级现有供应链链条，实现贸易量和利润率的双效提升。

公司主要销售客户包括青山控股集团有限公司、山西太钢不锈钢股份有限公司、振石控股集团有限公司、铜陵市旋力特殊钢有限公司和一重集团大连国际科技贸易有限公司等，2015 年前五大销售客户合计销售销售额占比为 14.08%，集中度不高。

表 2　公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	2014 年		2015 年		2016 年 1～3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	1133028	24.37	948272.07	16.62	280359.13	14.84
金属材料	2039625	43.86	3476686.72	60.94	1331856.08	70.50
农副产品	1194447	25.69	1185768.82	20.78	205001.42	10.85
其他	282706	6.08	94463.53	1.66	71868.63	3.80
合计	**4649806**	**100.00**	**5705191.14**	**100.00**	**1889085.25**	**100.00**

资料来源：公司提供；

注：1.收粮业务保管费用和出库费用补贴收入计入农副产品类别；2.其他类主要是木材、白色家电、鞋服等非按吨计量的商品收入。

跟踪期内，象屿农产水稻和玉米等粮食代收业务平稳发展。2015 年为公司开展收粮业务以来的第一个整年，自有粮食仓储能力达到 1750 万吨。2015 年公司分别获得各类补贴（收粮费用补贴、保管费用补贴和出库费用补贴）9.68 亿元，其中收粮费用补贴直接冲抵收粮成本，保管费用和出库费用补贴计入营业收入。同时，象屿农产下属公司与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，为其提供资金收储粮食，交粮并获得补贴后与合作方按比例分成，收益计入投资收益科目，2015 年和 2016 年 1~3 月象屿农产合并范围分别共获得合作收粮收益 3.32 亿元和 0.30 亿元。2015~2016 年收粮季公司共代收粮食 772.20 万吨（包含合作收储 124.66 万吨），同比下降 7.41%，主要由于仓容有限，一般粮食入库后 3 年内缓慢出仓。2015 年预付粮食款最高占用额为 50 亿元，主要在 9-12 月集中收粮阶段出现大额预付款余额，通常于次年年中前陆续收到全部交粮回款。2016 年，玉米临储政策取消，预计玉米价格下行。由于玉米种植销售收益存在不确定性，公司合作种植将以水稻为主；收储方面，由于目前仓库内基本属于满仓状态，考虑粮食政策性轮转出库的进度较慢，未来 1-3 年内仓容率仍可得到保证，不影响公司基本承担国储粮保管任务而收取的仓储费用补贴，另公司近两年新建仓容基本围绕富锦、北安等水稻产区而建，水稻预计仍是临储品种。根据公司预测，2016~2017 年收粮季可完成收粮 780 万吨。

公司抓住福建自贸区设立后带来的契机，看准中国平行进口车市场发展的巨大潜力，整合行业内具有资源优势和成熟运营经验的龙头

企业，通过合作设立福建省平行进口汽车公司，将公司打造集全程物流、保税仓储、展示、商务服务和供应链金融配套为一体的福建最大平行进口汽车综合交易平台奠定基础。在汽车国际保兑仓的业务基础上，逐步拓展进口代理、内贸代理业务，汽车供应链业务快速增长，2015年累计进口代理车辆1511台，总额6646万美元，实现收入2.60亿元（计入表2中“其他”类别）。

（2）物流

公司已经逐步形成了集国际货运代理、堆场、运输、配送、仓储、物园区、供应链、内贸海运、进口清关、码头等业务为一体的综合物流服务能力和资源平台，同时得益于钢材产品链、汽车产品链的开拓及稳定增长以及铝产品、钢材出口业务的梳理培植，也为公司的业务增长带来新的驱动力量。同时公司不断开拓上游产业链，增加虚拟工厂的投资，盈利空间得到提升。

2015年公司物流业务实现收入15.93亿元，同比增长9.29%，主要是由于公司货代及综合物流业务等增长所致。同期物流业务毛利率为11.90%，同比下降0.56个百分点，主要是货代及综合物流和堆场业务毛利率降低所致。运输装卸毛利率大幅上升，主要因为运输中间业务环节中盈利少的业务采取外包，结合堆场运营，提高了运输装卸盈利空间。空运收入减少，但毛利上升，是因为结合货物类型，优化物流方案，部分利润低的订单改用其他运输工具。报关收入波动不大，但毛利率大幅下降，主要是因为报关行业竞争激烈，价格降低所致。仓储业务之前一直处于亏损或大面积空仓状态，当期仓储毛利率大幅增长，主要是提供简易加工、包装等增值服务带来收益。2016年1~3月，公司物流业务收入4.05亿元，占2015年全年的25.42%，毛利率为12.90%。总体看，公司物流业务种类丰富，物流链较为完整，公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源投放方向，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和利润水平不断增长。

表3　公司物流业务收入构成情况　（单位：万元、%）

项目	2014年		2015年		2016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
货代及综合物流收入	98210	12.76	108469	10.21	25697	11.03
运输装卸收入	9314	3.89	7494	7.05	1545	20.21
空运收入	1509	8.65	918	18.28	287	16.04
堆场收入	16347	24.63	16725	22.89	3679	31.21
报关收入	325	90.57	383	64.82	95	69.49
仓储收入	3464	-2.59	3799	7.43	853	-0.31
其他收入	16616	5.50	21546	13.14	8343	9.83
合计	**145785**	**12.46**	**159334**	**11.90**	**40499**	**12.90**

资料来源：公司提供

综合物流方面，公司仅有约10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求，钢材内贸物流约25%为承接公司贸易业务形成的物流需求，其余约65%均为承接公司运营的物流园区企业的物流需求以及社会其他客户的需求，客户包括世界500强在内的众多跨国公司、国内大型企业。国际货代业务主要从事中国各地与全球各港口之间的国际集装箱海运代理进出口中转业务。

堆场方面，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场33.65万平方米，并具备华南地区最大的修箱棚和福建省唯一的现代化发泡房。

仓储方面，公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过 50 万平方米，其中自营仓库面积为 11.93 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海外宝山区、广州黄埔港区及青岛黄岛区。运输服务方面，公司提供包括汽运、航运的一体化的运输服务，在厦门、福州口岸自有拖车 144 部，其中海关监管 15 辆；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 25%的股权，该公司在象屿保税区二期拥有近 42 万平方米的工业、仓储用地，主要从事散杂货物码头的建设、营运，设计能力为杂货 420 吨，可靠泊 7 万吨货轮，可为公司物流业务提供一定便利。

公司为进一步拓展供应链策略，近年来积极搭建物流平台，以期实现“货源+可靠仓库+配套物流仓储加工运输”的一条龙服务。目前公司主要已投产物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园、五金机电物流集散中心和晋江物流园区，合计仓储面积 10.94 万平方米，堆场面积 33.65 万平方米，此外尚有跨境电商物流中心和象屿物流仓库（跨境电商产业园二期）在建中，两处占地面积合计 2.25 万平方米，提供对台及境外的跨境电商仓储物流配送。

房地产

公司房地产项目开发主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展到重庆、长沙、福建南平等区域。目前，上海是公司房地产业务的重点城市，2015 年其房地产销售收入占比达到 74%，同比上升 6 个百分点。

2015 年公司房地产开发投资 26.77 亿元，同比下降 58.78%；受益于 2013-2014 年的快速开发，2015 年内竣工面积 40.30 万平方米，同比增长 12.85%；房屋销售面积、销售额分别为 42.74 万平方米、67.03 亿元，同比分别大幅增长 82.27%和 76.30%。2016 年以来上海及周边住宅价格一路攀升，公司房产平均销售单价有所升高，一季度公司实现房屋销售面积 11.44 万平方米，销售额 20.11 亿元，截至 3 月底预收房款 36.44 亿元，计入预收款项科目。

2015 年，公司新增土地储备 12.05 万平方米，获取成本 29.25 亿元，新增地块主要位于昆山区域，2016 年一季度无新拿地。截至 2016 年 3 月底储备土地 82.47 万平方米，均为住宅用地，位于上海、花桥、南平的土地储备面积占比分别为 5%、32%、63%。

表 4　公司房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
房地产开发投资	64.95	26.77	19.31
房屋竣工面积	35.71	40.30	0.00
新增土地储备	12.80	12.05	0.00
房屋销售面积	23.48	42.74	11.44
平均销售单价	1.59	1.57	1.76
实际销售额	38.02	67.03	20.11

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在建、拟建房地产项目主要分布在上海、昆山和南平，合计建筑面积 469.19 万平方米，总投资额 366.36 亿元，已投资 273.07 亿元，尚需投资 93.29 亿元，其中 2016 年 4-12 月计划投资 21.65 亿元，2017 年计划投资 20.92 亿元，短期内投资规模基本维持现状。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司在建及拟建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目	城市	进度	占地面积	建筑面积	总投资	已投资	2016 年 4-12 月计划投资	2017 年计划投资
福建象屿-江南第一城	南平	在建在售	396660	587782	188975	179282	6672	2000

南平瑞峰	南平	在建	206800	448911	99124	13538	6161	18000
南平恒荣	南平	尚未开工	217800	206517	44802	8463	-	-
优山美地家园	湖南	售罄	43965	112735	49257	48719	369	168
重庆两江公元	重庆	在建在售	206356	568377	445065	376944	39898	26000
珑庭花园	昆山	在建在售	87865	393284	235550	168666	19164	13193
鑫山汇众苑 2 期(都城)	上海	售罄	138666	274041	143427	141122	707	365
云润新苑(名城)	上海	北区售罄，南区未开工	81857	163916	119355	71378	12367	32004
象屿鼎城	上海	在建在售	56570	125367	198551	198066	485	-
象屿郦庭	上海	售罄	41424	77577	104619	104151	468	-
象屿品城	上海	在建在售	120663	226569	295919	286722	7510	1687
闸北地块	上海	在建在售	45683	119952	311867	278520	11829	12396
花桥 15-1	昆山	在建在售	146236	461586	362240	209081	11447	3877
花桥 24-2	昆山	在建在售	100959	325337	247350	103620	15585	31918
花桥 9-2	昆山	尚未开工	65122	213231	173295	81760	20803	20000
花桥 9-3	昆山	尚未开工	55374	178526	155905	79704	22591	20000
陈春路一号 C-1 地块	上海	在建	61627	99208	234949	183835	19296	13152
陈春路一号地块 D 地块	上海	在建在售	66463	108981	253387	197156	21197	14448
合计	--	--	**2140090**	**4691897**	**3663637**	**2730727**	**216548**	**209208**

资料来源：公司提供

作为厦门市国资委下属企业，公司也承担了少量土地开发、代建业务。2015 年，公司实现代建收入 0.18 亿元，规模较小。截至 2016 年 3 月底，公司代建项目主要包括灌中路延伸段、集美北路、灌六路延伸段、厦门东通道配套水工工程、厦门港东渡航道高崎航段、闽台中心渔港 260 码头、厦门国际物流中心、大嶝对台小额商品交易市场等，代建合同标的合计 38.85 亿元，已投资 28.93 亿元。上述金额均不需要公司垫资，代建进度取决于财政的拨款进度。公司收到代建资金拨付时计入长期应付款，代建合同标的投资跟长期应付款抵销，利润表中只体现代建费收入。

类金融及其他

公司类金融业务涉及资产运营、担保、典当等类金融行业，2015 年 5 月设立厦门象屿金象控股集团有限公司（注册资本 13.80 亿元，以下简称“象屿金控”），并将下属担保公司、典当公司、资管公司等子公司划入象屿金控，统筹管理经营。象屿金控以“服务中小企业”为经营宗旨，通过不良资产处置、企业托管经营、委托贷款、担保、典当、小额贷款、商业保理、第三方支付、融资租赁、信用保险、财产保险等业务形式提供多样化的类金融服务。2015 年象屿金控合并范围实现营业收入 2.03 亿元；按子公司来看，资管公司收入 1.87 亿元、担保公司收入 165.23 万元、典当公司收入 1107.82 万元、小额贷款公司收入 2733.22 万元。截至 2016 年 3 月底，公司担保余额 7.45 亿元，计提未到期责任准备 181.74 万元，2015 年代偿规模较小且均有抵押物；小额贷款余额 2.01 亿元，未发生坏账情况。

同时，公司也涉及二级市场投资，投资领域主要为与主业相关的贸易企业、物流企业，及净现值较高的项目。公司目前参股兴业证券股份有限公司、福建南平太阳电缆股份有限公司等公司的上市流通股票。2015 年公司合计获得现金分红 3040.46 万元，同比下降 57.95%。

表 6　截至 2015 年底公司主要股权投资明细（单位：%、股、万元）

会计处理	公司/资产	持股比例/股票数量	账面价值/股票市值
长期股权投资-权益法	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	74127.36
	厦门农村商业银行股份有限公司	8.1719	61170.10
	厦门现代码头有限公司	37.50	16504.39
	福建象屿房地产开发有限公司	50.00	13834.70
可供出售金融资产	太阳电缆股票	7849.66	94195.96
	兴业证券股票	7044.00	77484.00
	中骏置业股票	2507.04	3675.61
	滨海泰达股票	1000.00	1248.29

资料来源：公司提供

2．经营效率

2015 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 25.46 次、3.84 次和 1.46 次。总体看，公司经营效率较好。

3．未来发展

（1）未来发展战略和规划

公司未来发展战略定位是“以现代服务业为主要发展领域，以产业化运作为主要发展思路，以投资控股集团为主要发展方向，服务于国家战略、区域发展、城市发展的现代服务业投资控股集团”。

根据公司规划，未来公司“十三五”末即 2020 年进入中国 500 强前 200 位，打造中国一流的现代服务业投资控股集团。产业发展方面，象屿在保持存量业务快速健康扩张的同时，推进创业服务、产业化投资等增量业务的有序发展；人才培养方面，完成资本运作、互联网+、产业研究等方面的人才团队建设；成本控制方面，保持在厦门市主要国企前列，成为厦门市新时期国企改革与国资发展的标杆之一。

（2）在建工程

除房地产项目以外，公司在建、拟建项目为 3 个象屿农产仓储项目、2 个象屿农产深加工项目和 7 个其他项目。总投资合计 102.72 亿元。

富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目分为两部分：1、建设规模为 150 万吨粮食储备库，包括 34 栋钢板平房仓、592 个简易立筒仓；配套建设日烘干能力 1000 吨的粮食烘干塔 12 台；120 吨地中衡（5 台）及原粮收购室；配件库房、五金库房及综合配套车间等附属设施。2、建设规模为 195 万吨粮食仓储库，包括 59 栋粮食仓储库（含 51 栋收纳仓、8 栋钢板平房仓）；日烘干粮食 1000 吨的烘干塔 8 台；18000 平方米的办公、生活楼及其他公共配套设施。2016 年 3 月底，建设已经全部完成，目前处于验收阶段。

象屿农产在粮食收储及合作种粮业务的基础上，在建两个 60 万吨的玉米深加工项目：1、富锦生化 60 万吨深加工项目座落在富锦绿色食品产业园内，总占地面积为 54.7 万平方米，建筑面积 15 万平方米，总投资为 9.58 亿元，项目分二期建设，其中一期 60 万吨/年玉米加工工程已于 2015 年 8 月 3 日正式开工建设，目前正在进行土建工程。2、北安生化 60 万吨深加工项目位于黑河（北安）健康产业园内占地面积 48.6 万平米，年处理净化玉米 60 万吨，全套生产线将采用最先进的技术和设备，以玉米为原料，生产的食用玉米淀粉、高蛋白饲料、玉米麸质饲料、玉米原油等多种产品广泛用于各行业，是食品、造纸和纸板、医药、日用品、纺织及动物饲料等行业所必须的基础产品。工程已于 2015 年 9 月正式开工建设，目前正在进行土建工程。2016 年玉米临储政策取消，玉米回归市场价后，深加工行业成本也将回归市场，

有利于行业企业恢复市场盈利水平。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目已投资 45.70 亿元，2016 年 4-12 月和 2017 年分别计划投资 27.40 亿元和 4.43 亿元。考虑到公司房地产业务投资计划，结合在建工程投资规模来看，公司未来资金压力大。

表 7　截至 2016 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	2016 年 4-12 月计划投资	2017 年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	351924.00	90143.00	4560.00	6000.00
福州江阴园区	2032.00	1426.92	暂无计划	暂无计划
自贸时代广场（保税区 B25 号地块）	28528.00	13768.00	7194.00	7566.00
两岸贸易中心项目（二期）	67853.00	38290.00	15875.00	13688.00
跨境电商产业园（二期）	17343.00	3255.00	6704.00	7384.00
跨境电商物流中心	5425.00	566.00	4384.00	475.00
中心渔港冷库	9834.00	13.00	6000.00	3821.00
富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目	229235.00	217468.00	11767.00	--
北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目	65515.00	59512.00	600.00	5403.00
绥化金谷 60 万吨粮食仓储物流项目	49000.00	5865.00	43135.00	--
富锦生化 60 万吨深加工项目	95762.00	20034.00	75728.00	--
北安生化 60 万吨深加工项目	104730.00	6669.00	98061.00	--
合　计	**1027181.00**	**457009.92**	**274008.00**	**44337.00**

资料来源：公司提供；

注：厦门大嶝对台小额商品交易市场作为政府规划内项目，未来公司将配合政府规划要求调整投资进度。

4. 募集资金使用

“15象屿CP001”于2015年7月10日发行，募集资金7亿元。“15象屿CP002”于2016年8月13日发行，募集资金6亿元。“16象屿CP001”于2016年1月22日发行，募集资金5亿元。上述三期短期融资券募集资金均已按计划使用完毕。

八、财务分析

公司2015年财务报表已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并了出具标准无保留审计意见。公司2016年一季度财务报表未经审计。

从公司合并范围来看，2015年新增厦门象屿金象控股集团有限公司、厦门象屿自贸区开发有限公司等6家子公司，均为当年投资设立。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2015年底，公司合并资产总额为483.41亿元，所有者权益合计159.03亿元（含少数股东权益78.73亿元）。2015年，公司实现营业收入656.11亿元，利润总额11.13亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为563.64亿元，所有者权益合计170.51亿元（含少数股东权益79.13亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入200.90亿元，利润总额2.26亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司营业收入持续增长，实现营业收入656.11亿元，同比增长25.76%。同期，期间费用同比增长24.24%，占营业收入的比重为4.29%。期间费用增长主要来自汇兑损失（2.14亿元）和销售费用（11.61亿元）的增加。销售费用同比增长45.04%，系2014年10月新增美国平台开展木材供应链业务，增加运输等销售运营费用，以及产品供应链业务规模增加，增加相关的费用支出所致。

2015年，公司投资收益10.24亿元，同比增

长18.22%，构成主要为权益法核算的长期股权投资收益1.57亿元、持有及处置可供出售金融资产2.40亿元、处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益1.39亿元和合作种植与合作收粮收益3.82亿元。2015年，公司营业外收入1.17亿元，主要为政府补助等。

2015 年，公司利润总额 11.13 亿元，同比增长 26.39%。其中投资收益占 92.00%，同比略有下降，但仍为利润构成的主要部分。

从盈利指标看，2015 年公司营业利润率为 4.73%，同比增长 0.35 个百分点。总资本收益率和净资产收益分别为 4.55%、4.80%，同比分别下降 0.08 和 0.95 个百分点。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 200.90 亿元，同比增长 75.37%，营业利润率为 3.87%。获得投资收益 0.26 亿元，同比下降 90.33%，主要因受国储回款、费用结算进度等原因，与相关合作种植、合作收粮的合作方尚未结算所致。公司实现利润总额 2.26 亿元，同比下降 8.91%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入持续增长，主业经营平稳，金融投资和粮食合作收储、种植业务带来的投资收益作为重要的利润来源，亦实现增长。

2. 现金流及保障

经营活动方面，跟踪期内，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均持续增长，2015 年分别为 733.93 亿元和 764.86 亿元，同比分别增长 28.99%和 24.43%。从收入实现能力看，现金收入比为 111.86%，收入实现质量较好。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金及工程往来款和类金融板块业务回款，2015 年为 29.61 亿元，同比下降 34.91%。当年公司业务应付款大幅增长，购买商品、提供劳务支付的现金增速慢，公司经营活动产生的现金流净额为 46.40 亿元，同比由负转正。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入量 43.08 亿元，其中收回投资收到的现金为 19.22 亿元，主要是公司收回投资理财产品、收回期货保证金和处置可供出售的金融资产等收到的现金；取得投资收益收到现金 10.28 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 13.58 亿元主要为东北粮食项目收到的当地政府补贴 11.32 亿元。公司投资活动现金流出量主要是购建固定资产、无形资产等和投资支付的现金，2015 年分别为 37.56 亿元和 24.61 亿元，另外支付其他与投资活动有关的现金 8.46 亿元为预付林产品供应链投资保证金、工程项目保证金等。2015 年，公司投资活动现金流量净额为-27.55 亿元，净流出额持续增大。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 471.87 亿元，主要为取得借款收到的现金；吸收投资收到的现金 61.51 亿元，主要为发行永续中票募集资金 19.85 亿元、象屿股份定增 15.00 亿元、成立农产基金 8.00 亿元，资管公司引入战略投资者资金 5.00 亿元。筹资活动现金流出 475.80 亿元，包括偿还债务所支付现金 438.32 亿元，另外支付其他与筹资活动有关的现金 19.09 亿元为归还产业基金等到期融资 12.9 亿元和黄金租赁款 4.50 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.93 亿元，转为净流出。

2016 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金净额为-15.87 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-8.25 亿元，筹资活动现金流量净额为 49.83 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 9.43 亿元主要为黄金租赁业务产生的资金流入。总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力有所改善，融资压力得到缓解。但考虑到未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，粮食代收业务扩张资金需求大，公司仍存在较大的对外融资需求。

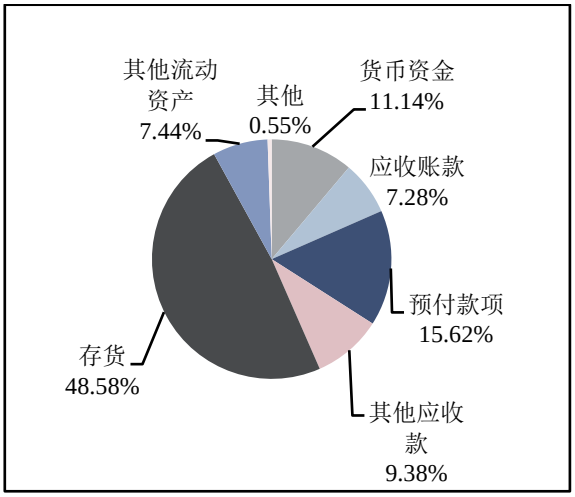
3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 483.41 亿元，同比增长 16.73%；其中流动资产占 68.93%，

构成仍以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产 333.23 亿元，同比增长 2.95%，主要由预付账款、货币资金和存货构成。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 37.12 亿元，同比增长 75.03%，主要为银行存款（占 92.70%）、保证金等其他货币资金（占 7.17%）和少量现金，其中使用受限的金额为 2.62 亿元。应收账款 24.27 亿元，同比基本持平；其中前五名余额合计占比 30.43%，公司应收账款集中度一般。从账龄看，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占应收账款余额的 87.05%）中，1 年以内的占 92.34%，账龄较短；公司共计提坏账准备 0.63 亿元，计提较合理。预付款项 52.05 亿元，同比下降 44.86%，主要系年底预付粮食收购款下降所致；其中账龄在 1 年以内的占 95.42%，账龄短。其他应收款 31.27 亿元，同比大幅增长 75.73%，主要是预付拍地保证金增加所致，构成为房地产项目参股股东利润预付、收购时形成的应收款项、拍地及期货保证金等；公司共计提坏账准备 2.36 亿元，其中单项计提坏账的 4.49 亿元其他应收款主要为涉及诉讼、信用状况恶化的企业或因自然灾害无法支付款项的农户，共计提坏账 2.30 亿元，其余为按组合计提坏账的部分，账龄一般。存货 161.89 亿元，同比变化不大，构成主要是库存商品（占 36.05%）、开发成本（占 59.02%）和开发产品（占 4.72%），共计提跌价准备 0.76 亿元。其他流动资产 24.79 亿元，同比增加 21.50 亿元，主要为短期贷款（20.77 亿元）和待抵扣税费（2.67）亿元增加所致，另有少量理财产品和应收保理款。其中短期贷款为小贷公司向 173 个收粮经纪人放款，金额为每人 1100 万元左右，最多不超过 1350 万元，以其在公司仓库储存的粮食为质押物。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 150.19 亿元，同比增长 66.09%，主要来自固定资产和持有至到期投资的增加，构成主要为可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和固定资产。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 26.70 亿元，主要为上市流通的股票投资，包括兴业证券、太阳电缆、中骏置业、滨海泰达等股票，以及对多家资管公司、投资公司的参股。持有至到期投资为 21.25 亿元，全部为委托贷款，借款方主要为与公司主业相关的上下游产业，包括富锦市富粮粮食储备物流有限公司、恒亿（厦门）商业运营有限公司和泰普生物科学（中国）有限公司等，对方提供固定资产抵押以控制风险，跟踪期内未发生利息或本金逾期或无法偿还的情况。长期股权投资 17.95 亿元，同比增长 11.69%，主要是长期持有的厦门现代码头有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司、厦门集装箱码头集团有限公司等参股公司的权益法核算投资利润分配及追加投资。固定资产账面余额 38.48 亿元，同比增长 146.14%，主要是在建粮仓完工转固定资产所致；期末固定资产 41.89 亿元（包含未办妥产权证书的 10.29 亿元），主要为房屋及建筑物（占 82.65%）和机器设备（10.21%），其余为办公设备和运输工具等；累计折旧 3.42 亿元，无减值准备。无形资产 13.59 亿元，同比增长 69.28%，为新购置经营用地带来土地使用权增加 6.13 亿元。其他非流动资产 7.67 亿元，主要为农产方面的股权收购保证金 6.82 亿元，该部分资金在

投资收购事项完成后将转为长期股权投资投资款。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 563.64 亿元，较 2015 年底增长 21.19%；流动资产占比为 83.23%，仍以流动资产为主。货币资金 61.16 亿元，较上年底增长 64.74%；存货为 203.13 亿元，较上年底增长 25.48%，主要是由于房地产开发成本增加所致。整体看，资产构成变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产总额持续增长，构成仍以流动资产为主；流动资产中粮食代收预付款减少，资金占用度下降，但房地产开发成本和其余预付款项占比仍然大；非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 159.03 亿元（其中少数股东权益 78.73 亿元），同比增长 64.72%。归属于母公司权益 80.30 亿元中，实收资本占 19.50%、资本公积占 16.04%、其他权益工具占 24.72 %、未分配利润占 27.50%。

2015 年，根据厦门象屿保税区管理委员会“厦保税委综[2015]69 号”文件，国有资本金投入 4087.96 万元；根据厦门市财政局“厦财综指[2015]19 号”文件，国有资本金投入 3500.00 万元；根据厦门市财政局“厦财企指[2015]7 号”文件国有资本金投入 10000.00 万元。截至 2015 年底，公司实收资本增加 1.76 亿元，年底为 15.66 亿元。

截至 2015 年底公司资本公积为 12.88 亿元，同比增加 10.02 亿元，其中象屿股份定增溢价 4.41 亿元，另外根据厦门象屿保税区管理委员会”厦保税委综[2015]58 号将两处土地和建筑物划拨给子公司厦门象屿自贸区开发有限公司增加其资本金共计 3.06 亿元，象屿农产收到富锦市财政局拨付的中央预算内投资资金和省级配套资金 2.61 亿元。

截至 2015 年底，公司其他权益工具 19.85 元，包括中期票据“15 象屿 MTN001”净募集资金 9.85 亿元和上海兴瀚资产管理有限公司投资的可续期债券投资 10.00 亿元。其他综合收益为 8.83 亿元，主要为公司可供出售金融资产的累计公允价值变动。少数股东权益为 78.73 亿元，同比增长 62.48%，主要因为象屿股份定增增加少数股东权益 13.31 亿元，吸引投资者合作成立农产基金增加 8.00 亿元，资管公司引入战略投资者资金 5.00 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 170.51 亿元（其中少数股东权益 79.13 亿元），较上年底增长 7.22%。新增其他权益工具 10.00 亿元，为公司于 2016 年 3 月发行的 10 亿元永续中票“16 象屿 MTN001”。

总体看，跟踪期内公司资本金不断扩充，所有者权益中少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 324.39 亿元，其中流动负债占 80.65%，构成仍以流动负债为主。截至 2015 年底，公司流动负债为 261.62 亿元，同比增长 5.30%，主要由短期借款（占 45.47%）、应付账款（占 2.13%）、预收款项（占 15.63%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 118.95 亿元，同比下降 13.15%。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 8.79 亿元为贵金属租赁合约及浮动盈利。应付票据 19.67 亿元，同比增长 49.51%，为银行承兑汇票和商业承兑汇票。应付账款 31.73 亿元，同比增长 69.83%，主要是应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致；其中一年内的占 94.17%。预收款项 40.89 亿元，同比增长 64.33%，主要是预收客户货款和保证金增加、预收房款增加所致。其他流动负债 23.14 亿元，其中应付短期债券 23.00 亿元。

表8　截至2015年底公司应付短期债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期限	额度
15 象屿 CP001	2015/7/13	1 年	7.00

15 象屿 CP002	2015/8/14	1 年	6.00
15 象屿 SCP001	2015/4/30	9 个月	5.00
15 象屿 SCP003	2015/9/9	7 个月	5.00
合计	--	--	**23.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 62.76 亿元，同比下降 9.21%，构成主要为长期借款和应付债券，分别为 37.06 亿元和 18.46 亿元，长期债券主要为公司发行的企业债券、中期票据。

表9 截至2015年底公司应付长期债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期限	额度
11 厦门象屿债	2011.7.8	5+2 年	9.00
12 象屿 MNT1	2013.7.20	5 年	4.50
15 年象屿 MTN002	2015.10.26	5 年	4.50
合计	--	--	**18.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司全部债务为 230.04 亿元，同比下降 10.46%；其中短期债务占 75.86%，仍以短期债务为主。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 25.88%、59.13%和 67.10%，同比均有所下降。若将计入权益的永续中票调入长期债务，则公司全部债务为 274.60 亿元，上述三项指标分别为 30.47%、61.66%和 69.14%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 393.13 亿元，较 2015 年底增长 21.19%，主要来自短期借款、预收款项（客户货款和保证金增加、地产板块预收房款增加）和其他流动负债的增长，期末金额分别为 145.25 亿元、61.58 亿元和 33.14 亿元。其中公司于 2016 年发行短期融资券“16 象屿 CP001”和两期超短期融资券共计 15 亿元，另有 5 亿元超短期融资券到期兑付。客户货款和保证金增加、地产板块预收房款增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 244.75 亿元，较上年增长 6.39%，其中短期债务占比 77.00%，构成变动不大。截至 2016 年 3 月底，由于权益的快速增长，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 24.82%、58.94%，较上年底有所下降；同时资产负债率分别为 69.75%，较上年底略有上升。若将计入权益的永续中票调入长期债务，则公司全部债务为 274.60 亿元，上述三项指标分别为 37.98%、66.13%和 75.04%，债务负担重。

总体看，跟踪期内，由于公司加大房地产业务投资、粮食代收业务快速发展，公司负债规模持续增长，有息债务以短期债务为主，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 127.37%和 65.49%，同比变动不大；截至 2016 年 3 月底，分别为 123.25%和 61.17%。2015 年，公司经营活动现金流净额转正，经营现金流动负债比分别为 17.74%。考虑到公司流动资产中存货和预付款项占比高，短期债务规模大，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015 年公司 EBITDA 为 22.97 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.48 倍，全部债务/EBITDA 为 10.01 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 665.51 亿元，尚未使用额度 352.32 亿元；另外象屿股份为国内 A 股上市公司，直接融资便利。整体看，公司融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 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：G1035020600240090T），截至 2016 年 6 月 13 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 2 笔次级类垫款、1 笔关注类垫款、2 笔关注类贷款、2 笔关注类贸易融资类贷款和 1 笔关注类银行承兑汇票、9 笔关注类信用证。根据公司出具的说明，查证

为银行内部系统与人行系统之间对接存在问题所致，以上业务均已正常结清。公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道等方面具备优势。基于对公司经营及财务状况及发展前景的综合分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

九、存续期内债券偿债能力

“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002”额度共 13 亿元，均于 2016 年到期。“16 象屿 CP001”额度 5 亿元，于 2017 年 1 月到期，三期短期融资券额度合计 18 亿元。截至 2015 年底及 2016 年 3 月底，公司现金类资产（剔除使用受限制的货币资金）分别为合计额度的 2.02 倍和 3.61 倍；考虑到公司可供出售金融资产中上市流通的股票投资流动性强，进一步提高了对存续期内短期融资券的保障能力。

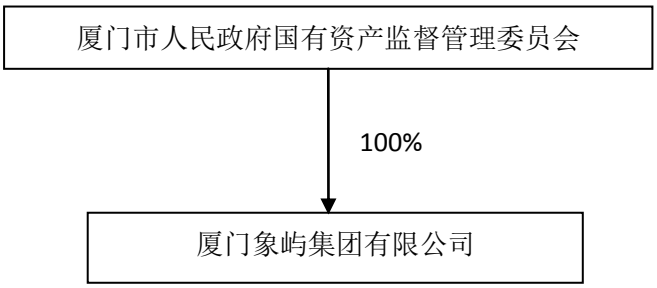
2015 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为合计额度的 42.49 倍和 2.58 倍，保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量大，现金类资产较为充足，可供出售金融资产中股票投资变现能力强，对存续期内短期融资券的保障能力强。

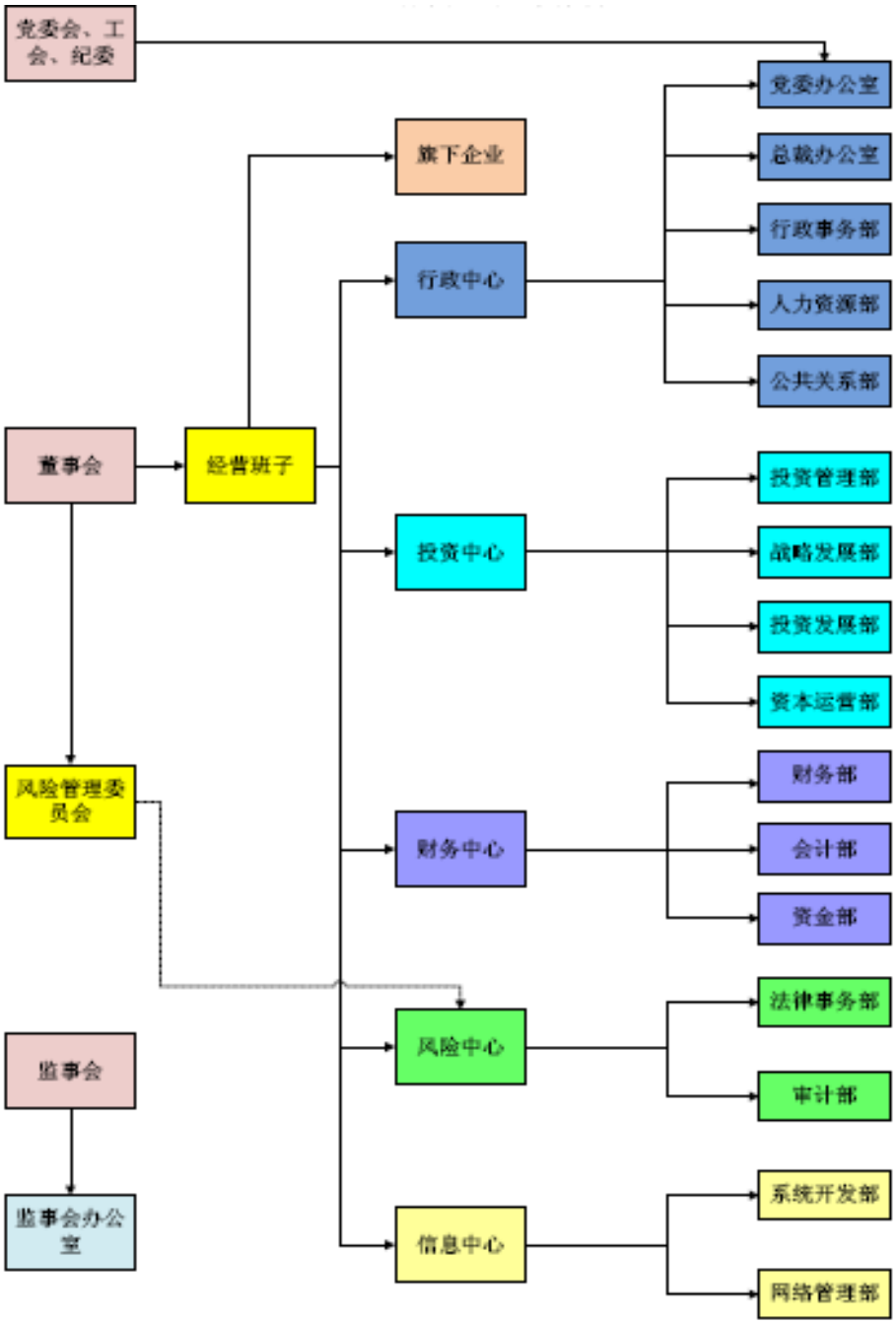
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AAA，评级展望为稳定，并维持“15象屿CP001”、“15象屿CP002”和“16象屿CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.96	19.68	36.29	64.98
资产总额(亿元)	280.65	414.12	483.41	563.64
所有者权益(亿元)	46.86	96.54	159.03	170.51
短期债务(亿元)	115.40	191.57	174.51	188.47
长期债务(亿元)	66.49	65.33	55.52	56.28
全部债务(亿元)	181.89	256.90	230.04	244.75
营业收入(亿元)	392.47	521.73	656.11	200.90
利润总额(亿元)	6.94	8.81	11.13	2.26
EBITDA(亿元)	14.26	20.72	22.97	--
经营性净现金流(亿元)	-58.57	-89.46	46.40	-15.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	41.12	27.61	25.46	--
存货周转次数(次)	3.73	3.55	3.84	--
总资产周转次数(次)	1.66	1.50	1.46	--
现金收入比(%)	108.82	109.06	111.86	119.03
营业利润率(%)	3.39	4.38	4.73	3.87
总资本收益率(%)	5.32	4.83	4.55	--
净资产收益率(%)	12.50	5.75	4.80	--
长期债务资本化比率(%)	58.66	40.36	25.88	24.82
全部债务资本化比率(%)	79.51	71.56	59.13	58.94
资产负债率(%)	83.30	76.69	67.10	69.75
流动比率(%)	134.22	130.29	127.37	123.25
速动比率(%)	63.07	65.56	65.49	61.17
经营现金流动负债比(%)	-35.26	-36.01	17.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.47	1.35	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.76	12.40	10.01	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；2、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；3、现金类资产已剔除使用受限部分；4、2015 年所有者权益中包 9.85 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券投资，2016 年 3 月所有者权益中包含 19.85 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券投资。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息