跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 391 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16象屿CP002”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年三月十四日

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：AAA　　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
16 象屿 CP002	12 亿元	2016/9/14-2017/9/14	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 3 月 14 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	22.17	22.47	38.91	58.34
资产总额(亿元)	280.65	414.12	483.41	736.70
所有者权益(亿元)	46.86	96.54	159.03	196.05
短期债务（亿元）	110.40	191.57	151.51	216.12
长期债务(亿元)	66.49	65.33	55.52	63.81
全部债务(亿元)	176.89	256.90	207.04	279.93
调整后全部债务(亿元)	181.89	256.90	230.04	317.93
营业收入(亿元)	392.47	521.73	656.11	808.34
利润总额(亿元)	6.94	8.81	11.13	8.43
EBITDA(亿元)	14.26	20.72	22.97	--
经营性净现金流(亿元)	-58.57	-89.46	46.40	-74.47
营业利润率(%)	3.39	4.38	4.73	3.39
净资产收益率(%)	12.50	5.75	4.80	--
资产负债率(%)	83.30	76.69	67.10	73.39
全部债务资本化比率(%)	79.06	72.69	56.56	58.81
调整后全部债务资本化比率（%）	79.51	72.69	59.13	61.86
流动比率(%)	134.22	130.29	127.37	121.45
经营现金流动负债比(%)	-35.26	-36.01	17.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.40	12.40	9.01	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.76	12.40	10.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.47	1.35	1.48	--

注：2016 年三季度财务数据未经审计；2015 年底所有者权益中包 9.85 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券投资；2016 年 9 月底所有者权益中包含 19.85 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券投资。

分析师

刘嘉敏　徐　璨

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

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，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，随着公司供应链物流经营模式的不断开发与完善，公司收入规模进一步扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到 2016 年玉米国家临储政策取消导致收储规模下滑、粮食收储业务对公司资金形成一定占用、公司短期支付压力大、物流供应链业务盈利能力较弱等因素可能对公司信用水平造成的影响。

未来，随着公司物流供应链经营模式的进一步开发，农产品深加工、仓储物流基地等在建工程逐步建成投产，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，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16象屿CP002”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，经营规模及营业收入大幅增长，盈利空间逐步提升。
3. 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. 公司贸易业务受宏观经济波动影响较大，且面临较为激烈的同业竞争，房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大，主业盈利能力偏弱，投资收益对公司利

润贡献大。

2. 2016年玉米国家临储政策取消，公司粮食收储规模收缩，合作种植收益规模出现下滑，但粮食收储业务产生的预付粮食款、合作种植及委托贷款仍对公司资金形成一定占用，资产流动性偏弱。
3. 公司债务规模快速增长，整体债务负担重，且以短期债务为主，短期支付压力大。
4. 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 CP002”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。

厦门象屿集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门象屿集团有限公司主体长期信用及“16象屿CP002”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9月底，公司注册资本、实收资本为15.66亿元。2016年12月，根据厦保税委综[2016]16号文件，以国有资本金为公司增资1000万元，2017年1月3日，公司注册资本变更为15.76亿元。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，截至2016年9月底，公司持股53.34%。

公司经营范围包括：经营管理授权范围内的国有资产；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；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；按国家有关的法律法规，设立财务公司，租赁公司；从事实业投资；房地产开发与经营、管理，土地综合开发及使用权转让；商贸信息咨询服务，展览、会务、房地产租赁服务；电子商务服务，电子商务平台建设；批发黄金、白银及制品。

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9月底，公司合并资产总额为736.70亿元，所有者权益合计196.05亿元（含少数股东权益104.14亿元）。2016年1～9月，公司实现营业收入808.34亿元，利润总额8.43亿元。

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：张水利。

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。

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，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸

存在不同程度的压力。

四、行业分析及区域经济环境

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

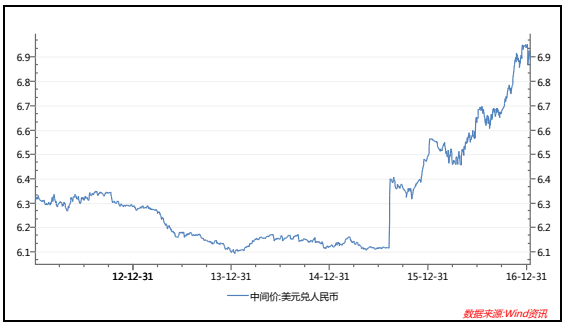
（1）国际贸易

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。2016 年人民币有效汇率走势可以分为四个阶段：第一季度汇率持续下跌，系 2015 年人民币正式加入 SDR 之后，有效汇率持续走低态势的延续，名义有效汇率和实际有效汇率呈现大幅贬值。2016 年 1 月，索罗斯公开宣称自己做空亚洲货币，引导市场一致性预期，使离岸市场上看空人民币的氛围达到了高峰，离岸在岸点差突破历史记录，人民币汇率大幅贬值。2016 年第二季度，美元升值趋势有所放缓，国内流动性相对收紧，人民币有效汇率保持震荡，呈小幅下跌态势。2016 年 6 月美联储加息预期以及英国意外退欧事件导致全球金融市场震荡，人民币有效汇率和实际汇率出现阶段性下跌过程。2016 年第四季度，中国经济数据超过预期，经济缓慢回暖，但是特朗普政府刺激美国经济的政策、美国经济的复苏以及 12 月的加息政策使得美元指数进入强势上升区间，给人民币带来了一定程度的贬值压力。总体而言，美元兑人民币汇率收盘价呈现贬值的趋势，市场对人民币的贬值预期持续存在。

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 1～9 月，社会消费

品零售总额 238482 亿元，同比名义增长 10.4%（扣除价格因素实际增长 9.8%），增速比上半年加快 0.1 个百分点。

整体看，中国消费市场起点较低，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，但经济增速放缓，大宗商品及零售商品交易规模增长趋缓，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．房地产行业

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 1～11 月，全国房地产开发投资 93387 亿元，同比名义增长 6.5%；其中，住宅投资 62588 亿元，增长 6.0%，增速提高 0.1 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。2016 年 1～11 月，房地产开发企业房屋施工面积 745122 万平方米，同比增长 2.9%；其中，住宅施工面积 511416 万平方米，增长 1.6%。房屋新开工面积 151303 万平方米，增长 7.6%，增速回落 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 104776 万平方米，增长 7.9%。房屋竣工面积 77037 万平方米，增长 6.4%，增速回落 0.2 个百分点；其中，住宅竣工面积 56379 万平方米，增长 5.3%。2016 年 1～11 月，房地产开发企业土地购置面积 19046 万平方米，同比下降 4.3%；土地成交价款 7777 亿元，增长 21.4%，增速提高 4.7 个百分点。2016 年 1～11 月，商品房销售面积 135829 万平方米，同比增长 24.3%；其中，住宅销售面积增长 24.5%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 17.5%。商品房销售额 102503 亿元，增长 37.5%，增速回落 3.7 个百分点；其中，住宅销售额增长 39.3%，办公楼销售额增长 46.5%，商业营业用房销售额增长 20.1%。

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。

政策环境方面，2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日起，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。2016 年前三季度，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。2016 年 6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，有助于增强土地政策的适用性和灵活性，对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

截至 2016 年 10 月 12 日，已有一线城市和部分二线城市出台房地产限购、限贷政策，主要包括有上海、深圳、苏州、杭州、厦门、南京、武汉等。“十一”期间，中国 21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，包括限购限贷、提升首付比例等；房价备案制度方面，21 个城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

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。

3. 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

截至2016年9月底，公司是国有独资企业，实际控制人为厦门市国资委。

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、粮食收储及物流）、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 9 月底，公司拥有储备土地 101.49 万平方米。公司从 2014 年开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，2015～2016 年收粮季公司共代收粮食 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。

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（商品采购供应、粮食收储及综合物流服务及园区开发运营）为主业，辅以开展房地产及类金融业务，业务构成稳定。2015 年，公司实现营业收入 656.11 亿元，同比增长 25.76%。从收入构成来看，2015 年供应链业务实现收入 599.23 亿元，占营业收入的 91.33%，仍为收入的主要来源；房地产业务收入 52.60 亿元，同比增长 53.89%，占营业收入的 8.02%；类金融及其他收入规模较小，2015 年实现收入 4.28 亿元，占营业收入的 0.65%。

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。其中物流供应链业务毛利率小幅增长，主要是由于供应链服务逐步完善，利润空间有所提升所致，但整体毛利水平仍较低，2015 年为 3.81%；房地产

业务因结转收入项目利润不同，毛利率有所下降，2015 年为 20.56%；类金融业务毛利率较高，但受限于收入规模，对综合毛利率影响很小。

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 808.34 亿元，同比大幅增长，系 2015 年全年的 123.20%，主要是由于：①公司供应链服务进一步完善，客户粘性增强带动业务量快速提升，②主要贸易产品价格增长；③公司引入新的合作模式，借助资本合作，与相关产品行业龙头设立合资公司，综合导致物流供应链业务收入大幅增加；同期，公司加大逾期业务坏账计提力度，物流供应链业务毛利率有所下降。2016 年 1～9 月，房地产业务结转收入 10.99 亿元，仅为 2015 年全年的 20.89%，主要是由于房地产项目收入集中在四季度确认，当期尚未体现，房地产毛利率为 27.89%，较 2015 年提升 7.33 个百分点。当期公司综合毛利率为 3.53%，较 2015 年下降 2.02 个百分点。

表 1　公司 2013 年-2016 年 9 月主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务种类	2013 年				2014 年			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
物流供应链	354.02	90.20	7.82	2.21	483.84	92.74	16.33	3.38
房地产	36.41	9.28	7.90	21.69	34.18	6.55	8.11	23.72
类金融及其他	2.04	0.52	1.34	65.91	3.70	0.71	1.46	39.42
合计	**392.47**	**100.00**	**17.06**	**4.35**	**521.73**	**100.00**	**25.90**	**4.96**
业务种类	**2015 年**				**2016 年 1～9 月**			
	收入	**占比**	**毛利润**	**毛利率**	**收入**	**占比**	**毛利润**	**毛利率**
物流供应链	599.23	91.33	22.83	3.81	791.01	97.86	22.70	2.87
房地产	52.60	8.02	10.81	20.56	10.99	1.36	3.07	27.89
类金融及其他	4.28	0.65	2.76	64.56	6.35	0.79	2.80	44.06
合计	**656.11**	**100.00**	**36.41**	**5.55**	**808.34**	**100.00**	**28.56**	**3.53**

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）商品采购供应

大宗商品贸易经营主体为子公司象屿股份本部的贸易事业部及象屿股份控股的子公司，一直为公司收入的主要来源。公司贸易业务以国内贸易为主，2015 年国内贸易占贸易总额的 73.91%。目前公司国内贸易已形成以厦门、上海、广州、天津张家港等为核心辐射全国的市场网络和战略布局，销售区域主要集中在华东地区、福建地区、华南地区、华北地区；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。

公司产品品种包括化工材料、金属矿产和农副产品等三大类，跟踪期内，公司经营贸易品种仍以钢材、铜等金属材料，PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工等化工产品及乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉、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，收入同比增长 70.46%至 347.67 亿元，主要是近年来公司不断开发和升级现有供应链，新增镍铁、不锈钢等贸易品种，同时在上海、天津、唐山等多个城市设立物流节点，供应链服务平台逐步完善，贸易量快速上升所致。2015 年化工产品收入为 94.83 亿元，同比下降 16.31%，主要系因市场行情波动影响，公司适度减少业务量，同时价格回落所致。2015 年，农副产品

收入同比波动不大，仍保持较大规模。其他产品主要包含平行进口汽车、白色家电类、集采业务及其他商品等。

2016 年 1～9 月，公司贸易业务收入共实现 762.08 亿元，为 2015 年全年的 133.58%，主要来自化工产品及金属材料贸易规模的扩大，两大类产品 2016 年前三季度收入分别为 2015 年全年的 153.49%和 143.97%；农副产品方面，为应对玉米国家临储政策调整与市场转轨过程中出现的阶段性市场风险，公司适时控制贸易规模，收入出现下滑，当期收入仅为 2015 年全年收入的 51.89%；其他产品收入前三季度实现贸易收入 54.46 亿元，较 2015 年全年大幅增加 45.01 亿元，主要是由于平行进口汽车销量大增所致。

表 2　公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1～9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	1081328	31.81	1133028	24.37	948272.07	16.62	1455493.96	19.10
金属材料	1808705	53.20	2039625	43.86	3476686.72	60.94	5005484.13	65.68
农副产品	509665	14.99	1194447	25.69	1185768.82	20.78	615290.40	8.07
其他	--	--	282706	6.08	94463.53	1.66	544551.73	7.15
合计	**3399698**	**100.00**	**4649806**	**100.00**	**5705191.14**	**100.00**	**7620820.23**	**100.00**

资料来源：公司提供；

注：2014 年林产品营业收入 24.18 亿元，归类入其他业务收入，2015 年林产品营业收入纳入农副产品中，未在其他业务收入中。2015 年其他业务中主要包含平行进口车、白色家电类、集采业务和其他商品等。2016 年 1-9 月，其他业务包含平行进口车、白银和其他产品等。

贸易业务模式方面，跟踪期内，公司结算方式及定价模式变化不大。公司依托多年在贸易行业建立起的供销网络，持续向产业链上下游相关领域适当延伸，整合上游采购到下游配送的供应链服务平台，供应链业务模式进一步完善，客户粘性增强，业务利润空间有所提升。

跟踪期内，金属材料贸易业务引进专业的钢材自营业务团队，新开发镍、铝、不锈钢等产品，并提供镍矿、铝产品、铬矿的进口及内贸代采代销服务，带动金属材料收入大幅增长。目前，公司金属材料方面 80-90%为低风险操作，主要有两种模式：①公司与上游钢厂签订长协，同时与下游分销商签订合同，锁定上下游客户；②代订货模式。公司低风险业务价格风险均由客户承担，单边持有货物的情形占比在 10%以内，公司均配套期货的套期保值规避价格风险。公司会向下游收取一定比例保证金，价格下跌时客户会出现违约情况，公司通过没收保证金，销售货物来减少违约带来的损失。

化工产品经营品种仍以 PE/PP、PVC、芳烃、PTA 和乙二醇为主，2015 年上述产品销售金额占化工材料总销售金额比重分别为 35.61%、11.56%、23.01%、13.86%和 7.10%。其中，PP/PE 产品主要供应商包括中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司等，同时公司还与全球主流石化厂商均保持密切关系；PVC 产品主要以内贸为主，并与新疆中泰化学股份有限公司等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。销售方面，公司仍以直接销售给下游厂家为主，同时部分产品与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。跟踪期内，化工产品 60%通过对锁方式给下游客户，其余部分自营，由于化工产品标准化程度高，主要采取二次定价方式确定价格，同时公司自营部分通过期货套期保值，价格下跌对公司利润影响较小。

跟踪期内，公司农副产品经营品种仍以食品、饲料粮和农产品原料为主，供应商以粮库为主，部分玉米通过乌克兰进口；下游客户主要是饲料厂，公司与哈尔滨海大饲料有限公司、

双胞胎（集团）股份有限公司和新希望集团有限公司等国内前十大饲料厂均建立了战略合作关系。结算方面，饲料厂对公司一般货到付款，结算周期通常为 7-15 天。2016 年以来，为应对玉米国家临储政策调整与市场转轨过程中出现的阶段性市场风险，公司适时控制贸易规模，农副产品板块出现下滑。

其他产品方面，2015 年，公司抓住福建自贸区设立后带来的契机，在原有汽车国际保兑仓业务基础上，与在整车进口领域拥有多年投资运营经验和配套资源的福建车库巴士汽车有限公司开展合作，并设立福建省平行进口汽车交易中心有限公司（以下简称“平行进口汽车公司”，公司持股比例 60%），整合国外采购渠道和进口车源，目前平行进口汽车以代理为主，自营业务采用卖单或是下家锁定的形式来进行。汽车品牌主要有丰田、奔驰、宝马、路虎、奥迪、日产等 SUV 越野系列，购车渠道为中东地区。结算方面，进口采用开立信用证结算方式，销售则收取现款。2015 年汽车供应链业务实现快速增长，累计进口代理车辆 1511 台，总额 6646 万美元，实现收入 2.62 亿元（计入表 3 中“其他”类别）。2016 年 1～9 月，汽车供应链业务大幅增长，公司累计进口车辆 8149 台，总额 33507 万美元，实现收入 26.63 亿元。

2015 年，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。

2016 年以来，公司与上下游客户合作进一步增强，供应链服务逐步完善，部分客户 60%以上的原料代采及成品代销由公司负责，同时公司贸易团队进一步扩充，并开展虚拟工厂、合资公司等业务模式，业务资源不断丰富，以上因素共同带动公司业务规模快速增长。2016 年 1～9 月，公司金属材料实现销售收入 500.55 亿元，为 2015 年全年的 143.97%，支撑国内贸易收入稳步增长。

虚拟工厂模式，即公司选取设备先进、自然条件和区位优势明显的钢铁企业进行业务合作，由公司介入其生产调度（不介入资本层面），并派驻人员长期驻扎在工厂负责企业的生产计划和库存管理，公司 100%负责钢厂的原材料代采及成品代销，收益分配方面，公司原料销售价及成品采购定价按照公司对外原料采购价及对外销售成品销售价的固定收益定价（原料销售及成品销售确认收入，原料采购及成品采购确认成本），公司采购的原材料及成品计入公司存货，公司不承担价格波动风险，与虚拟工厂结算周期约一个月。2016 年以来，受虚拟工厂合作模式逐步成熟、钢材行情走高以及钢厂达产率提升的综合影响，虚拟工厂模式收入大幅增长，2016 年前三季度为公司贡献收入约 47 亿元。截至 2016 年 9 月底，虚拟工厂已合作 2 家，产能规模均在 100 万吨左右。

合资公司模式，即公司与上下游产品有竞争力的民营贸易企业成立合资企业，由公司控股，依托合作方的业务资源及团队经验，同时借助公司资金规模实力开展业务。公司对合资企业派驻总经理、财务人员，负责业务操作并等同于事业部进行考核管理，目前公司已在金属材料（铝产品、矿产）及化工材料（石油）引入合资公司并开展业务，带动金属材料及化工材料贸易规模快速上升。截至 2016 年 9 月底，成立的合资公司主要有厦门象屿铝晟有限公司、象屿（厦门）石油有限公司、厦门象屿同道供应链有限公司、厦门环资矿业科技股份有限公司等。

2016 年，公司商品衍生事业部开展贸易业务，新增 PTA、铜、白银等产品的销售，前三季度销量分别为 18.8 万吨、9.9 万吨、655 吨，分别实现收入 74 亿元，31 亿元，23 亿元。公司依据市场行情购入现货，同时根据风险敞口配套期货业务进行对冲，公司将现货买卖计入当期收入，配套期货收益或亏损计入投资收益，

前三季度为公司贡献收入 138.32 亿元，投资收益-4136 万元，利润-705 万元左右。

总体看，跟踪期内，受益于现有供应链的不断开发和新业务的开展，公司贸易规模大幅增长。

（2）粮食收储及合作种植

公司粮食收储业务主要于当年 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粮食（主要是玉米和水稻），之后经过烘干、仓储，再运输交给国家粮库，粮食收储后由中储粮验收入库，并按季度给予象屿农产收粮费用补贴[1]、保管费用补贴和出库[2]费用补贴，同时公司还提供装卸及烘干服务，公司将上述补贴及服务确认收入，2015 年公司获得各类收入共计 9.68 亿元，其中包括仓储收入 5.49 亿元、装卸收入 2.67 亿元和烘干收入 1.52 亿元。

象屿农产除自行收储之外，还与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，通过为其提供资金及相关服务收储粮食，交粮并获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益计入投资收益科目。2015～2016 年收粮季公司共代收粮食 772.20 万吨，其中合作收储 124.66 万吨，粮食代收总量同比下降 7.41%。

收粮过程中，代收粮食不计入公司存货，象屿农业需根据实际情况垫付资金向农民收储粮食，粮食代收款一般计入预付账款，中储粮根据粮食品种在后期将垫付资金拨付给公司，2015 年玉米收储垫付资金回款周期为 1 个月，资金回款周期较上个收粮季缩短 2 个月，预付粮食款最高占用额为 50 亿元。2015～2016 年粮食收购季，为增强竞争力，象屿农产为资金短缺的收粮经纪人提供资金支持，由收粮经纪人提前向散户收取粮食并交由象屿农产，收粮季象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）向 143 位收粮经纪人提供共计额度 16.02 亿元的委托贷款，每个合作方额度不超过 1200 万元人民币，贷款期限从 2015 年 10 月至 2016 年 4 月，公司将象屿农产委托贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入投资收益，截至 2016 年 4 月 15 日已全部收回。

2016～2017 年粮食收购季，由于玉米国家临储政策取消，公司仅收储水稻以及黑龙江省储的少量玉米，象屿农产在齐齐哈尔和黑河地区受到政策调整的影响较大，富锦地区由于水稻最低收购价政策的延续受到影响较小。预计 2016～2017 年收粮季公司共收储粮食 250 万吨[3]，同比将大幅下降，由于 2016 年收粮季粮食收储规模下降明显且水稻口粮级别较高，故公司收粮垫付资金规模较小且回款周期在 1 个月以内，截至 2016 年 11 月底，象屿小贷为 54 个收粮经纪人提供 7.69 亿元贷款。

仓储方面，象屿农产近年来通过自建、收购以及合作等方式不断扩建仓容，2015 年公司获得黑龙江省 95%以上政策性新建仓容，仓库建设方面中央以及黑龙江省会给予公司一定补贴（先计入长期应收款，后计入资本公积）。2015 年，为进一步拓展象屿农产粮食收储业务，公司与黑龙江金谷集团合资设立黑龙江象屿金谷农产有限公司，并且启动建设富锦、北安共计 460 万吨粮食仓储基地，截至 2016 年 9 月底，公司粮食仓储能力达到 1752.11 万吨[4]，其中自有粮食仓储能力 1622.15 万吨，合作粮食仓储能力 129.96 万吨。目前仓库内基本属于满仓状态，2016 年玉米国家临储政策取消，由于玉米陈粮轮出速度较慢，长期来看公司业务收入结构将会调整，随着玉米陈粮逐步去库存化以及新粮收购，在不新建仓库的情况下，基本未来 1-2 年可以维持较高的仓容利用率，对公司承担国储粮保管任务而收取的仓储费用补贴影响较小。

合作种植方面，2015 年，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮 232 万亩。2015～2016

[1] 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仓储收入；
[2] 一般粮食入库后，根据国家决定 3 年内逐渐出仓，玉米出库以后，有的调拨到南方保管或应急救灾；有的国家市场化拍卖。
[3] 其中水稻收储规模为 170 万吨，玉米省储规模为 80 万吨。
[4] 已经包含富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目及北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目。

年收粮季公司收储粮食中103.43万吨来自公司合作种植业务。合作种植过程中，象屿小贷通过自营贷款业务放贷给种植大户，截至2015年底，象屿小贷自营贷款为3.48亿元，公司将象屿小贷自营贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入投资收益。2015年，象屿农产共取得合作种植与合作收粮投资收益合计3.82亿元，同比增长8.16%。

2016年，玉米国家临储政策取消，公司适时调整合作种植政策，玉米合作种植由原来合作包地盈亏互担的紧密型合作转变为仅提供资金服务的松散型合作模式，同时整体合作种植品种调整为以水稻为主。2016~2017年收粮季，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮150万亩，其中玉米合作种植面积50万亩，水稻合作种植面积100万亩。截至2016年11月底，象屿小贷为合作种植提供贷款5099.43万元。从长远来看，由于玉米价格下行，考虑生产者补贴制度及保护农户利益的出发点，预计农户的实际收益不会有大幅度的下降，东北地区种植区域结构调整短期内仍依靠国家政策补贴来刺激。

由于玉米临储政策取消，玉米价格回归市场化水平，玉米深加工行业成本优势显现，同时近年来国家及东北各省出台扶持政策，对深加工行业利好，基于此公司提前积极布局玉米深加工板块，2016年公司在玉米产区富锦、北安各新建60万吨深加工项目，生产成本及运输成本优势明显。其中，富锦深加工项目已于2016年10月投产，北安深加工已于11月份投产，项目年加工淀粉144.8万吨，清洁米30万吨，加工农副产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等32.3万吨，预计项目投产后年销售收入可达30亿元。截至2016年底，富锦项目已生产淀粉8.82万吨，北安生化项目已生产玉米4.99万吨。未来公司拟重点发展深加工项目，向产业链下游继续延伸，生产氨基酸、胚芽油、淀粉糖等深加工产品。

总体看，跟踪期内，玉米国家临储政策取消，公司粮食收储规模大幅下降。考虑到粮食政策性轮转出库的进度较慢，未来1-2年内仓容率仍可得到保证，且公司布局深加工行业有望成为未来新的收入及利润增长点。

（3）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、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。近年来，得益于钢材产品链、汽车产品链的开拓以及铝产品、钢材出口业务的梳理培植，为公司物流业务增长带来新的驱动力量。

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1～9月，公司物流业务收入14.34亿元，占2015年全年的89.98%，毛利率为10.88%。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	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	84371	12.74	98210	12.76	108469	10.21	77081	11.41
运输装卸收入	8539	8.93	9314	3.89	7494	7.05	4953	14.35
空运收入	2669	6.45	1509	8.65	918	18.28	860	17.77
堆场收入	16855	28.76	16347	24.63	16725	22.89	11165	29.78
报关收入	377.63	93.35	325	90.57	383	64.82	124	78.70
仓储收入	3309	-6.85	3464	-2.59	3799	7.43	2787	0.64
其他收入	1492	4.52	16616	5.5	21546	13.14	46404	5.40
合计	**117613**	**14.22**	**145785**	**12.46**	**159334**	**11.90**	**143374.00**	**10.88**

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。2015 年公司进、出口货代占国际货代业务总量的占比为 10.95%和 89.05%。

堆场方面，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 30.45 万平方米，可以全年为客户提供安全、高效、便捷的集装箱堆存及吊卸服务。同时公司拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有福建省唯一的现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料。

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 13.18 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海外宝山区、广州黄埔港区及青岛黄岛区。

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，积极搭建物流平台，以期实现“货源+可靠仓库+配套物流仓储加工运输”的一条龙服务。目前公司主要已投产物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园、五金机电物流集散中心和晋江物流园区等，合计占地面积 35.71 万平方米，仓储面积 11.93 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 年上海房地产销售收入占比达到 74%，同比上升 6 个百分点，昆山销售收入占比 6%、重庆销售收入占比 12%。

2015 年公司房地产开发投资 26.77 亿元，同比下降 58.78%，竣工面积 40.30 万平方米，同比增长 12.85%；受益于 2013-2014 年的快速开发，2015 年房屋销售面积、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提升，前三季度公司实现房屋销售面积 31.92 万平方米，销售额 58.49 亿元，截至 2016 年 9 月底，公司房地产业务确认收入 10.99 亿元，预计 2016 年底确认收入约 42 亿元。

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 年前三季度，公司新增土地储备 19.02 万平方米，新增地块位于上海，包括南桥新城 16 单元 36-03 地块、南桥新城 15 单元 23A-01A 地块和花桥 2-3。截至 2016 年 9 月底，公司土地储备 101.49 万平方米，均为住宅用地，位于南平、昆山、上海的土地储备面积占比分别为 50.94%、35.89%、13.17%。

在土地市场竞争激烈的情况下，公司为实现规模扩张同时降低经营风险，于 2016 年分别与绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）、融创中国控股有限公司（以下简称“融创控股”）、保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“保利地产”）进行合作开发，目前公司与绿地集团合作开发昆山花桥 9-2 地块，由公司纳入报表（截至 2016 年 9 月底，公司持股 100%，股权尚未转让），绿地集团操盘；与融创控股合作开发花桥 2-3 地块，由公司持股 50.50%并纳入报表，融创控股操盘；与保利地产合作开发奉贤 16-3 地块，由公司操盘，同时持股 50.50%，不纳入合并报表；上述项目竣工销售后根据双方占合资公司的股权比例进行收益分成。

表 4　房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
房屋竣工面积	26.00	35.71	40.30	47.11
房屋销售面积	29.08	23.48	42.74	31.92
新增土地储备	24.72	12.80	12.05	19.02
平均销售单价	1.37	1.59	1.57	1.83
实际销售额	40.04	38.02	67.03	58.49

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 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 528.89 万平方米，总投资额 464.75 亿元，已投资 346.90 亿元，尚需投资 117.85 亿元，其中 2016 年 10-12 月计划投资 15.52 亿元，2017 年计划投资 33.67 亿元，公司房地产业务未来投资额较大，有一定资金压力。

表 5　截至 2016 年 9 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 10-12 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	198975	183438	2516	7872
南平瑞峰	南平	在建在售	206800	448911	99124	17276	2423	19654
南平恒龙	南平	尚未开工	217800	206517	44802	8463	-	-
优山美地家园	湖南	售罄	43965	112735	49257	49129	59	68
重庆两江公元	重庆	在建在售	206356	568377	445065	389452	27390	20000
珑庭花园	昆山	在建在售	87865	393284	235550	175570	12260	7600
鑫山汇众苑 2 期(都城)	上海	售罄	138666	274041	143427	141122	567	710
云润新苑　(名城)	上海	北区售罄，南区未开工	81857	163916	119355	71731	12014	20334
象屿鼎城	上海	售罄	56570	125367	199014	198136	415	463
象屿郦庭	上海	售罄	41424	77577	105071	104157	462	452

象屿品城	上海	在建在售	120663	226569	305919	293157	1075	9140
闸北地块	上海	在建在售	45683	119952	321867	285626	4723	28574
花桥 15-1	昆山	在建在售	146236	461586	362240	218331	2197	9474
花桥 24-2	昆山	在建在售	100959	325337	247350	112525	6680	29341
花桥 9-2	昆山	尚未开工	65122	213231	173295	84306	18257	38462
花桥 9-3	昆山	尚未开工	55374	178526	155905	81318	20977	17486
陈春路一号 C-1 地块	上海	在建	61627	99208	234949	195628	7503	13575
陈春路一号地块 D 地块	上海	在建在售	66463	108981	253387	210111	8242	14913
南桥新城 16 单元 36-03 地块	上海	尚未开工	52793	141657	322792	215000	11000	42119
南桥新城 15 单元 23A-01A 地块	上海	尚未开工	36595	117328	301444	212000	14588	27623
花桥 2-3	昆山	尚未开工	100841	337987	328713	222542	1838	28881
合计	--	--	**2330319**	**5288869**	**4647501**	**3469018**	**155186**	**336741**

资料来源：公司提供

注：合作开发地块建筑面积为项目总建筑面积，投资额仅包含公司未来投资计划。

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 9 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等，代建合同标的合计 38.85 亿元，已投资 30.23 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。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、厦门象屿小额贷款股份有限公司（以下简称“小额贷款公司”）收入 2733.22 万元。截至 2016 年 9 月底，公司担保余额 6.44 亿元，计提未到期责任准备 198.23 万元；小额贷款公司贷款余额 16209 万元。

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%。2016 年 1-9 月股票投资合计获得现金分红 2958.23 万元。2016 年前三季度，公司新增对哈尔滨农村商业银行股份有限公司、厦门科华恒盛股份有限公司和深圳市怡亚通供应链股份有限公司等的股权投资，截至 2016 年 9 月底，公司主要股权投资明细如下表。

表 6　截至 2016 年 9 月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	74442.13
	厦门农村商业银行股份有限公司	8.17	67479.43
	厦门象阳投资有限公司	49.00	44100.00

	哈尔滨农村商业银行股份有限公司	9.90	29400.13
	福建象屿房地产开发有限公司	50.00	14370.96
可供出售金融资产	太阳电缆股票	9419.60	82609.86
	兴业证券股票	9472.20	71609.83
	中骏置业股票	2507.04	4078.30
	滨海泰达股票	1000.00	1213.49
	科华恒盛股票	1010.55	42564.37
	怡 亚 通股票	2.00	22.70
	生物股份股票	0.05	1.55
	*ST 橡塑股票	3399.02	25118.74

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

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。

除房地产项目以外，公司在建项目为 4 个象屿农产仓储项目、2 个象屿农产深加工项目和 9 个其他项目。总投资合计 112.17 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。截至 2016 年 9 月底，已投资 94.87%。

北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目根据粮库的功能定位，粮库将形成固定仓容 56.44 万吨，同时具备粮食烘干、仓储、中转及深加工能力。项目占地面积 598463.8 平方米，主要土建包括生产设施、生产辅助及公用配套设施、行政管理与生活服务设施和总图工程，截至 2016 年 9 月底已投资 94.54%。

绥化金谷 60 万吨粮食仓储物流项目，项目总占地 70 万平方米，总投资 4.93 亿元，建设 60 万吨粮食储备库及物流配套和综合配套设施，截至 2016 年 9 月底已投资 75.14%。绥化金谷 41 万吨粮食仓储物流项目总建设投资 20500 万元，建仓规模为 41 万吨。本次新建项目为砖结构平房仓 13 栋，单仓容量 3.32 万吨，设计总仓容 43.16 万吨，以散粮方式收储和发运粮食，截至 2016 年 9 月底已投资 34.15%。

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，截至 2016 年 9 月底已投资 75.33%。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，截至 2016 年 9 月底已投资 71.13%。

截至 2016 年 9 月底，公司在建项目已投资 65.92 亿元，2016 年 10-12 月和 2017 年分别计划投资 15.00 亿元和 3.70 亿元。考虑到公司房地产业务投资计划及经营获现情况，公司未来资金压力大。

表 7　截至 2016 年 9 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	投资进度	已投资	2016 年 10-12 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	91036	25.87%	2000	6000
自贸时代广场（保税区 B25 号地块）	29083	23411.88	80.50%	1743.12	1133.92
两岸贸易中心项目（二期）	67853	48134.09	70.94%	4259.04	2424.60
跨境电商产业园（二期）	20000	3808.88	19.04%	1497.80	8000
跨境电商物流中心	5425	1732	31.93%	1800	1893
中心渔港冷库	9876	3318	33.60%	1653	4905
富锦金谷 345 万吨粮食仓储物流项目	229235	217468	94.87%	11767	--
北安金谷一期 55 万吨粮食仓储物流项目	62948	59512	94.54%	3436	--
绥化金谷 60 万吨粮食仓储物流项目	49251	37005	75.14%	12246	--
绥化金谷 41 万吨粮食仓储物流项目	20500	7000	34.15%	13500	--
富锦金谷铁路发放系统项目	44351	14000	31.57%	30351	--
富锦金谷 80 万吨罩棚项目	13500	8100	60.00%	5400	--
江苏大丰铁矿石加工项目	25232	3779	14.98%	8837	12616
富锦生化 60 万吨深加工项目	95762	72137	75.33%	23625	--
北安生化 60 万吨深加工项目	96726	68802	71.13%	27924	--
合　计	**1121666**	**659243.85**	--	**150038.96**	**36972.52**

资料来源：公司提供；

注：1、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。

2、富锦金谷 345 万吨粮储及物流项目和北安金谷标准化粮食储备仓建设项目，截至 2016 年 9 月底有 23.80 亿元转入固定资产。

八、募集资金使用情况

“16象屿CP002”于2016年9月14日发行，募集资金12亿元。上述短期融资券募集资金均已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供了2015年合并财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保意见的审计结论。公司2016年前三季度财务报表未经审计。

从公司合并范围来看，2015年新增象屿金控、厦门象屿自贸区开发有限公司等5家二级子公司，同时由于厦门象屿资产管理运营有限公司并入象屿金控减少1家二级子公司；截至2016年9月底，公司合并范围较2015年底新增厦门象屿创业投资管理有限公司、厦门象屿商业地产

开发有限公司2家二级子公司，由于厦门象屿典当有限公司、厦门象屿担保有限公司并入象屿金控，厦门金牛兴业投资发展有限公司外部股东增资公司失去控制权共减少3家二级子公司。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9月底，公司合并资产总额为736.70亿元，所有者权益合计196.05亿元（含少数股东权益104.14亿元）。2016年1～9月，公司实现营业收入808.34亿元，利润总额8.43亿元。

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%；同期营业成本为619.69亿元，同比增长24.98%，与营业收入增幅相差不大。2015年，期间费用同比增长24.24%，主要来自销售费用的增长以及汇兑损失（2.14亿元），2015年销售费用为11.61亿元，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年期间费用占营业收入的比重为4.29%，对利润侵蚀影响大。

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 1～9 月，公司实现营业收入 808.34 亿元，同比增长 74.32%，营业利润率为 3.39%，同比下降 1.30 个百分点。获得投资收益 1.45 亿元，较上年同期下降 80.93%，主要是由于收粮季公司粮食收储以及合作种植规模下降，反映在本期报表合作经营业务收益减少，同时 2016 年前三季度套期保值业务亏损增加和证券处置收益减少共同影响所致；公允价值变动收益 0.96 亿元；营业外收入 2.56 亿元，主要是政府补助 8393 万元，赔偿金、违约金收入 8926 万元，固定资产处置利得 7838 万元。公司实现利润总额 8.43 亿元，同比增长 26.57%。

总体看，跟踪期内，随着供应链业务的快速拓展，公司营业收入快速增长，主业盈利能力较弱，金融投资和粮食合作收储、合作种植业务带来的投资收益对公司利润贡献很大，考虑到玉米国家临储政策取消，未来合作种植规模逐步收缩，相关投资收益将出现下滑。

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；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。2015 年，公司加大对粮食仓储设施的建设，购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅增加，为 37.56 亿元；公司当期投资支付的现金 24.61 亿元；支付其他与投资活动有关的现金 8.46 亿元主要系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，资金缺口增大。

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 1～9 月，公司经营活动产生的现金净额为-74.47 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-54.82 亿元，其中投资支付的现金主要为投资股票、理财、股权投资及投资期货保证金等，支付其他与投资活动有关的现金主要是支付地产合作开发项目公司的投资款；筹资活动现金流量净额为 146.73 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 26.76 亿元主要房地产合作开发项目收到融创控股往来款 11.17 亿元以及黄金租赁费 3.17 亿。

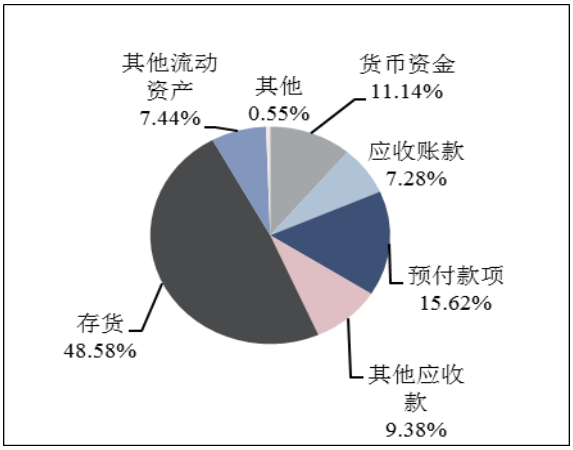
总体看，公司经营活动现金流入规模大，预付粮食收购款及房地产开发投入对经营活动现金流带来一定影响，收入实现质量尚可。未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，公司仍存在较大的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

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（占 15.62%）、货币资金（占 11.14%）和存货（占 48.58%）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，公司货币资金为 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。应收账款为 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。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 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，公司其他应收款累计计提坏账准备 2.36 亿元，主要是对涉及诉讼、信用状况恶化的企业或因自然灾害无法支付款项的农户的其他应收款计提的坏账准备（2.30 亿元）。截至 2015 年底，其他应收款前五名账面余额合计占比 37.32%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司存货 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。其中短期贷款主要为象屿农产通过象屿小贷向 143 位收粮经纪人提供共计额度 16.02 亿元的委托贷款，每个合作方额度不超过 1200 万元人民币，贷款期限从 2015 年 10 月至 2016 年 4 月，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（占 17.78%）、持有至到期投资（占 14.15%）、长期股权投资（占 11.95%）和固定资产（占 25.62%）。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 26.70 亿元，同比变动不大，主要为上市流通的股票投资，以及对多家资管公司、投资公司的参股。截至 2015 年底，主要投资标的包括兴业证券、太阳电缆、中骏置业、滨海泰达等股票。

截至 2015 年底，持有至到期投资为 21.25 亿元，同比大幅增加 15.05 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，由对方提供固定资产抵押以控制风险。

公司长期股权投资主要为对物流、饲料、矿业、房地产、码头等行业的合营、联营企业和其他股权的投资。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 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。

表 8　2015 年底公司长期股权投资前五名

（单位：%、万元）

被投资单位名称	持股比例	账面价值	核算方式
厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	74127.36	权益法
厦门农村商业银行股份有限公司	8.51	61170.10	权益法
厦门现代码头有限公司	37.50	16504.39	权益法
福建象屿房地产开发有限公司	50.00	13834.70	权益法
厦门铁路物资投资有限责任公司	20.00	4171.32	权益法
合计	--	**169807.87**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司固定资产账面余额 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（占 10.21%），其余为办公设备和运输工具等；累计折旧 3.42 亿元，未计提减值准备。

截至 2015 年底，公司无形资产 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。截至 2015 年底，公司其他非流动资产 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 9 月底，公司资产总额为 736.70 亿元，较 2015 年底增长 52.40%；流动资产占比上升至 76.68%，构成仍以流动资产为主。流动资产中货币资金 53.01 亿元，较上年底增长 42.80%；预付款项 72.36 亿元，较上年底增长 39.02%；其他应收款为 54.22 亿元，较上年增长 73.39%，主要是预付上海及长三角地带拍地保证金和房地产项目合作开发款项增加所致；存货为 296.37 亿元，较上年底增长 83.07%，主要系增加供应链业务导致库存商品增加和房地产板块的土地储备增加所致；其他流动资产 56.40 亿元，较上年底增长明显，主

要是公司规范委托贷款业务账务处理，根据流动性将部分委托贷款由持有至到期投资调整至其他流动资产；公司其他流动资产 56.40 亿元，其中贷款业务 35.30 亿元，待抵扣税费 12.07 亿元，截至 2016 年 9 月底，公司小贷业务及委托贷款无逾期发生。非流动资产中可供出售金融资产 32.39 亿元，较上年底增长 21.33%，主要为公司增持太阳电缆、兴业证券持股数量以及新增对科华恒盛、*ST 橡塑股票的投资；长期股权投资较上年底增加 7.86 亿元，主要是新增对哈尔滨农村商业银行股份有限公司投资 2.81 亿元，新增象阳投资、丰顺祥等投资共计 4.41 亿元；固定资产为 49.35 亿元，较上年增长 28.24%，主要是由于子公司富锦金谷粮食仓储设施项目转固所致以及厦门象屿兴泓特种材料有限公司新增房产设备；其他非流动资产较上年增长明显，系公司根据流动性将部分委托贷款由持有至到期调整至其他非流动资产；其余科目较 2015 年底变化不大。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；流动资产中房地产开发成本和预付款项占比大，非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大，整体看，公司资产质量一般。

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 9 月底，公司所有者权益为 196.05 亿元（其中少数股东权益 104.14 亿元），较上年底增长 23.28%，其中，受供应链业务运作模式影响，少数股东权益较上年底增长 25.42 亿元；其他权益工具较上年底增长 9.97 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[5]。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9 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10 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 MTN1	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 207.04 亿元，公司调整后全部债务（包含其他流动负债中的短期融资券）为 230.04 亿元，同比下降 10.46%，其中调整后短期债务占 75.86%。公司长期债务资本化比率、调整后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和可续期债券投资（合计 19.85 亿元）调入长期债务，则公司调整后全部债务为 249.89 亿元，上述三项指标分别为 35.13%、64.23%和 71.21%。

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额为 540.65 亿元，较 2015 年底大幅增长 66.67%，其中短期借款为 171.03 亿元，较 2015 年底增长 43.78%，交易性金融负债 13.17 亿元，较上年底增加 49.81%，主要系贵金属租赁合约本金及公允价值浮亏增加所致，应付账款为 63.44 亿元，较 2015 年底增长 99.91%，主要是由于贸易业务经营规模扩大，应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致；预收款项为 104.21 亿元，较 2015 年底增长 154.89%，主要是由于贸易、物流板块业务规模扩大，预收客户货款和保证金增加、地产板块预收房款增加所致；其他应付款为 23.45 亿元，较上年大幅增长 268.96%，主要系下属公司收到外部股东投资款尚未办完工商手续形成的暂挂账；其他流动负债为 52.11 亿元，较上年增长 125.18%，主要是来自新增短期融资券及超短期融资券的发行；应付债券较 2015 年底增长 5.21 亿元，主要是由于发行中期票据及公司债券所致。其他科目变动不大。

截至 2016 年 9 月底，公司调整后全部债务（包含其他流动负债中有息债务）317.93 亿元，较上年增长 38.21%，其中短期债务占比上升至 79.93%，构成变动不大。截至 2016 年 9 月底，公司长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率分别为 24.55%、61.86%，分别较上年底下降 1.33 个和上升 2.73 个百分点；同时资产负债率为 73.39%，较上年底进一步上升。若将计入权益的永续中票和可续期债券投资（合计 29.82 亿元）调入长期债务，则公司调整后全部债务为 347.75 亿元，上述三项指标分别为 36.03%、67.66%和 77.44%，债务负担重，债务

[5]公司黄金租赁业务主要系与银行按照黄金租借确认书约定借金金额和数量，通过金交所电子账户直接择机卖出黄金，到期归还相应金额，其实质是一种融资行为，利率低于银行贷款，公司对租借的黄金大部分会采用与银行签订远期交割协议，锁定到期日需要还金的数量和金额的方式来对冲金价波动风险。

结构有待改善。

总体看，跟踪期内，公司物流供应链业务的开发以及房地产业务投资的加大，共同推动公司债务规模快速增长，公司有息债务以短期债务为主，整体看，公司债务负担重，短期偿债压力大。

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 9 月底，上述两项比率分别降至 121.45%和 57.73%。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%。但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，公司短期支付压力大。

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，调整后全部债务/EBITDA 为 10.01 倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2016 年 9 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 776.04 亿元，尚未使用额度 385.10 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 9 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 2017 年 2 月 3 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 4 笔关注类贷款、2 笔关注类贸易融资类贷款、1 笔关注类银行承兑汇票和 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. 母公司财务情况分析

截至 2015 年底，母公司资产总额 154.54 亿元，流动资产占 43.20%，非流动资产占 56.80%；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 6.33 亿元和 60.42 亿元（合并层面其他应收款为 31.27 亿元）；非流动资产中可供出售金融资产 25.92 亿元。截至 2015 年底，母公司负债合计 95.13 亿元，流动负债占 67.65%，非流动负债占 32.35%；流动负债中短期借款和其他流动负债规模较大，分别为 33.78 亿元和 23.00 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 9.30 亿元和 18.46 亿元。2015 年底，母公司资产负债率为 61.56%，有息负债规模 88.54 亿元，其中短期债务 60.79 亿元。截至 2016 年 9 月底，母公司资产总额 228.98 亿元，其中货币资金 18.58 亿元，其他应收款和内部往来分别为 4.26 亿元和 114.07 亿元，可供出售金融资产 25.49 亿元；负债合计 161.21 亿元，资产负债率 70.40%，较 2015 年底提升 8.84 个百分点，有息负债规模 153.07 亿元，较 2015 年底增长 72.88%，其中短期债务 125.50 亿元。

盈利能力方面，2015 年，母公司实现营业收入 0.08 亿元，产生投资收益 3.45 亿元，利润总额 0.39 亿元。母公司融资成本较高，财务费用支出规模 2.16 亿元（其中利息支出 5.99 亿元，利息收入 3.84 亿元）。2016 年 1~9 月，母公司营业收入 0.06 亿元，投资收益 0.57 亿元，利润总额-0.58 亿元。

总体看，公司本部货币资金占比较小，其他应收款规模很大；盈利能力弱，利润对投资收益依赖大；有息债务规模快速增长，且以短期债务为主，公司本部短期偿债压力大。

7. 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。

十、存续期内债券偿债能力

“16 象屿 CP002”额度 12 亿元，于 2017 年 9 月 14 日到期。截至 2015 年底及 2016 年 9 月底，公司现金类资产为本期短期融资券额度的 3.24 倍和 4.86 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。

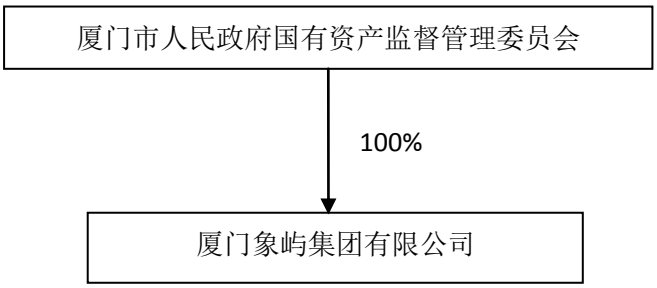
2015 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为本期短期融资券额度的 63.74 倍和 3.87 倍，保障能力强。

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。

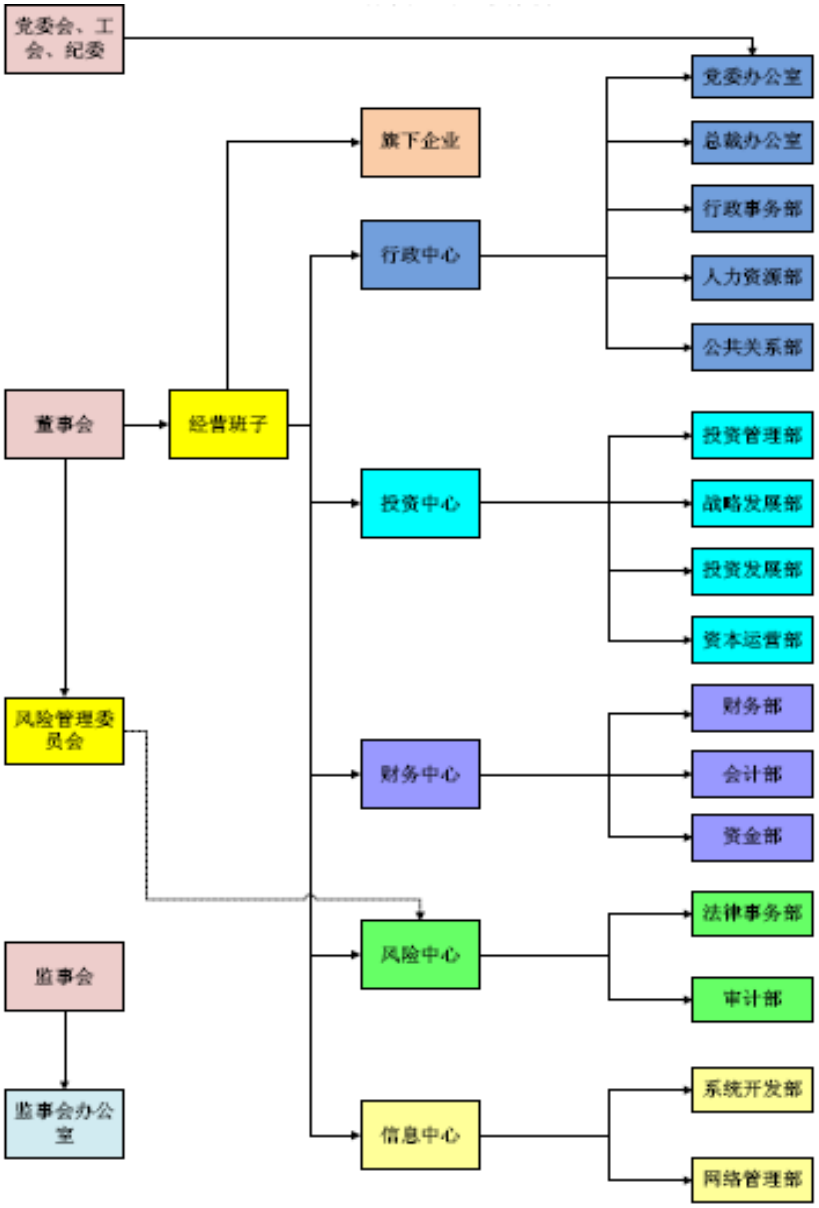
十一、结论

综合考虑，联合资信将维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16象屿CP002”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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.17	22.47	38.91	58.34
资产总额(亿元)	280.65	414.12	483.41	736.70
所有者权益(亿元)	46.86	96.54	159.03	196.05
短期债务(亿元)	110.40	191.57	151.51	216.12
长期债务(亿元)	66.49	65.33	55.52	63.81
全部债务(亿元)	176.89	256.90	207.04	279.93
调整后全部债务(亿元)	181.89	256.90	230.04	317.93
营业收入(亿元)	392.47	521.73	656.11	808.34
利润总额(亿元)	6.94	8.81	11.13	8.43
EBITDA(亿元)	14.26	20.72	22.97	--
经营性净现金流(亿元)	-58.57	-89.46	46.40	-74.47
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	118.43
营业利润率(%)	3.39	4.38	4.73	3.39
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	24.55
全部债务资本化比率(%)	79.06	72.69	56.56	58.81
调整后全部债务资本化比率(%)	79.51	71.56	59.13	61.86
资产负债率(%)	83.30	76.69	67.10	73.39
流动比率(%)	134.22	130.29	127.37	121.45
速动比率(%)	63.07	65.56	65.49	57.73
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)	12.40	12.40	9.01	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.76	12.40	10.01	--

注：2016 年三季度财务数据未经审计；截至 2015 年底，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；截至 2016 年 9 月底，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　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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