

跟踪评级公告

联合[2015] 106 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14象屿CP002”、“14象屿CP003”信用等级为A-1。

特此公告。



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

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 象屿 CP002	6 亿元	2014/7/25-2015/7/25	A-1	A-1
14 象屿 CP003	5 亿元	2014/9/30-2015/9/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 1 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	24.82	16.36	21.32	30.35
资产总额(亿元)	192.75	192.96	280.65	395.12
所有者权益合计(亿元)	36.80	40.26	46.86	64.52
长期债务(亿元)	64.26	67.19	66.49	73.75
全部债务(亿元)	117.04	108.89	181.89	245.21
营业收入(亿元)	359.75	323.82	392.47	348.93
利润总额(亿元)	9.00	7.26	6.94	5.28
EBITDA(亿元)	14.05	13.91	14.26	--
经营性净现金流(亿元)	-16.21	20.81	-58.57	-66.50
营业利润率(%)	5.10	5.25	3.39	4.07
净资产收益率(%)	16.77	12.67	12.50	--
资产负债率(%)	80.91	79.13	83.30	83.67
全部债务资本化比率(%)	76.08	73.01	79.51	79.17
流动比率(%)	154.67	165.29	134.22	127.01
全部债务/EBITDA(倍)	8.33	7.83	12.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	1.52	1.47	--
经营现金流/流动负债(%)	-18.11	24.78	-35.26	--

注: 公司 2014 年三季度财务数据未经审计; 现金类资产已剔除受限资金; 财务指标计算未考虑明股实债影响。

分析师

李 阳 周一鹤

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、综合物流服务能力、政府支持等方面具备优势。跟踪期内,公司完成非公开定向增发,募集资金总额17.20亿元;公司盈利能力较强的房地产板块收入持续增长;公司扩大了粮食代收业务的规模,预付粮食款对公司资金占用大,公司面临较大的融资压力;公司债务规模快速增长,债务负担重,且存在一定短期支付压力。

未来,随着公司房地产开发和粮食代收规模的持续扩大,公司盈利能力有望得到提高。

综合考虑,联合资信评估有限公司维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定;并维持“14象屿CP002”、“14象屿CP003”A-1的信用等级。

优势

1. 公司整合自身资源,帮助上游供应商拓宽分销渠道,协助下游客户建立可靠的采购渠道,打造产业链服务,以期提高营业效率、降低综合成本。
2. 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平台,在厦门市区域地位突出;公司物流资源优势明显,综合物流服务能力较强。
3. 跟踪期内,公司盈利能力较强的房地产板块收入持续增长。
4. 公司于 2014 年 11 月完成非公开定向增发,募集资金总额 17.20 亿元,所有者权益规模将有所增长。

关注

1. 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，目前部分区域市场成交量萎缩、房价下降，显著影响房企的销售和回款进度。
2. 跟踪期内，公司加大房地产业务投资和粮食代收业务，债务规模快速增长，债务负担重，且存在一定短期支付压力。
3. 公司物流供应链主业盈利能力弱，投资收益对公司利润贡献大。
4. 受房地产业务加大拿地力度以及粮食代收业务快速增长影响，2013 年以来公司经营性净现金流持续为负，未来这两大业务仍存在较大的融资需求。

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 12 个月内有效；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存续期内的“14 象屿 CP002”和“14 象屿 CP003”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，根据《关于将保税区二期投资3.5亿元转为对象屿集团增资的批复》（厦保税委综[2005]22号），公司注册资本增至4.88亿元；2007年，根据《关于同意厦门象屿集团有限公司增加国家注册资本金的批复》（厦保税委综[2007]66号），公司注册资本增至7.21亿元；2010年，根据《关于同意厦门象屿集团有限公司修改章程的批复》（厦保税委综[2010]92号），公司注册资本增至9.658亿元；2012年，根据《厦门象屿保税区管理委员会关于同意厦门象屿集团有限公司将上缴的2010年度国有资本收益返还做资本金的批复》（厦保税委综[2012]47号）、《厦门象屿保税区管理委员会关于同意将厦门象屿集团有限公司应上缴的2011年度国有资本收益返还用于增加资本金的批复》（厦保税委综[2012]63号），公司注册资本增至10.8169亿元。2011年8月，公司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66.37%。2013年11月根据《关于同意厦门象屿集团有限公司修改章程的批复》、厦门象屿保税区管理委员会“厦保税委综[2013]127号”、“厦保税委综[2013]37号”、“厦保税委综[2013]72号”、“厦保税委综[2013]96号”、“厦保税委综[2013]108号”公司注册资本从10.82亿元增至13.10亿元。截至

2014年9月底，公司实收资本13.10亿元，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”）。

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2013年底，公司合并资产总额为280.65亿元，所有者权益合计46.86亿元（含少数股东权益12.81亿元）。2013年，公司实现营业收入392.47亿元，利润总额6.94亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为395.12亿元，所有者权益合计为64.52亿元（其中少数股东权益28.95亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入348.93亿元，利润总额5.28亿元。

公司注册地址：厦门现代物流园区象屿路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

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值

的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上半年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上半年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（M2）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（M1）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（M0）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014年中央经济工作会议提出，2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工

作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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

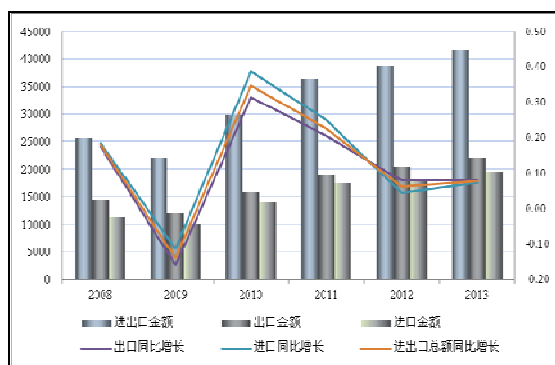
2012年，国际金融危机深层次影响继续显现，特别是欧洲主权债务危机深化、蔓延，世界经济复苏明显减速，中国进出口贸易增速继续放缓，但进出口贸易规模稳中有增。2013年，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

中国对外贸易增速放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示，2012年中国进出口总值3.87万亿美元，同比增长6.2%，增速较2011年回落16.3个百分点。其中，出口2.05万亿美元，同比增长7.9%，增速较2011年回落12.4个百分点；进口1.82万亿美元，增长4.3%，增速较2011年回落20.6个百分点。2012年全年实现贸易顺差2311亿美元，同比大幅扩大48.1%。2013年中国进出口总值达到4.16万亿美元，扣除汇率因素同比增长7.6%，比2012年增速提高1.4个百分点，但仍较2011年增速有较大差距；其中出口2.21万亿美元，同比增长7.9%；进口1.95万亿美元，同比增

长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。总体看，自 2010 年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012 年则达到相对低位，进入 2013 年，对外贸易增速趋稳并略有回升，但回升基础较为薄弱。2014 年 1~9 月，全国进出口总值为 31612.24 亿美元，同比增长 3.32%；出口总值为 16968.62 亿美元，同比下降 5.12%；进口总值为 14643.62 亿美元，同比上升 1.32%。

图 1 2008~2013 年中国对外贸易进出口情况
(单位:亿美元、%)



资料来源：海关总署

2008 年中国贸易顺差达到 2981 亿美元的峰值水平，此后逐年缩减，2009 年为 1957 亿美元，2010 年为 1815 亿美元，2011 年进一步缩减至 1549 亿美元，2012 年则大幅回升至 2311 亿美元。顺差压力一方面源自出口的改善，另一方面也反映出国内需求的疲软背景下进口增长未及预期。2013 年，中国经济呈现企稳回升态势，拉动了大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，中国贸易顺差达到 2597.5 亿美元，增长 12.8%。2014 年 1-4 月，中国贸易顺差为 352.47 亿元，同比下降 42.20%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口，从总体上鼓励进口，控制贸易顺差规模。

贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2012 年，中国一般贸易进出口 20098.4 亿美元，同比增长 4.4%，占同期外贸总值的 52.0%；加工贸易进出口 13440.4 亿美元，同比增长 3.0%，占同期外贸总值的 34.8%。一般贸易项下发生逆差 338.1 亿美元，同比缩小 62.6%。加工贸易整体增长乏力，全年实现顺差 3816.1 亿美元，同比扩大 4.38%。2013 年，一般贸易进出口总额为 2.2 万亿美元，同比增长 9.3%，占中国进出口总值的 52.8%，比上年提高 0.8 个百分点；加工贸易依旧增长缓慢，进出口总额为 1.36 万亿美元，增长 1%，占比 32.6%，比上年下降 2.2 个百分点。2014 年 1~9 月，中国一般贸易进出口 17211.93 亿美元，同比增长 6.50%，占同期外贸总值的 54.45%；加工贸易进出口 10109.54 亿美元，同比增长 2.14%，占同期外贸总值的 31.98%。

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。

贸易伙伴趋于多元化，国际市场结构进一步优化

表 1 2013 年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额 (亿美元)			同比 (%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧盟	5590.63	3390.08	2200.55	2.10	1.10	3.70
美国	5210.02	3684.27	1525.75	7.50	4.70	14.80
东盟	4436.11	2440.70	1995.40	10.90	19.50	1.90
香港	4010.07	3847.92	162.15	17.50	19.00	-9.30
日本	3125.53	1502.75	1622.78	-5.10	-0.90	-8.70
韩国	2742.48	911.76	1830.73	7.00	4.00	8.50
台湾	1972.81	406.44	1566.37	16.70	10.50	18.50
澳大利亚	1363.77	375.60	988.18	11.50	-0.40	16.80
俄罗斯 联邦	892.13	495.95	396.18	1.10	12.60	-10.30
巴西	902.79	361.92	540.86	5.30	8.30	3.40
印度	654.71	484.43	170.28	-1.50	1.60	-9.40
南非	651.50	168.31	483.19	8.60	9.80	8.20

加拿大	544.38	292.19	252.19	6.00	3.90	8.70
新西兰	123.85	41.32	82.53	28.00	6.90	42.00
总值	41603	22100	19503	7.60	7.90	7.30

资料来源：中国海关总署

近年来，中国积极实施市场多元化战略，大力开拓新兴市场，国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示，2012~2013年，中国对俄罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总额比重与2011年基本持平，2013年占比10.7%，其中出口总额1886.21亿美元，2013年同比增长5.8%；欧美日传统市场份额下滑，进出口总额占比逐年下降，2013年为33.5%；与东盟的贸易稳步扩大，贸易额占比升至10.7%。

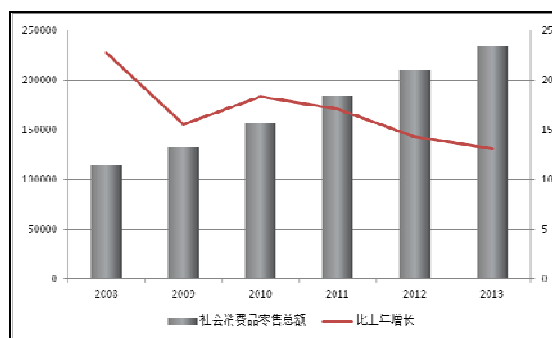
（2）国内贸易

2011年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局最新数据，2013年全年社会消费品零售总额234380亿元，比上年增长13.1%，扣除价格因素，实际增长11.5%，增速同比下降0.6个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额202462亿元，增长12.9%；乡村消费品零售额31918亿元，增长14.6%。按消费形态统计，商品零售额208988亿元，增长13.6%；餐饮收入额25392亿元，增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长10.4%，家具类增长21.0%，家用电器和音像器材类增长14.5%。

2013年，由于需求回升缓慢，供需矛盾突出，生产资料市场价格延续震荡下行走势。1-12月，生产资料市场累计平均价格，比去年同期下降4.6%，降幅较上年收窄1个百分点；比年初下降1.2%，降幅较上年收窄0.3个百分点。从走势上看，全年曾出现三个回升阶段，分别是1-2月、8-9月和12月，但因回升幅度较小，持续时间较为短暂，未能扭转全年价格低迷态势。

图2 社会消费品零售总额及增长率情况

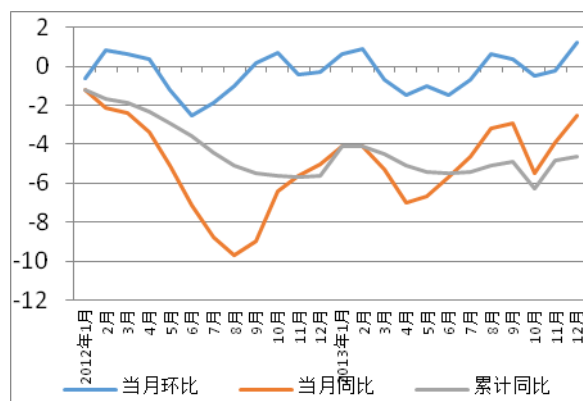
（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

2013年生产资料市场继续保持平稳增长，全社会生产资料销售总额55万亿元，按可比价计算，同比增长约11.9%，增速较去年同期持平。同期，全社会物流总额为200万亿元，按可比价格计算，同比增长9.5%，增幅较去年同期回落0.3个百分点左右，但仍然快于GDP增长。

图3 生产资料价格总指数变动情况



资料来源：中国物流信息中心，联合资信整理

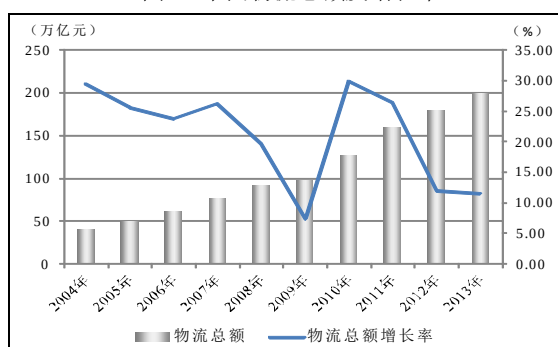
从国际市场看，国际大宗商品价格整体也呈现下降格局。进口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降1.3%，比年初下降1.8%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降1.2%，在结构上，除木材和机电类生产资料进口价格同比有所上升外，其他各大类产品进口价格均有所下降，能源类和有色金属类产品价格降幅较为明显；农业生产资料进口累计平均价格同比下降7.8%。出口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降0.9%，比年初下降1.2%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降0.9%，在结构上，除建材、木材和汽

车类生产资料出口价格同比有所上升外，其他各大类产品出口价格均有所下降，黑色金属、有色金属和能源类产品价格降幅较为明显；农业生产资料出口累计平均价格同比下降 3.0%。

整体看，社会消费品零售总额及生产资料市场相关数据显示，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速逐渐趋稳。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。

2. 物流行业

图4 中国物流总额及增长率



资料来源：WIND资讯

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，2013年全国社会物流总额197.8万亿元，同比增长9.5%，增幅比上年回落0.3个百分点但仍保持较快增长。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额181.5万亿元，同比增长9.7%，增幅比上年回落0.3个百分点。进口货物物流总额12.1万亿元，同比增长6.4%，增幅比上年回落1.3个百分点。农产品物流总额同比增长4.0%，增幅比上年回落0.6个百分点。受电子商务和网络购物快速增长带动，单位与居民物品物流总额保持快速增长态势，同比增长30.4%，增幅比上年加快6.9个百分点；受绿色经济、低碳经济和循环经济快速发展带动，再生资源物流总额快速增长，

同比增长20.3%，增幅比上年加快10.2个百分点。2013年全国物流业增加值为3.9万亿元，同比增长8.5%；物流业增加值占GDP的比重为6.8%，占服务业增加值的比重为14.8%。物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持较快增长但增速减缓、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。

2014年10月，国务院发布了《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》，较为全面的阐释了物流产业的长期发展方向，开启了现代化物流新的发展阶段。《规划》较详细地梳理了物流产业的发展现状及问题，提出总体要求和中长期发展重点和主要任务，并提出了多式联运、物流园区、农产品物流、制造业物流与供应链管理12项重点工程以及相应的保障措施。2014年11月，国务院印发《关于促进内贸流通健康发展的若干意见》，重申要加快发展物流配送尤其是冷链物流，提升信息化水平。

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。根据省政府初步拟定的《福建省“十二五”规划总体思路》，“十二五”期间福建省将依托中心城市、产业集聚区、货物集散地、交通枢纽和港口资源，建设福州、厦门、泉州等物流节点城市 and 一批现代物流园区、大中型综合性现代物流中心；依托临港工业、产业集群和台资企业集中区，围绕原料供应、半成品和成品仓储配送，建设物流配送或专业配送中心；加快保税港区、保税区、保税物流园区、保税物流中心建设，完善保税物流体系，推进闽台两地港区对接，发展保税仓储、贸易采购、配送中转等业务。

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、浏五店物流园区）”的规划工作。

3. 房地产

(1) 行业分析

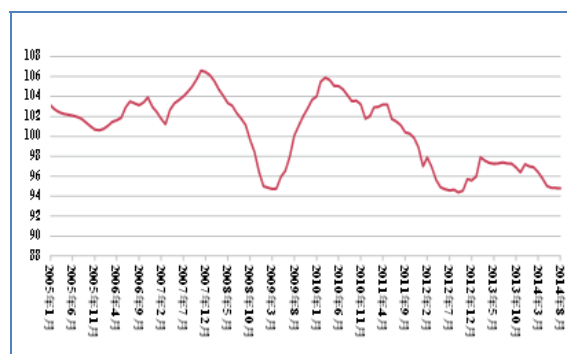
房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产行业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责

等。

图 5 2005 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷，2014 年 9 月 30 日，央行、银监会联合发文《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，其要点为对于购买首套房的家庭，贷款最低首付比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍；二套房认房不认贷；鼓励银行业金融机构通过发行 MBS、发行期限较长的专项金融债券，定向投放房贷；支持符合条件的地方房企在银行间市场发行债务融资工具。9 月以来，放松限购的城市继续增多，截至目前，全国仅有 5 个城市限购尚未放松，包括北京、上海、广州、深圳和三亚。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2013 年，房地产开发投资 86013.38 亿元，比上年增长 19.79%。其中，住宅投资 58950.76 亿元，增长 19.40%；办公楼投资 4652.45 亿元，增长 38.19%；商业营业用房投资 11945.00 亿元，增长 28.28%。

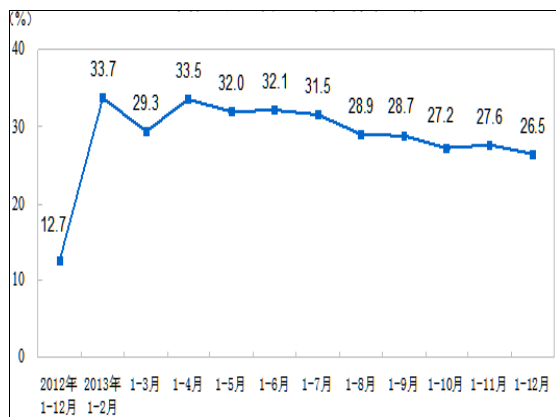
表 2 2008~2013 年中国房地产开发投资完成情况 (单位: 亿元, %)

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78
2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38

资料来源: 国家统计局

2013 年, 房地产开发企业到位资金 122122 亿元, 比上年增长 26.5%, 比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中, 国内贷款 19673 亿元, 增长 33.1%; 利用外资 534 亿元, 增长 32.8%; 自筹资金 47425 亿元, 增长 21.3%; 其他资金 54491 亿元, 增长 28.9%。在其他资金中, 定金及预收款 34499 亿元, 增长 29.9%; 个人按揭贷款 14033 亿元, 增长 33.3%。可以看出信贷情况的好转带来的贷款增加是到位资金增加的重要原因, 2013 年房地产企业资金面相对宽裕, 开发商势必会增加开发投资和新开工面积。

图 6 全国房地产开发企业 2013 年到位资金增速



资料来源: 国家统计公报

从整体供应情况看, 2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势, 商品房销售逐月增长, 且增速较 2012 年大幅提高。2013 年, 商品房销售面积 130550.59 万平方米, 比上年增长 17.29%; 其中, 现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。2013 年商品房新开工面积 201207.84 万平方米, 同比

增长 13.5%, 增速较 2012 年 (2012 年商品房新开工面积较 2011 年减少 7.3%) 大幅回升; 2013 年全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米, 同比增长 2.0%; 2013 年商品房施工面积增速上涨, 全年商品房施工面积 665571.89 万平方米, 同比增长 16.1%。

需求结构方面, 2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房, 办公楼销售 2883.35 万平方米, 同比增长 27.92%; 住宅销售同比增长 17.52%, 商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商业地产发展势头较好。

表 3 2013 年中国主要房地产市场运行指标

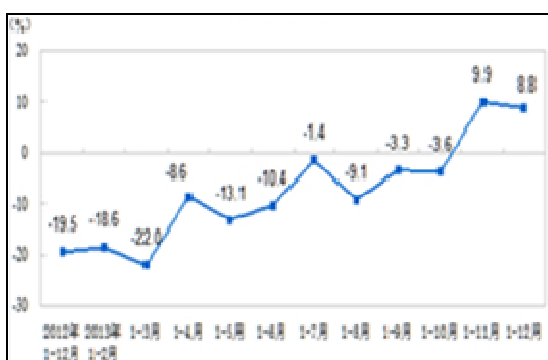
(单位: 万平方米)

指标	绝对数	同比增长 (%)
房屋施工面积	665571.89	15.90
其中: 住宅	486347.33	13.36
办公楼	24577.41	26.80
商业营业用房	80626.76	22.49
房屋新开工面积	201207.84	13.48
其中: 住宅	145844.80	11.55
办公楼	6887.24	15.00
商业营业用房	25902.00	17.73
房屋竣工面积	101434.99	2.01
其中: 住宅	78740.62	-0.38
办公楼	2789.40	20.49
商业营业用房	10852.42	6.86
商品房销售面积	130550.59	17.29
其中: 住宅	115722.69	17.52
办公楼	2883.35	27.92
商业营业用房	8469.22	9.15

资料来源：国家统计局公报

从整体需求情况看，2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

图 7 全国房地产开发企业土地购置面积增速



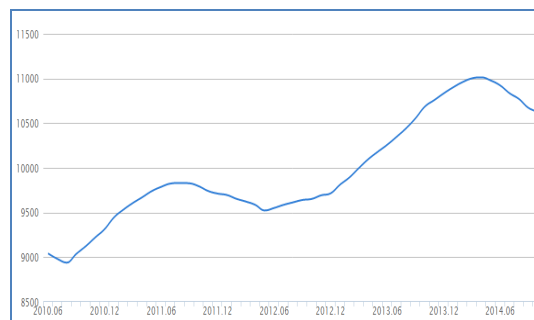
资料来源：国家统计局公报

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

进入 2014 年，受到资金面偏紧，政策调控等多方面影响，全国地产投资有所放缓，到位资金、新开工面积、销售面积和销售额增速均有较大下滑。2014 年 1~9 月，房地产开发投资 68751 亿元，占 2013 年全年投资额的 79.93%，其中住宅投资 46725 亿元，占房地产开发投资的比重为 68.0%。2014 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 89869 亿元，同比增长 2.3%，增速较 1~8 月份回落 0.4 个百分点。其中，国内贷款 16288 亿元，增长 11.8%；利用外资 430 亿元，增长 9.9%；自筹资金 37535 亿元，增长 11.5%；其他资金 35616 亿元，下降 9.1%。在其他资金中，定金及预收款 21582 亿元，下降 11.1%；个人按揭贷款 9794 亿元。2014 年 1~9

月，商品房新开工面积 131410.97 万平方米，同比下降 9.3%；商品房施工面积 673229.98 万平方米，同比增长 11.5%；商品房竣工面积累计 56503.80 万平方米，同比增长 7.2%。2014 年 1~9 月，商品房销售面积 77132 万平方米，同比下降 8.6%，其中住宅销售面积下降 10.3%，办公楼销售面积下降 9.5%，商业营业用房销售面积增长 7.0%；商品房销售额 49227 亿元，同比下降 8.9%，其中住宅销售额同比下降 10.8%，办公楼销售额同比下降 19.7%，商业营业用房销售额同比增长 6.8%。截至 2014 年 9 月底，商品房待售面积 57148 万平方米。

图 8 2010 年 6 月以来全国百城房地产价格指数变化情况



资料来源：搜房网

从房产价格看，2011 年全国房地产价格波动上升，以全国百城价格指数为例，从年初的 9445 元/平方米波动上升至 9712 元/平方米。2012 年房地产开发商大多采取优惠促销、“以价换量”的营销策略，上半年全国房价走势平稳；年中开始一线城市的率先回暖，北京、上海、深圳等城市房价开始小幅上涨；下半年，随着全国更大范围内的成交放量，而供应面又相对偏紧，使得一、二线重点城市价格面临较大上涨压力，多地迎来“量价齐升”的发展趋势，全国百城价格指数从年初的 9696 元/平方米经历小幅下跌后企稳上升至年末的 9715 元/平方米。2013 年，房地产行业投资增速维持高位，新开工面积创历史新高；全国商品房销售高位景气、量价齐升；土地市场整体成交回暖，热点城市地王纪录屡屡刷新；从市场成交情况来看，2013 年延续了 2012 年底的回升行情；全

国百城价格指数从年初的 9812 元/平方米单边上涨至年末的 10833 元/平方米。2014 年以来,房地产市场出现了明显的调整;需求不足带动了房价的下调,全国百城价格指数呈现出来冲高回落的态势,从 1 月的 10901 元/平方米冲高至 4 月的 11013 元/平方米后单边下行至 2014 年 10 月的 10629 元/平方米。

总体看,2013 年房地产行业恢复较为明显,受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响,市场信心较强,房地产企业投资增长,全年住宅新开工等指标有明显提高,逐步转化为新建商品住宅供应以后,供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看,虽然政策调整较为频繁,但地方上既有收紧性调控出台,又有利于需求释放的政策放松。

2014 年以来,由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响,部分地区房地产销售出现下滑,房地产市场较为疲软,而北上广深等一线城市,由于新增人口较多,房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重,针对不同城市,后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势,对于房价涨幅大的一线和少数二线城市,调控仍从紧,并增加中小套型商品房和共有产权住房供应,抑制投机投资性需求,促进房地产市场持续健康发展;而对于房地产市场持续低迷的城市,在不突破调控底线的前提下,适当微调当地调控政策以促进需求释放。

(2) 上海房地产市场

总体运行

2013 年是房地产市场和政策分化的一年。为了实现城市经济转型和“遏制房价过快上涨”的调控目标,上海房地产市场调控继续加深,政策组合与执行方面相比其他城市领先,除了限购、限贷、房产税等措施全面落地外,“国五条”和“沪七条”等相关政策也相继出台,上海在后续政策执行细节上进一步完善操作口径,但对房价调控效果均未能达到预期。

2013 年上海市房地产开发投资 2819.59 亿

元,比上年增长 18.4%,房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重不断上升,2013 年达到 49.9%,高出上年 4.6 个百分点。从投资结构看,商品住宅投资占比仍为最高,2013 年上海市商品住宅投资额 1615.51 亿元,同比增长 11.3%,占全部房地产开发投资的 57.3%;办公楼投资 377.18 亿元,同比增长 43.5%,占全部房地产开发投资的 13.4%;商业营业用房投资额 370.03 亿元,同比增长 26.0%,占全部房地产开发投资的 13.1%。2013 年 3 月底“国五条”细则落地,引起购房者的恐慌性购房,开发商也乘势加推,全年上海市商品住宅投资增速在 2012 年出现放缓以后再一次回升。在限购限贷限价三管齐下的严厉政策下,由于市场供不应求的大格局依然存在,限购限贷政策虽然抑制了大部分投资性需求,但对抑制总体房价的作用尚未凸显。

商品住宅

2013 年上海楼市呈现量价齐升,供需两旺的格局,商品住宅供应量为 1161.20 万平米,环比上扬 30%,成交面积为 1282.28 万平,环比上扬 37%,成交均价为 24177 元/平米,环比上扬 8%。从 2010 年限购实施以来,走过将近三年的历程,从一开始 2011 年住宅成交量受严厉政策影响明显下滑,价格涨势得到控制,到 2012 年量价又开始缓步回升,直到 2013 年商品住宅供求量纷纷大涨 3 成以上,而房价则由前两年的 1-2% 的涨幅被直线拉升到 8%。整个楼市又出现了疯长的趋势。受“国五条”刺激,恐慌性购房出现,2013 年 3 月出现整个年度的成交高峰,随后的几个月则持续高位运行,尤其是在 3 月份过后的 9、10 月份,成交量都 140 万平米的水平线以上,迎来了四年以来成色最足的“金九银十”,并且也连续两年出现了 2009 年市场最疯狂时候的供小于求的情况,同时房价依旧逐年上升,2013 年已经达到了 24177 元/平米。

截至 2013 年底,上海商品住宅可售余量为 978.47 万平方米,较 2012 年年底回落 2.7%。由

于市场长期处于供小于求的状态，库存可消化速度从年初的11个月下滑到目前的9.16个月。从环线情况看，内环内住宅可售余量66.89万平方米，仅占全市6.8%的份额，与2012年年底相比，该环区库存量下滑12.6%，在各环区中幅度最大；市中心高品质豪宅在政策相对稳定的2013年去化速度较快。外环外住宅可售余量为709.67万平方米，占全市72.5%，较2012年年底微幅下滑1.7个百分点，在各环区中处于最为稳定的位路，尽管，外环外是刚需市场的主战场，但由于土地供应量大，项目推出量相对也最大，因此从区域需求供给上来说，相对平衡。

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子公司。

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，是厦门象屿保税区的龙头企业，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2013年底，公司拥有储备

土地101.62万平方米。公司类金融服务及其他主要涉及资产管理、担保、典当、期货经纪等领域的投资。

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

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。2011~2013年，公司主营业务收入呈波动增加态势，年均增长4.52%。从主营业务收入构成来看，公司主业物流供应链业务占主营业务收入的比重逐年下降，2013年为90.20%；公司房地产业务收入快速增长，收入占比逐年增加，2013年占主营业务收入的9.28%；类金融及其他收入占比小，2013年占主营业务收入的0.52%。

从毛利率来看，2011~2013年，公司主营业务毛利率逐年下降，分别为5.71%、5.56%和4.35%；其中物流供应链毛利率低，分别为2.43%、2.93%和2.21%；房地产业务毛利率分别为56.99%、31.84%和21.69%；公司房地产毛利率快速下降，主要由于一方面公司拿地成本逐年增长，另一方面，公司融资成本上升。

2014年1-9月，公司实现主营业务收入348.93亿元，占上年全年的88.91%；与2013年相比，物流供应链业务占比主营业务收入的比重有所上升，占比为93.37%；房地产业务占比主营业务收入的比重有所下降，占比为6.05%。2014年1-9月，物流供应链业务和房地产业务的毛利率均较2013年有所上升，公司主营业务毛利率小幅上升至4.74%。

表4 公司主营业务收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务 种类	2011 年				2012 年			
	收入	收入 占比	毛利润	毛利率	收入	收入 占比	毛利润	毛利率
物流供应链	339.34	94.46	8.23	2.43	293.56	90.66	8.59	2.93
房地产	17.32	4.82	9.87	56.99	26.60	8.21	8.47	31.84
类金融及其他	2.57	0.72	2.40	93.39	3.66	1.13	0.81	67.50
合计	359.23	100.00	20.50	5.71	323.82	100.00	17.87	5.56
业务 种类	2013 年				2014 年 1~9 月			
	收入	收入 占比	毛利润	毛利率	收入	收入 占比	毛利润	毛利率
物流供应链	354.02	90.20	7.82	2.21	325.80	93.37	10.06	3.09
房地产	36.41	9.28	7.90	21.69	21.10	6.05	5.67	26.87
类金融及其他	2.04	0.52	1.34	65.91	2.03	0.58	0.80	39.41
合计	392.47	100.00	17.06	4.35	348.93	100.00	16.53	4.74

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

公司物流供应链业务主要由传统的贸易及物流两部分构成。

(1) 贸易

2011~2013 年，受欧债危机持续、美国经济复苏缓慢影响，国际贸易景气度下降，公司进出口贸易业务持续下降，2013 年为 45.91 亿元；公司国内贸易业务呈波动上升趋势；2013 年为 294.06 亿元；公司国内贸易占比呈上升趋势，2013 年国内贸易占 86.50%，公司以国内贸易为主。2014 年 1-9 月，公司实现贸易收入 312.13 亿元，占 2013 年全年的 91.81%，其构成较上年变动不大。

表 5 公司贸易业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
进出口贸易	62.36	58.84	45.91	58.98
国内贸易	263.09	218.71	294.06	253.15
合计	325.45	277.55	339.97	312.13

资料来源：公司提供

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以及乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、

鱼粉、煤等农副产品为主。近年来，宏观经济增长放缓，钢材价格波动较大，公司以钢材为主的金属材料贸易收入占比有所下降，化工产品贸易收入占比变化不大，公司加大农副产品贸易规模，收入占比逐年上升。2013 年化工产品、金属材料和农副产品贸易业务收入占比分别为 31.81%、53.20%、14.99%。

为了进一步提升农副产品板块业务比重和农产品供应链服务能力，公司于 2013 年 9 月与多年从事粮食供应链业务并形成较大规模优势的穆氏家族合作，共同出资设立黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”），其中公司出资 4 亿元持有象屿农产 80% 股份。象屿农产目前主要业务为黑龙江产区粮食代收和粮食贸易。象屿农产粮食代收主要于 9-12 月份按照国家规定的收储价格全部采用现金向农民收购粮食（主要是玉米），之后经过烘干、仓储，再运输交给国家粮库，国家粮库给予象屿农产约 150 元/吨代收费用。国家粮库根据收粮安排逐步收粮，之后通过农发行专项款返还给公司。象屿农业代收粮食款计入预付账款，代收的粮食不计入存货，国家粮库给予象屿农产 150 元/吨代收费用计入营业收入。2013 年，象

屿农产代收粮食 80 万吨，预付粮食款 24 亿元，2014 年 1 月开始陆续交粮回款，截至 2014 年 5 月底，象屿农产收回全部预付粮食款。2014 年，象屿农产初步统计代收粮食 547 万吨，预付粮食款 122 亿元，资金来源主要是自有资金、定向增发（已完成）、银行贷款、银行保兑仓业务、产业基金等。2013 年，象屿农产实现利润总额 0.52 亿元；2014 年，象屿农产初步核算实现利润总额 3.69 亿元。

（2）物流

2011~2013 年，公司物流业务收入波动中有所增长，2013 年实现收入 26.62 亿元，同比增长 121.92%，主要是公司 2013 年新增供应链收入 14.85 亿元；2014 年 1-9 月，公司供应链收入大幅增长至 28.14 亿元，主要是因为 2013 年供应链业务尚处于业务初期摸索阶段。

2013 年，公司物流板块开始向整合型、供应链方向发展，新增供应链业务，主要业务模式为：通过整合始发港原木堆场资源，控制关

键物流节点资源；整合货源，提供国际租船服务，提高拼装货速度，降低物流成本；并且利用成熟完善的进口清关能力，为木材进口提供高效便捷的清关服务；凭借自身在大宗原材料商品及民生消费品领域的运营体系，为产业链中各类型企业客户提供多模式的专业融资服务方案，尤其为生产型企业提供采购、库存、分销、应收款等综合的供应链服务。

公司物流业务收入以货代及综合物流收入和供应链业务收入为主，2013 年，这两项业务合计占物流业务总收入的 87.51%。2013 年，公司物流业务整体毛利率为 7.07%，比 2012 年大幅下降 6.94 个百分点，主要是 2013 年新增供应链业务收入占比高、毛利率低；2014 年 1-9 月，由于供应链业务收入大幅增长，货代及综合物流收入和供应链业务收入占物流业务总收入的比例进一步增长至 92.06%，物流业务整体毛利率下滑至 5.93%。

表 6 公司物流业务收入构成情况 （单位：万元）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
货代及综合物流收入	86712	12.72%	82124	11.76%	84371	12.74%	78124	13.40%
运输装卸收入	6701	13.60%	8868	4.70%	8539	8.93%	6417	2.90%
空运收入	25621	3.39%	4756	5.04%	2669	6.45%	1195	8.96%
堆场收入	11069	26.52%	12704	21.82%	16855	28.76%	11993	34.63%
报关收入	117	60.89%	709	62.15%	378	93.35%	251	89.23%
仓储收入	2894	5.94%	3858	-3.27%	3309	-6.85%	2578	-3.22%
供应链收入					148539	1.42%	281359	4.58%
其他收入	3346	1.77%	6911	23.46%	1492	4.52%	8554	9.02%
合计	136459	11.72%	119930	14.01%	266151	7.07%	390472	5.93%

资料来源：公司提供

房地产

公司房地产开发产品坚持定位于刚性需求客户，选址交通便利区域（如地铁附近），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，2013 年其房地产销售收入占比达到 80.84%。

公司主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动。2011~

2013年公司房地产开发投资分别为41.56亿元、18.56亿元和51.52亿元，并坚持按12~15个月开发期实现上市及在同一区域实现滚动开发理念。2011~2013年，公司分别新增土地储备20.85万平方米、4.57万平方米、24.72万平方米。

2014年1-9月，公司新增土地储备12.80万平方米，全部位于上海，土地总价款29.25亿元。截至2014年9月底，公司合计储备土地114.42万平方米，其中上海占4%、南平占62%、重庆占7%、昆山占26%；公司无尚未结清的土地款。

表7 房地产业务发展情况

(单位: 万平方米; 万元/平方米; 亿元)

项目	2011年	2012年	2013年	14年1-9月
房屋竣工面积	17.43	20.29	26.00	9.69
房屋销售面积	9.18	31.29	29.08	12.83

新增土地储备	20.85	4.57	24.72	12.80
平均销售单价	1.36	1.30	1.38	1.44
实际销售额	12.59	40.81	40.05	21.77

资料来源: 公司提供

公司房地产定位于刚性需求，一定程度上减弱了中国房地产宏观调控对销售带来的影响。公司2011~2013年房屋销售均价呈现波动上涨态势，2013年为1.38万元/平方米。2011~2013年，公司各房地产项目陆续达到收入确认条件，房地产业务收入年均复合增长44.99%；2013年该业务实现收入36.41亿元，同比大幅增长36.88%。从实际收到房屋预售款的情况看，2013年公司实现房地产实际销售额40.05亿元，与2012年基本持平。2014年1-9月，公司房地产确认收入和实际销售额分别为21.10亿元和21.77亿元，分别占2013年全年的57.95%和54.36%。

表8 截至2014年9月底公司在建及拟建房地产项目情况 (单位: 万平方米; 亿元)

项目	城市	占地面积	建筑面积	总投资	已投资	已售比例	2014年10-12月计划投资	2015年计划投资
福建象屿-江南第一城	南平	82.13	120.41	32.99	15.53	60%	1.43	4
优山美地家园	湖南	4.4	11.27	4.51	4.50	99%	0.05	0.02
重庆两江公园	重庆	20.64	55.37	44.51	31.96	50%	1.59	4.5
珑庭花园	昆山	8.79	37.79	23.56	11.74	65%	0.88	3
鑫山汇众苑2期(都城)	上海	13.87	27.42	14.34	12.86	99%	0.55	0
云润新苑(名城)	上海	8.19	16.56	11.94	6.90	100%	0	0.5
象屿鼎城	上海	5.66	12.55	19.86	19.20	98%	0.51	0.07
象屿郦庭	上海	4.14	7.8	10.38	10.10	98%	0.34	0
象屿品城	上海	12.07	22.6	28.86	24.58	70%	1.14	2.23
闸北地块	上海	4.57	12	28.9	21.99	5%	2.11	3.45
花桥15-1	昆山	14.62	46.84	36.22	15.50	0%	1.19	3
花桥24-2	昆山	10.1	33.15	24.74	10.09	0%	0.53	3
陈春路一号C-1地块	上海	6.16	9.52	20.83	13.96	0%	0.96	1.86
陈春路一号地块	上海	6.65	10.27	22.47	16.27	0%	1.14	2.18

D 地块								
合计		201.99	423.55	324.11	215.19	--	12.43	27.82

资料来源：公司提供

注：已售比例等于已售面积除以可售面积

截至 2014 年 9 月底，公司在建及拟建房地产项目合计建筑面积 423.55 万平方米，总投资额 324.11 亿元，已投资 215.19 亿元，尚需投资 108.92 亿元，其中 2014 年 10~12 月计划投资 12.43 亿元，2015 年计划投资 27.82 亿元。2014 年公司预计销售额（含预售）37.90 亿元，2015 年公司计划销售额（含预售）84.48 亿元。公司房地产业务未来投资额大，计划销售额（含预售）基本能满足目前房地产项目投资需求。联合资信将持续关注公司销售计划实现情况。

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。目前公司已成立了厦门象屿担保有限公司、厦门象屿典当有限公司、厦门象屿资产管理运营有限公司等子公司。2013 年公司类金融及其他业务实现营业收入 2.04 亿元；2014 年 1-9 月，公司类金融及其他业务实现营业收入 2.03 亿元。

2. 经营效率

2011~2013 年，由于公司商品贸易放宽采用信用证及汇票方式进行结算，房地产开发带来存货快速增加，公司销售债权周转次数和存货周转次数整体呈下降趋势，三年加权平均值分别为 52.13 次和 4.06 次，2013 年分别为 41.12 次和 3.73 次；由于资产规模的快速增长，公司总资产周转次数呈下降趋势，三年加权平均值为 2.08 次，2013 年为 1.66 次。总体看，公司经营效率一般。

3. 重大事项

2014 年 4 月 11 日，公司董事会通过公司下属子公司象屿股份拟通过非公开定向增发收购依安县鹏屿商贸物流有限公司 100% 股权的议案。依安县鹏屿商贸物流有限公司为在黑龙

江多年从事粮食供应链业务并形成较大规模优势的穆氏家族的主要资产，截至 2013 年底，资产总额为 13.62 亿元，所有者权益为 12.84 亿元。象屿股份于 2014 年 11 月以非公开发行股票方式发行人民币普通股（A 股）176410256 股，每股面值 1 元，每股发行价格 9.75 元，募集资金总额为 17.20 亿元，其中公司认购 5.16 亿元。目前，象屿农产已经完成收购依安县鹏屿商贸物流有限公司，未来将立足于其形成的骨干物流节点，充分发挥其集聚和辐射效应，以此为基础逐步构建粮食骨干物流网，致力发展成为立足粮食上游核心产区、下游主要销区，拥有综合化种植服务能力、网络化仓储物流服务能力、多元化采购和分销能力的粮食供应链综合服务提供商。

4. 未来发展

（1）未来发展战略和规划

未来公司将以国家、省、市“十二五”发展规划及产业政策为指导，立足海西，辐射全国，持续推动产业升级和管理创新，力争把公司打造成为主营业务突出、现金流充裕、产业结构合理、管理领先的中国品牌企业。

2014 年底，由福州、厦门、平潭三地联合申报的福建自贸区获国务院批准，其中厦门片区总面积 43.78 平方公里，由“两岸贸易中心核心区”和“东南国际航运中心海沧港区”组成。两岸贸易中心核心区是公司所在地，包括象屿保税区及保税物流园区、东渡港区、厦门机场及航空港物流园，总面积将近 20 平方公里，其中包含海关特殊监管区域 0.86 平方公里。公司在两岸贸易中心核心区内经营大宗商品采购供应、综合物流服务、园区平台开发、物流金融服务等主营业务已长达 20 年。自贸区获批及即将落地的配套政策，将为公司长期战略发

展和业务转型升级提供优良的外部环境,首先,在贸易自由化、投资便利化、金融国际化的自贸区体制背景下,公司将立足区域、对接离岸资本市场、接受国际新兴产业和服务业的辐射,重点建设跨国公司地区总部平台、大宗商品交易及资源配置平台、进口高端消费品(含跨境电商)直销平台、高端现代服务业平台、两岸贸易功能性综合平台等,通过全新项目的引进开发,激活集团资产、实现二次增值和模式变革;其次,以项目为平台引进国际战略合作者形成优势互补,缩短项目开发周期,减轻大型投资项目资金压力,促进利益双赢和商业回报。

供应链方面,公司将在采购供应、综合物流和园区平台整合上进一步丰富产品体系,完善供应链服务链条,寻求与合作伙伴更为紧密的合作;现有的市场网络要由东向西扩大、产

品线由生产资料向生活资料延伸,并带动相关产业的股权投资。房地产方面,公司计划打造成为一个紧跟城市发展需要,围绕客户居住需求,不断拓展物业新价值,在区域内有较高知名度和美誉度的品牌房地产商。类金融方面,公司将在供应链方面形成一定的互动和配套,同时抓住国家将厦门列为区域性金融中心的契机,在台湾金融服务进入大陆市场过程中抓住机遇,参与投资。

(2) 拟在建投资项目分析

公司拟在建项目为两岸贸易中心项目和保税区 B25 号地块项目,全部为供应链(贸易和物流)项目,项目总投资 7.90 亿元,截至 2014 年 9 月底已投资 2.63 亿元。总体看,公司除房地产外的项目投资规模不大。

表 9 截至 2014 年 9 月底公司主要在建工程情况(单位:万元)

项目名称	项目概况	总投资	截至 2014 年 9 月底投资进度(%)	截至 2014 年 9 月底已投资	2014 年 10-12 月计划投资	2015 年计划投资
两岸贸易中心	综合性贸易物流中心,总建筑面积约达 23 万平方米	66000	37	24485	2798	18027
保税区 B25 号地块	开发为“保税商品物流集散中心”,用地面积 2.8 万平方米	13000	14.23	1850	1600	7500
合计		79000		26335	4398	25527

资料来源:公司提供

八、财务分析

公司 2011~2012 年财务报告已经中磊会计师事务所有限责任公司¹审计²,2013 年财务

¹根据中国证监会《证监会通报万福生科涉嫌欺诈发行及相关中介机构违法违规案》文件,中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和 2011 年年度报告的审计中,未勤勉尽责,审计程序缺失,在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为,所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为,违反了《证券法》等法律法规的相关规定,构成《证券法》第 223 条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入 138 万元,并处以 2 倍的罚款,撤销其证券服务业务许可。

²应厦门市国资委厦国资统【2012】452 号文要求,公司委托同一会计师事务所连续承担财务决算审计业

务已经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并均出具标准无保留审计意见。公司 2014 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看,2012 年公司新设厦门象屿企业管理服务有限公司,并纳入合并范围;2013 年公司投资设立厦门象屿商业发展有限责任公司,并纳入合并范围。总体看,2011~2013 年,公司合并范围变化不大,财务数据可比性

务不少于 2 年、不超过 5 年。中审国际会计师事务所有限公司已连续 4 年承担公司年度审计工作。公司 2011 年更换会计师事务所,2011-2012 年选定中磊会计师事务所有限责任公司承接年度审计工作,并将于 2013 年 9 月重新进行会计师事务所的认定。

强。

截至2013年底，公司合并资产总额为280.65亿元，所有者权益合计46.86亿元（含少数股东权益12.81亿元）。2013年，公司实现营业收入392.47亿元，利润总额6.94亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为395.12亿元，所有者权益合计64.52亿元（含少数股东权益28.95亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入348.93亿元，利润总额5.28亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入392.47亿元，同比增长21.20%；其中大宗商品采购及综合物流收入占比89.67%，商品房销售收入占比9.24%。2013年，公司营业成本为375.41亿元，同比增长23.51%，增幅小幅高于营业收入的增幅。

2013年，公司期间费用为14.81亿元，同比增长18.57%，占营业收入的比例由2012年的3.86%小幅下降至3.77%。

2013年，公司投资收益同比大幅增长206.15%至8.55亿元，主要来自处置长期股权投资、处置可供出售的金融资产和权益法核算的长期股权所获得的4.02亿元、2.01亿元和1.06亿元；其中处置长期股权投资主要是公司将持有的象屿新创建码头50%股权注入厦门集装箱码头集团有限公司3.08亿元、南平象屿项目转让0.92亿元；可供出售金融资产2.01亿元主要为处置兴业证券1.56亿、处置海南橡胶0.44亿。2013年，公司投资收益占营业利润的比重为137.57%，对利润贡献大。2013年，公司营业外收入为1.01亿元，主要来自政府补贴和违约赔偿收入等。

2013年，公司实现利润总额6.94亿元，同比下降4.45%。

从盈利指标看，2013年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为3.39%、5.32%和12.50%，同比均有所下降。

2014年1~9月，公司实现营业收入348.93亿元，同比增长33.45%；同期，公司营业成本

为332.40亿元，同比增长32.76%。2014年1~9月，公司获得投资收益4.85亿元，主要为股权投资收益2.98亿元和期货投资收益1.05亿元，投资收益占利润总额的91.94%；公司实现利润总额为5.28亿元，同比增长31.94%；公司营业利润率为4.07%，同比增长0.69个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模持续增长，但投资收益对公司利润贡献大，公司主业盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013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427.09亿元和452.83亿元，同比分别增长19.78%和21.97%。2013年公司现金收入比为108.82%，同比小幅下降1.29个百分点，收入实现质量较好。2013年，公司收到其他与经营活动有关的现金为25.69亿元，主要为投标保证金、履约保证金、政府补助等。2013年，公司购买商品、接受劳务支付的现金及经营活动现金流出分别为476.99亿元和511.40亿元，分别同比增长49.07%和45.92%；公司支付其他与经营活动有关的现金为24.26亿元，主要为贸易支付日常费用以及退还货款保证金。2013年，公司经营活动产生的现金净流量为-58.57亿元，主要是受房地产业务加大拿地力度以及粮食代收业务快速增长影响。

投资活动方面，2013年，公司投资活动现金流入和流出分别为22.80亿元和24.33亿元，分别同比下降38.77%和38.47%。2013年，公司收回投资收到的现金为18.21亿元，主要是公司收回投资理财产品、收回期货保证金和处置长期股权投资和可供出售的金融资产等收到的现金。公司投资活动现金流出量主要是投资支付的现金，2013年投资支付的现金22.61亿元，主要为公司投资理财产品、支付期货产品保证金、投资长期股权投资等支出的现金。2013年，公司投资活动现金流量净额为-1.53亿元。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动现金

流入为 286.94 亿元，同比增长 111.82%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 223.23 亿元，同比增长 39.33%，主要为偿还到期债务所支付现金。2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 63.70 亿元。

2014 年 1~9 月，随着房地产业务和粮食代收业务规模的扩大，公司筹资需求和经营现金支付额较大，经营活动产生的现金流入量为 42.43 亿元，经营活动产生的现金净额为-66.50 亿元，筹资活动现金流入为 291.23 亿元，筹资活动流量净额为 85.08 亿元；吸收投资收到的现金 15.67 亿元，主要是公司引入战略投资者收到的现金。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-8.69 亿元。

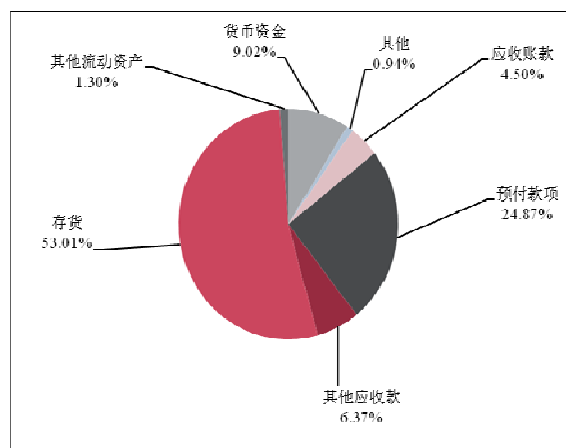
总体看，公司收入实现质量较好，但 2013 年以来经营性现金流持续为负，投资活动以股权及理财投资为主净流出规模小，为平衡经营活动资金需求，公司筹资活动净流入规模大；未来公司房地产业务投资规模较大，粮食代收业务扩张资金需求大，公司存在较大的融资压力。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额 280.65 亿元，同比增长 45.44%，主要来自流动资产的增长。公司资产中，流动资产占 79.44%，非流动资产占 20.56%，公司资产以流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产 222.96 亿元，同比增长 60.56%，主要由货币资金、预付账款和存货构成。

图 9 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金为 20.11 亿元，主要由银行存款（占 95.12%）和其他货币资金（占 4.07%）构成，其中其他货币资金主要为期货保证金及开具备用信用证保证金。

截至 2013 年底，公司应收账款余额原值为 10.04 亿元，其中前五名合计占比 22.97%，账龄全部为 0~6 个月，全部为非关联方交易。从账龄看，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占应收账款原值的比重为 98.77%）中，1 年以内的占 99.75%，账龄短；公司共计提坏账准备 51.15 万元，计提比例为 0.05%；公司应收账款账面价值为 10.03 亿元，同比增长 62.36%。

截至 2013 年，预付账款合计 55.44 亿元，同比增长 279.99%，主要由于新增预付粮食收购款 24.00 亿元，占全部预付款的 43.29%；其中账龄在 1 年以内的占比 99.50%，账龄短。截至 2013 年底，预付账款中前五名合计占比 36.38%，全部为 1 年以内预付款。

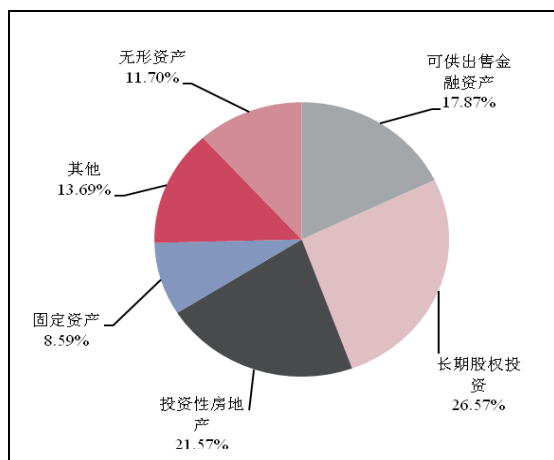
其他应收款主要为利润预付、收购时形成的应收款项、拍地及期货保证金等，其中利润预付主要是给房地产项目参股股东的预付利润。截至 2013 年底，公司其他应收款为 14.20 亿元，同比下降 12.27%。前五名欠款单位占总额 63.43%，集中度较高；公司共计提坏账准备 1.02 亿元，计提比例为 6.69%。

截至 2013 年底，公司存货为 118.19 亿元，同比大幅增长 42.19%，主要由于库存商品和开

发成本的增加所致。截至 2013 年底，公司存货原值为 118.41 亿元，主要由房地产开发成本（占 74.51%）和库存商品（占 24.96%）构成。截至 2013 年底，公司存货跌价准备为对库存商品和原材料的计提，合计 0.22 亿元，计提比例为 0.18%。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 57.69 亿元，同比增长 6.64%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。

图 10 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合增长 1.25%，全部为上市流通的股票投资。截至 2013 年底，公司可供出售金融资产为 10.31 亿元，为公司持有的兴业证券、太阳电缆、宁夏英力特上市流通的股票及公司子公司象屿股份持有的天津滨海泰达物流集团股份有限公司以及中骏置业控股有限公司已在香港上市流通的股票。

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。2011~2013 年公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 19.92%，2013 年底为 15.33 亿元，其中成本法核算的长期股权投资 2.63 亿元，权益法核算的长期股权投资 12.76 亿元。公司主要长期股权投资如下表所示：

表10 2013年底公司主要长期股权投资

（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	8.53	59821	权益法
厦门农村商业银行股份有限公司	7.53	30954	权益法
福建象屿房地产开发有限公司	50.00	15559	权益法
厦门现代码头有限公司	37.5	13964	权益法
国都证券	2.76	7000	成本法
合计		127298	

资料来源：公司提供

公司投资性房地产为已出租的土地使用权和建筑物。截至 2013 年底，投资性房地产原价合计 13.67 亿元，其中房屋建筑物和土地使用权分别占比 75.94%和 24.06%；累计折旧及摊销 1.22 亿元，账面净值为 12.45 亿元，同比增长 5.00%。

截至 2013 年底，公司固定资产原值为 6.82 亿元，同比增长 30.56%，主要为房屋建筑物（占 56.79%）、机器设备（占 13.52%）和运输工具（占 16.26%）；累计折旧 1.86 亿元，固定资产净值为 4.95 亿元。

截至 2013 年底公司无形资产原值合计 7.52 亿元，同比下降 42.05%，主要是因为公司 2.86 亿元土地使用权对外出租转入投资性房地产、2.34 亿元土地使用权转入存货中的开发成本；公司无形资产中土地使用权占 97.28%；公司无形资产累计摊销 0.77 亿元，账面价值 6.75 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 395.12 亿元，较 2013 年底增长 40.79%，主要来自货币资金、应收账款、预付款项和存货的增长。其中，应收账款为 17.43 亿元，较 2013 年底增长 73.78%，主要是因为公司采用信保赊销增加；预付款项为 80.14 亿元，较 2013 年底增长 44.55%，主要由于公司 9 月份开始收购粮食，预付粮食款较 2013 年底增长；存货为 174.20

亿元，较 2013 年底增长 47.39%，主要因为公司支付土地保证金；可供出售金融资产 14.59 亿元，较 2013 年底增长 41.52%，主要是购买华能信托产品 5 亿元；公司持有至到期投资 8.28 亿元，较 2013 年底大幅增长，主要是因为对子公司的委托贷款；公司长期股权投资 18.76 亿元，较 2013 年底增长 22.41%，主要是因为增资农商行 1.4 亿、前场铁路物流 0.3 亿、福建兴证 0.4 亿等以及权益法核算的长期股权投资账面价值增长。截至 2014 年 9 月底，流动资产占比上升 2.70 个百分点至 82.14%。

总体看，跟踪期内，公司资产总额大幅增长，资产仍以流动资产为主，流动资产中房地产开发成本和粮食代收预付款占比大；非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大；公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 46.86 亿元（其中少数股东权益 12.81 亿元），同比增长 16.39%，主要由实收资本（占 27.95%）、未分配利润（占 43.09%）和少数股东权益（占 27.33%）构成。

2013 年 11 月根据《关于同意厦门象屿集团有限公司修改章程的批复》、厦门象屿保税区管理委员会“厦保税委综[2013]127 号”、“厦保税委综[2013]37 号”、“厦保税委综[2013]72 号”、“厦保税委综[2013]96 号”、“厦保税委综[2013]108 号”公司注册资本从 10.8169 亿元增至 13.097313 亿元。

截至 2013 年底，公司资本公积由 2012 年的 0.42 亿元降至 0.00 亿元，主要是因为公司可供出售金融资产公允价值变动和出售可供出售金融资产。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益为 64.52 亿元（其中少数股东权益 28.95 亿元），较 2013 年底增长 37.69%，主要来自少数股东权益的增长；少数股东权益 28.95 亿元，较 2013 年底大幅增长，主要是公司引入战略投资者（其中明股实债 7.94 亿元）；少数股东权益占所有者权益的比重上升至 44.86%。

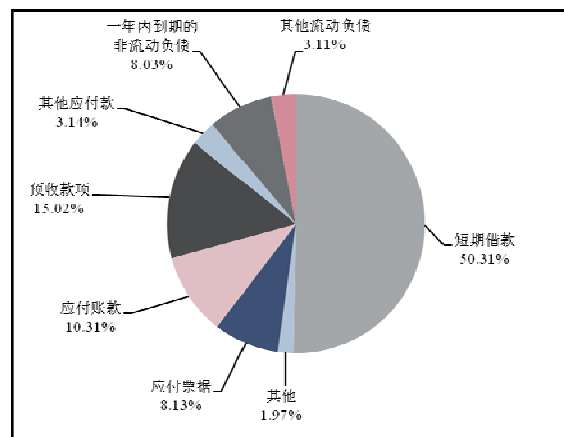
总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，增长主要来自少数股东权益。所有者权益中未分配利润占比高，少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计为 233.79 亿元，同比增长 53.10%，其中流动负债占 71.05%，非流动负债占 28.95%，公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债为 166.11 亿元，同比增长 97.73%，主要以短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债为主。

图 11 截至 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司应付账款 17.12 亿元，其中 1 年以内的占 96.72%，账龄短；账龄超过 1 年的大额应付款均为工程款，总额 0.36 亿元。

公司预收款项主要是贸易和房地产预收款，截至 2013 年底为 24.95 亿元，同比增长 3.74%；其中 1 年以内的占 96.78%，账龄短。

截至 2013 年底，公司其他应付款 5.21 亿元，同比增长 27.71%，主要是与往来款、客户期货保证金、代收客户契税等款项，其中前五名 39.35%，集中度较高。

截至 2013 年底，公司其他流动负债为 5.17 亿元，同比增长 5.05 亿元，主要是公司于 2013 年 12 月非公开定向发行总额为 2 亿元“13 象屿 PPN001”和总额为 3 亿元的“13 象屿 PPN002”，

两期债券期限 90 天，票面利率 7.20%。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 67.68 亿元，同比下降 1.48%，主要为长期借款和应付债券。公司应付债券为 23.35 亿元，包括 2011 年发行的 9 亿元企业债券“11 厦门象屿债”、2012 年发行 4.5 亿元中期票据“12 象屿 MTN1”及 2012 年发行的两期合计 10 亿元私募债“12 象屿 PPN001”和“12 象屿 PPN002”。

截至 2013 年底，公司全部债务为 181.89 亿元，同比增长 67.03%。其中短期债务为 115.40 亿元，同比增长 176.73%，长期债务为 66.49 亿元，同比小幅下降 1.05%。

截至 2013 年底，公司长期债务资本化比率为 58.66%，同比下降 3.87 个百分点，全部债务资本化比率和资产负债率分别为 79.51% 和 83.30%，同比分别增长 6.51 个百分点和 4.17 个百分点。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额 330.60 亿元，较 2013 年底增长 41.41%，主要来自短期借款、交易性金融负债、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债的增长。截至 2014 年 9 月底，公司交易性金融负债为 13.62 亿元，主要为增加黄金租赁业务；应付账款 29.01 亿元，较 2013 年底增长 69.44%。主要由于应付工程款增长；其他流动负债为 21.14 亿元，主要是公司 2014 年发行的“14 象屿 CP002”、“14 象屿 CP003”、“14 象屿 SCP001”和“14 象屿 SCP002”，总额为 21 亿元。截至 2014 年 9 月底，公司流动负债占比上升 6.24 个百分点至 77.29%。

截至 2014 年 9 月底，公司短期债务较 2013 年底增长 48.58% 至 171.46 亿元，长期借款较 2013 年底增长 10.93% 至 73.75 亿元。公司全部债务增至 245.21 亿元，较 2013 年底增长 34.82%，其中短期债务占比升至 69.92%。

截至 2014 年 9 月底，公司长期债务资本化比率较 2013 年底下降 5.32 个百分点至 53.34%，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2013 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模快速增长，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011~2013 年公司流动比率波动中有所下降，速动比率波动中有所上升，加权平均值分别为 147.63% 和 63.91%，截至 2013 年底分别为 134.22% 和 63.07%；截至 2014 年 9 月底，由于短期债务的大幅增加，公司上述两项比率分别降至 126.83% 和 58.12%。2011~2013 年，公司经营现金流动负债比大幅波动，三年分别为 -18.11%、24.78% 和 -35.26%。公司经营活动现金流入规模大，货币资金和流动性强的可供出售金融资产具有一定规模，且流动负债中预收款项占有一定的比重，但考虑到公司短期有息债务快速上升且规模大。总体看，公司存在短期支付压力。

从长期偿债能力看，2011~2013 年公司 EBITDA 波动有所增长，三年分别为 14.05 亿元、13.91 亿元和 14.26 亿元，同期 EBITDA 利息倍数分别为 2.14 倍、1.52 倍和 1.47 倍；全部债务/EBITDA 倍数波动上涨，分别为 8.33 倍、7.83 倍和 12.76 倍。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 441 亿元，尚未使用额度 191 亿元；另外，公司控股子公司象屿股份为国内 A 股上市公司，公司直接融资渠道便利。整体看，公司融资渠道畅通。

截至 2014 年 9 月底，公司无对外担保。

5. 待偿还债券偿还分析

截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产（已剔除受限资金）为 30.35 亿元，为“14 象屿 CP002”和“14 象屿 CP003”发行总额 11 亿元的 2.76 倍；2013 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为“14 象屿 CP002”和“14 象屿 CP003”发行总额的 38.57 倍和 -6.05 倍。公司经营活动现金流入量对“14 象屿 CP002”和“14 象屿

CP003”的保障能力强。

除“14 象屿 CP002”和“14 象屿 CP003”外，2015 年公司到期债券还包括“14 象屿 SCP001”和“14 象屿 SCP002”，两期超短期融资券发行额度均为 5 亿元，2015 年公司应偿还债券合计为 21 亿元。截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产（已剔除受限资金）为 2015 年公司应偿还债券 21 亿元的 1.45 倍；2013 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为 2015 年公司应偿还债券 21 亿元的 20.20 倍和 -3.17 倍。公司经营活动现金流入量对 2015 年应偿还债券的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2014 年 11 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

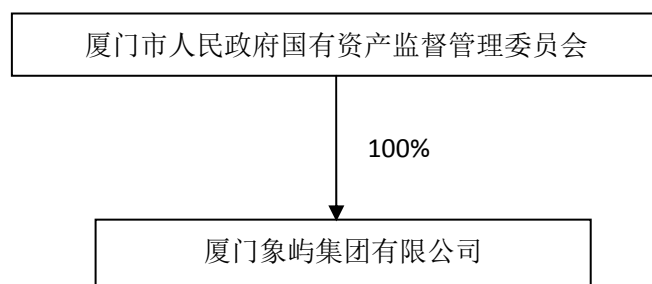
6. 抗风险能力

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。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

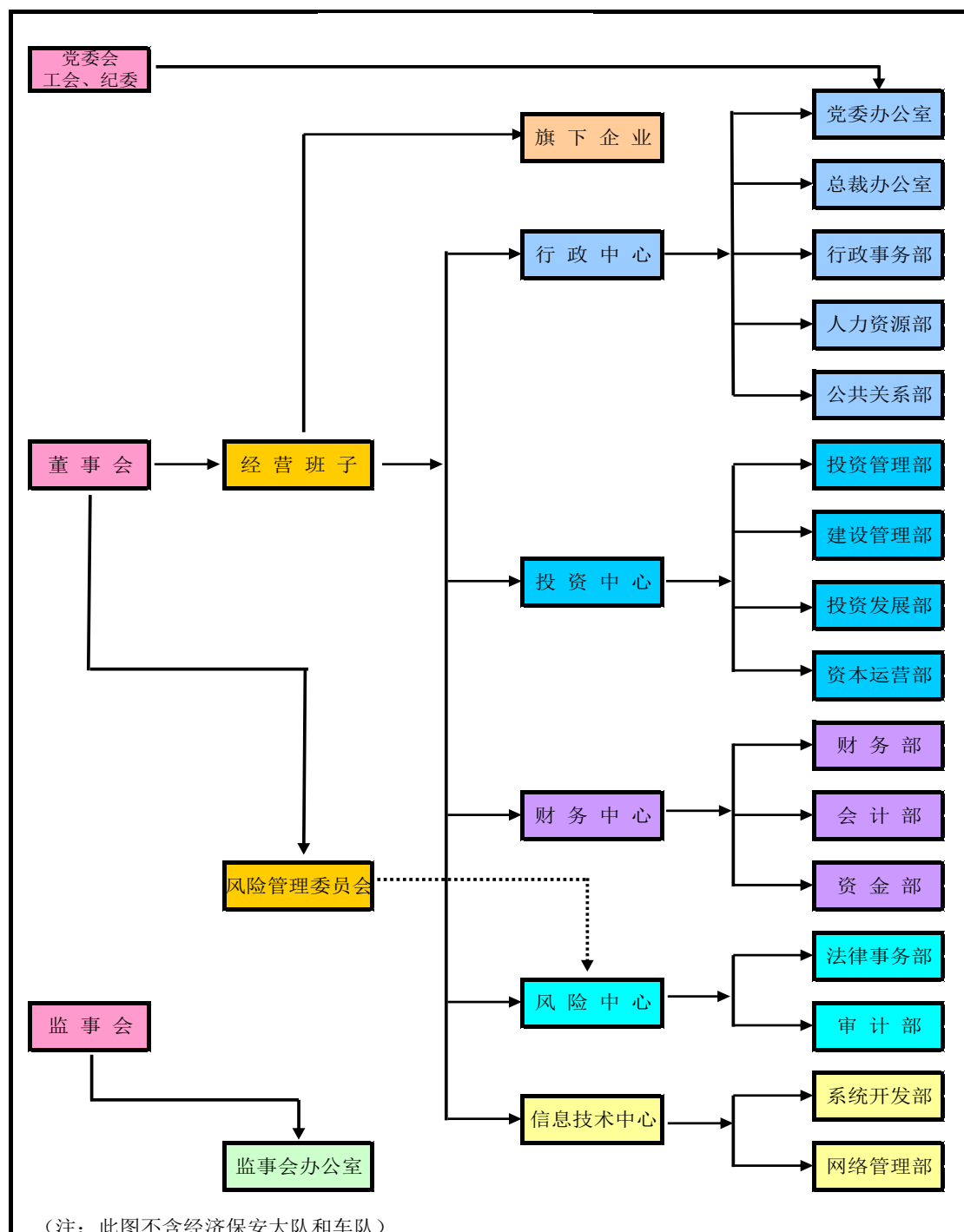
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14象屿CP002”和“14象屿CP003” A-1的信用级别。

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.82	16.36	21.32	30.35
资产总额(亿元)	192.75	192.96	280.65	395.12
所有者权益(亿元)	36.80	40.26	46.86	64.52
短期债务(亿元)	52.78	41.70	115.40	171.46
长期债务(亿元)	64.26	67.19	66.49	73.75
全部债务(亿元)	117.04	108.89	181.89	245.21
营业收入(亿元)	359.75	323.82	392.47	348.93
利润总额(亿元)	9.00	7.26	6.94	5.28
EBITDA(亿元)	14.05	13.91	14.26	--
经营性净现金流(亿元)	-16.21	20.81	-58.57	-66.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	92.47	43.57	41.12	--
存货周转次数(次)	8.20	3.67	3.73	--
总资产周转次数(次)	3.73	1.68	1.66	--
现金收入比(%)	106.64	110.11	108.82	111.65
营业利润率(%)	5.10	5.25	3.39	4.07
总资本收益率(%)	6.79	7.26	5.32	--
净资产收益率(%)	16.77	12.67	12.50	--
长期债务资本化比率(%)	63.58	62.53	58.66	53.34
全部债务资本化比率(%)	76.08	73.01	79.51	79.17
资产负债率(%)	80.91	79.13	83.30	83.67
流动比率(%)	154.67	165.29	134.22	127.01
速动比率(%)	62.34	66.35	63.07	58.84
经营现金流动负债比(%)	-18.11	24.78	-35.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	1.52	1.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.33	7.83	12.76	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限资金；财务指标计算未考虑明股实债影响。

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/主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+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