

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 034 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“15象屿CP001”、“15象屿CP002”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年一月八日



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
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

跟踪评级时间：2015 年 1 月 8 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.93	19.96	19.68	39.68
资产总额(亿元)	192.96	280.65	414.12	515.10
所有者权益(亿元)	40.26	46.86	96.54	116.27
短期债务(亿元)	41.70	115.40	191.73	186.74
全部债务(亿元)	108.89	181.89	257.06	253.11
营业收入(亿元)	323.82	392.47	521.73	463.71
利润总额(亿元)	7.26	6.94	8.81	6.66
EBITDA(亿元)	13.91	14.26	20.72	--
经营性净现金流(亿元)	20.81	-58.57	-89.46	21.22
营业利润率(%)	5.25	3.39	4.38	4.69
净资产收益率(%)	12.67	12.50	5.75	--
资产负债率(%)	79.13	83.30	76.69	77.43
速动比率(%)	66.35	63.07	65.56	68.52
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	12.76	12.41	119.87
EBITDA 利息倍数(倍)	1.52	1.47	1.35	--
经营现金流动负债比(%)	24.78	-35.26	-36.01	--

注：1、2015 年三季度财务数据未经审计；2、公司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。

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，公司继续保持政府支持和综合物流区域地位等方面的优势，同时加大粮食贸易板块投入力度，收入规模进一步扩大。此外，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司预付粮食款对公司资金占用大、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。

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以改善，进而增强公司的偿债能力。

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“15象屿CP001”、“15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. 公司已经逐步形成了综合性物流平台，物流资源优势明显，综合物流服务能力较强，区域地位突出。
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“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002”保障能力强。

关注

1. 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。
2. 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。
3. 受房地产业务拿地力度加大以及粮食代收业务快速增长影响，公司经营性净现金流波动

大，考虑到未来这两大业务投资规模大，公司融资压力大。

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“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002”到期有效；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“15 象屿 CP001”和“15 象屿 CP002”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%。2014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》及多次增资，2014年底公司实收资本增至13.90亿元。2015年前三季度公司收到上缴国有资本收益返还4087.96亿元，9月底实收资本增至14.31亿元（尚未验资）。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2014年底，公司合并资产总额为414.12亿元，所有者权益合计96.54亿元（含少数股东权益50.49亿元）。2014年，公司实现营业收入521.73亿元，利润总额8.81亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额为515.10亿元，所有者权益合计116.27亿元（含少数股东权益56.79亿元）。2015年1~9月，公司实现营业收入463.71亿元，利润总额6.66亿元。

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，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品

不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元,比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增加 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增加 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元,比上年增加 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具,创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增

长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右,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,进出口增长 6% 左右。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 年以来,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。2015 年前三季度,全球贸易仍面临经济复苏基础不稳、地缘政治风险频发以及大宗商品价格低迷等因素影响;进出口贸易受国际经济环境、国内投资放缓、内需不足、成本上升等因素的影响,出现近 5 年来最大降幅。

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,2015年以来出现负增长。海关统计数据显示,2014年,中国进出口总值达到4.30万亿美元,扣除汇率因素同比增长3.46%,增速较2013年回落4.14个百分点,其中出口2.34万亿美元,同比增长6.05%;进口1.96万亿美元,同比增长0.53%;贸易顺差3824.58亿美元,同比扩大47.24%。2015年前三季度,中国进出口总值17.8万亿元,比去年同期下降7.9%,其中出口10.2万亿元,下降1.8%,进口7.6万亿元,下降15.1%,贸易顺差2.6万亿元,扩大82.1%。

近年来中国采取了一系列措施,如保持出口退税和加工贸易政策稳定,增强出口信贷和信用保险支持,推进跨境贸易人民币结算,支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等,保证了中国外贸较快发展,同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约,中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧,中小企业经营困难增多,中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

(2) 国内贸易

近几年中国经济规模保持了不断扩大的良好态势,刺激国内贸易景气度不断上升。2014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636463亿元,同比增长7.4%;社会消费品零售总额26万亿元,同比名义增长12%。2015年上半年,中国实现社会消费品零售总额21.6万亿元,同比增长10.5%,增速较上半年加快0.1个百分点。前三季度全国网上零售额2.6万亿,同比增长36.2%,其中实物商品网上销售额2.2万亿,增长34.7%,占同期社会消费品零售总额的10%。

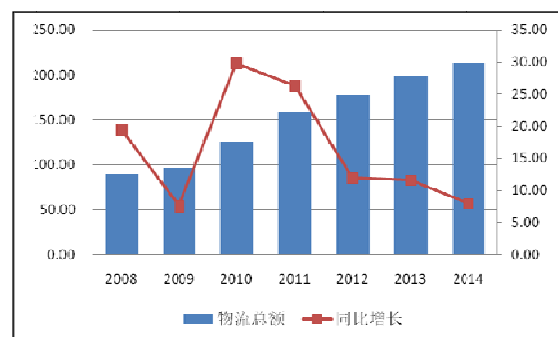
整体看,中国消费市场较低的起点,经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放,内贸行业将迎来较好的发展机遇;但行业发展也会促使竞争更为激烈,对于行业内公司的资金、

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,2014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。2014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。

图1 中国物流总额及增长率 (单位: 万亿、%)



资料来源: wind资讯

2014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《关于我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和一批现代物流园区、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（东渡一象屿一航空港物流园区、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

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。2014 年中国房地产市场处于调整期，房地产投资增速明显下滑。进入 2015 年后，在经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产调控方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，

中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。

自 2014 年下半年以来多重政策推动下，2015 年上半年，全国房地产开发完成投资 43955 亿元，增速再度放缓。2015 年上半年，全国共实现商品房销售面积 50264 万平方米，同比增长 3.9%，这是 2014 年一季度以来房屋销售面积首次出现正增长，二季度当季商品房销售面积达 3.2 亿平方米，同比增长 13.3%，与一季度的下降 9.2% 形成鲜明对比，房屋销售走势呈现出明显的 V 形特征。2015 年 5 月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，房价企稳回升，5 月起房价同比跌幅开始逐月收窄，至 2015 年 7 月份，70 个大中城市新建住宅房价同比下跌 4.4%，跌幅较 4 月份收窄 1.9 个百分点。截至 2015 年 8 月底，十大城市商品房面积存销比为 9.38，是自 2014 年以来的最低水平，大城市去库存压力有所减轻，但不同城市之间分化明显。从全国绝对量来看，截至 2015 年 7 月底，全国商品房待售面积 43055 万平方米，虽然较 2015 年 4 月底的历史最高水平有所下降，但库存仍处于高位。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。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。

2014年，厦门市全年地区生产总值3273.54亿元，按可比价格计算，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值23.74亿元，增长2.5%；第二产业增加值1499.27亿元，增长9.7%；第三产业增加值1750.53亿元，增长8.7%。三次产业结构为0.7：45.8：53.5。

2014年，厦门市全社会固定资产投资1572.95亿元，比上年增长16.7%，其中固定资产投资（不含农户）1562.16亿元，增长16.8%。分产业看，第一产业投资下降37.5%，第二产业投资增长11.2%，第三产业投资增长18.5%，三次产业投资比例为0.2:19.5:80.3。

工业方面，2014年厦门市全部工业总产值4905.44亿元，比上年增长10.8%，工业增加值1240.32亿元，增长10.5%。电子、机械两大支柱产业共有规模以上工业企业740家，占全市规模以上工业企业数的47.6%，完成工业总产值3202.37亿元，占全市规模以上工业的65.3%，对全市规模以上工业增长的贡献率为63.3%，拉动全市规模以上工业增长6.8个百分点。电子行业实现总产值1852.62亿元，增长1.2%；机械行业实现总产值1349.75亿元，增长8.6%。

房地产开发投资方面，2013年，厦门市全年房地产开发投资704.06亿元，增长32.4%，其中土地购置费242.17亿元，增长82.5%，占房地产投资的34.4%，占全社会固定资产投资的15.4%。全市商品房施工面积4219.86万平方米，增长11.5%；商品房新开工面积739.58万平方米，增长7.3%；商品房销售面积790.21万平方米，增长0.4%，其中住宅销售510.37万平方米，下降12.2%。

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。

图2 福建自由贸易试验区厦门片区示意图



资料来源：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区管理委员会网站

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 2015 年 9 月底，公司拥有储备土地 85.41 万平方米。公司从 2013 年开始在黑龙江产区开展粮食代收和粮食贸易业务，2014 年公司代收粮食 834 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

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，营业收入快速增长，2014 年实现收入 521.73 亿元。从收入构成来看，物流供应链业务占主营业务收入的比重保持在 90%以上，房地产业务占比随物流供应链收入的快速增加而有所下降，类金融及其他收入占比小。

从毛利率来看，2014 年公司物流供应链毛利率低，但同比明显增长，达到 3.38%；房地产业务毛利率为 23.72%，受拿地和融资成本上升限制，同比基本持平。

2015 年前三季度，公司实现营业收入 463.71 亿元，同比增长 32.89%，主要是物流供应链业务收入增加所致。各业务板块收入占比变动不大，房地产业务多为年底集中确认部分收入，前三季度暂时偏低。2015 年前三季度，各板块毛利率均有不同程度的上升，公司整体毛利率为 5.25%。

表 1 公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2013 年			2014 年			2015 年 1-9 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	354.02	90.20	2.21	483.84	92.74	3.38	437.70	94.39	3.78
房地产	36.41	9.28	21.69	34.18	6.55	23.72	22.89	4.94	25.60
类金融及其他	2.04	0.52	65.91	3.70	0.71	39.42	3.11	0.67	61.74
合计	392.47	100.00	4.35	521.73	100.00	4.96	463.71	100.00	5.25

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，2014 年及 2015 年 1~9 月国内贸易占其贸易总额分别为 79.89%和 73.66%，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。

公司贸易业务的经营模式以自营为主，代理为辅的模式，自营业务的占比一直保持在 90%以上。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。2014 年公司加大农副产品贸易规模，收入显著增加，化工产品、金属材料和农副产品贸易业务收入占比分别为 24.37%、43.86%、31.77%。公司主要销售客户包括扬州市西润国际贸易有限公司、江苏金雪

集团有限公司、翔鹭石化（漳州）有限公司、响水康阳贸易有限公司、江苏德龙镍业有限公司等公司，2014 年前五大销售客户合计销售收入占比为 10.74%，公司客户集中度不高。

表 2 公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比
化工产品	939976	33.87	1081328	31.81	1133028	24.37	733570	17.57
金属材料	1504176	54.19	1808705	53.20	2039625	43.86	2483402	59.49
农副产品	331348	11.94	509665	14.99	1194447	25.69	902574	21.62
其他	--	--	--	--	282706	6.08	55059	1.32
合计	2775500	100.00	3399698	100.00	4649806	100.00	4174605	100.00

资料来源：公司提供；

注：1.2014 年起新增的收粮业务部分补贴收入计入农副产品类别；2.其他类主要是木材、白色检点、鞋服等非按吨计量的商品收入。

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。跟踪期内，象屿农产粮食代收业务快速发展。2014 年及 2015 年 1~9 月，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）0.57 亿元和 5.91 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，2014 年和 2015 年 1~9 月象屿农产合并范围分别共获得合作收粮收益 1.38 亿元和 2.51 亿元。

2014 年公司代收粮食 834 万吨（包含合作收储部分），预付粮食款最高占用额为 98 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，并

已于 2015 年 5 月底前陆续收到全部交粮回款。2015 年 1~11 月，公司已代收粮食 681 万吨，预付粮食款最高占用额为 53 亿元，预计整个收粮季可完成收粮 850 万吨。

（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服务平台，目前收入来源主要为货代、综合物流和堆场业务。2014 年公司物流业务实现收入 14.58 亿元，同比增长 23.95%，主要是由于公司货代及综合物流业务以及运输装卸业务收入同比增长所致；同时毛利率为 12.46%，同比下降 1.76 个百分点，主要是运输装卸业务、堆场业务和报关业务毛利率降低所致。2015 年 1~9 月，公司物流业务收入 11.25 亿元，占 2014 年全年的 77.16%，毛利率为 11.35%。报关业务毛利率下降主要是利润率高的农产品清关量下降；仓储业务之前一直处于亏损或大面积空仓状态，但当期进出仓量增加，导致毛利率转正。

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 1~9 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	84371	12.74	98210	12.76	79641	10.10
运输装卸收入	8539	8.93	9314	3.89	5860	7.50
空运收入	2669	6.45	1509	8.65	664	16.50
堆场收入	16855	28.76	16347	24.63	11916	21.20
报关收入	378	93.35	325	90.57	277	62.70
仓储收入	3309	-6.85	3464	-2.59	2905	10.30
其他收入	1492	4.52	16616	5.50	11225	11.40
合计	117613	14.22	145785	12.46	112488	11.35

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, 进、出口货代占国际货代业务总量的占比约为 28%和 72%。

公司拥有集装箱堆场超过 30 万平方米, 以及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。

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。目前公司主要物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园等, 合计占地面积 34.12 万平

方米, 仓储面积 13.41 万平方米。

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, 2014 年其房地产销售收入占比达到 68%。

2014 年公司房地产开发投资 64.95 亿元, 同比增长 26.07%, 房屋销售面积 23.48 亿元, 同比下降 19.26%, 受益于房价不断上涨, 实现销售额 38.02 亿元, 同比略有下滑。2015 年前三季度实现收入 22.89 亿元, 规模暂时偏低, 但当期实现实际销售额 49.86 亿元, 且 9 月底公司预收房款 35.29 亿元, 计入预收款项科目。

2014 年, 公司新增土地储备 12.80 万平方米, 2015 年前三季度无新增土地; 截至 2015 年 9 月底储备土地 85.41 万平方米, 均为住宅用地, 其中南平占 69.11%、昆山占 17.30%, 其余在重庆和上海。截至 2015 年 9 月底, 因南平部分地块尚未交接, 公司存在未结清土地款 5000 万元。

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	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
房屋竣工面积	26.00	35.71	33.81
房屋销售面积	29.08	23.48	29.56

新增土地储备	24.72	12.80	0.00
平均销售单价	1.37	1.59	1.69
实际销售额	40.04	38.02	49.86

资料来源：公司提供

2005 年南平市政府为吸引房地产开发商进

驻，在土地价格方面给予了公司优惠地价（该地块为 26 万元/亩）。南平市项目总用地面积 82.13 万平方米，预计总投资 32.99 亿元，截至 2015 年 9 月底已投资 17.67 亿元，剩余未开发地块建筑面积总计 56.34 万平方米，未来将逐步开发。

表 5 截至 2015 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	进度	占地面积	建筑面积	总投资	已投资	已售比例	2015 年 10-12 月计划投资	2016 年计划投资
福建象屿-江南第一城	南平	在建、在售	82.13	120.41	32.99	17.67	96%	0.72	1.50
优山美地家园	湖南	在建、在售	4.40	11.27	4.59	4.53	99%	0.06	0.00
重庆两江公元	重庆	在建、在售	20.64	55.37	44.51	36.39	59%	0.54	3.50
珑庭花园	昆山	在建、在售	8.79	37.79	23.56	15.04	58%	0.66	3.20
鑫山汇众苑 2 期 (都城)	上海	在建、在售	13.87	27.42	14.34	14.11	99%	0.06	0.21
云润新苑 (名城)	上海	北区售罄，南区未开工	8.19	16.56	11.94	7.07	100%	0.17	1.75
象屿鼎城	上海	在建、售罄	5.66	12.55	19.86	19.52	100%	0.16	0.00
象屿郦庭	上海	在建、在售	4.14	7.80	10.38	10.35	97%	0.03	0.00
象屿品城	上海	在建、在售	12.07	22.60	28.86	10.39	91%	1.33	0.19
大宁悦府	上海	在建、在售	4.57	12.00	31.19	27.86	52%	2.10	2.90
象屿都城	昆山	在建、在售	14.62	46.84	36.22	25.93	47%	0.20	4.40
花桥 24-2	昆山	在建	10.10	33.15	24.74	19.76	未开盘	1.21	1.83
陈春路一号 C-1 地块	上海	在建	6.16	9.52	23.49	17.06	未开盘	0.82	2.87
陈春路一号地块 D 地块	上海	在建、在售	6.65	10.27	25.34	18.27	刚开盘	0.88	1.23
合计	--	-	201.96	423.57	331.99	243.95	--	8.94	23.58

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 2015 年 9 月底，公司在建、拟建房地产项目合计建筑面积 423.57 万平方米，总投资额 331.99 亿元，已投资 243.95 亿元，尚需投资 88.04 亿元，其中 2015 年 10-12 月计划投资 8.94 亿元，2016 年计划投资 23.58 亿元，房地产业

务未来投资额大。

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。2014 年，公司实现代建收入 0.18 亿元，规模较小。截至 2015 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、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 27.57 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。目前公司已成立了厦门象屿担保有限公司（以下简称“象屿担保”）、厦门象屿典当有限公司、厦门象屿资产管理运营有限公司（以下简称“象屿资管”）等子公司，2014 年公司类金融业务实现营业收入 0.81 亿元。此外公司拥有酒品销售等其他业务。

象屿担保成立于 2007 年 9 月，注册资本、实收资本 1.00 亿元，公司合并持股 100%，为个人和企业提供融资担保、诉讼担保、工程相关担保等业务。截至 2014 年底，象屿担保总资产 1.62 亿元，所有者权益 1.18 亿元，2014 年

实现营业收入 316.61 万元，净利润 460.18 万元。截至 2015 年 9 月底，象屿担保在保余额 8.93 亿元，计提未到期责任准备 261.33 万元，未发生逾期或代偿情况。

象屿资管成立于 1998 年，为公司全资子公司，注册资本 13.79 亿元，自 2005 年起逐步实现了从以企业托管业务为主的经营模式到以不良债权业务经营为主的经营结构转型，为集团产业有关的上下游提供有抵押的委托贷款。象屿资管对集团以外的投资主要为对厦门农村商业银行股份有限公司 5.80 亿元股权投资，其中投资成本 4.64 亿元，持股比例 8.59%。截至 2014 年底，象屿资管总资产 14.35 亿元，所有者权益 11.36 亿元，2014 年实现营业收入 4167.72 万元，净利润 7422.44 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股票。2014 年和 2015 年前三季度，公司分别合计获得现金分红 7233.59 万元和 5289.53 万元。

表 6 截至 2014 年底公司主要股权投资明细（单位：%、万元）

公司/资产	持股比例	投资额	账面价值	现金分红	计入的会计科目
厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	70159.93	73388.92	0.00	长期股权投资-权益法
厦门农村商业银行股份有限公司	8.51	41981.72	49830.66	1525.76	长期股权投资-权益法
福建象屿房地产开发有限公司	50.00	4790.00	10899.68	3000.00	长期股权投资-权益法
厦门现代码头有限公司	37.50	13162.83	65592.17	0.00	长期股权投资-权益法
国都证券	2.76	7000.00	7000.00	160	长期股权投资-成本法
太阳电缆股票	17.36	7780.98	56125.09	2039.24	可供出售金融资产
兴业证券股票	1.26	30194.22	97592.74	407.12	可供出售金融资产
英力特股票	3.35	13800.00	12704.12	101.47	可供出售金融资产
合计	--	188869.67	373133.38	7233.59	

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2014 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 27.61 次、3.55 次和 1.50 次。总体看，公司经营效率一般。

3. 未来发展

（1）未来发展战略和规划

福建自贸区正式获批落地，将进一步推动区域转型和产业升级。在此背景下，公司将实

现由“公共平台整合运营商”到“现代服务业发展商”的战略转型，实现“三个转变”：一是产业运营由生产资料向生活资料拓展；二是商业模式由传统的线下贸易物流向线上电子商务延伸；三是市场网络由华北和华东的沿海市场向中西部内陆扩展，以此重新规划配置各类资源和团队。

主营行业战略体现如下：象屿股份将围绕“立足供应链、服务产业链”的核心理念，象屿股份将在整合大宗商品采购供应、综合物流服务、物流园区平台开发运营等资源优势的基础上，立足于农产品、金属材料、塑化产品、林产品、进口汽车五类产品，面向特定客户和次终端消费构建“虚拟”供应链服务，实现从原料采购、生产制造到分销终端各环节的、线上与线下相结合的全程供应链管理。象屿地产将一方面坚持专注服务刚需市场，在内地拓展、土地储备、开发设计、管理优化、品牌建设等方面打造核心竞争力；另一方面将积极引入战略投资者，践行混合所有制，实现股权多元化，增强资本实力，实现稳健扩张，争取最短的时间迈入销售收入百亿企业。象屿金控涵盖象屿

资产、担保、典当、第三方支付、小额贷款、信用保险、商业保理等类金融业务领域，一方面将加强与集团内部各产业平台、特别是互联网平台创新项目的金融嫁接，为产业链上下游客户提供多样化的金融增值服务；另一方面将立足自贸区金融创新和金融国际化趋势，不断探索 P2P 金融、离岸金融、跨境融资等新业务。象屿建设将在适应福建自贸区建设的大背景下，以国际整合运营商、商贸物流平台项目孵化器和金融投资平台为定位，推动两岸贸易中心、跨境电商产业园、大嶝小镇、闽台中心渔港等国际进口民生消费品项目的开发建设，促进区域转型和产业升级。

（2）拟在建投资项目分析

公司拟在建项目为 4 个供应链（贸易和物流）项目，3 个象屿农产仓储项目和 3 个象屿农产深加工项目，总投资合计 94.94 亿元，截至 2015 年 9 月底，已投资 26.75 亿元，尚需投资 68.19 亿元。2015 年 10-12 月和 2016 年分别计划投资 13.11 亿元和 28.32 亿元。总体看，公司项目投资规模大，未来融资压力大。

表 7 截至 2015 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	投资进度	已投资	2015 年 10-12 月计划投资	2016 年计划投资
保税区 B25 号地块	项目建设用地面积 28129.061 平方米，规划建筑面积 51661.397 平方米，其中地上建筑面积 51248.56 平方米，地下建筑面积 412.83 平方米，规划容积率约 1.82。项目建成后由两幢四层钢筋混凝土结构仓库组成，建筑功能为仓储及辅助用房。工程投资为 13797 万元。2014 年 6 月底前进场施工，2015 年底建成并交付使用。	13797.00	45%	6250.00	3000.00	4547.00
两岸贸易中心	两岸贸易中心总部项目分两期完成，总建筑面积约 23 万平方米，目标是打造成为集商品、服务、技术、信息及金融支付于一身，融贸易经济、电子交易、会展经济、综合物流为一体的综合性平台。项目 1 期选址国际航运中心大厦，总建筑面积 15 万平方米，建设有 2720 平方米的商务公共服务平台，为入驻的台湾商协会、企业提供展示、推介、洽谈、会议、企业挂牌注册、商务服务等一站式公共服务及商务配套。项目 2 期于 2014 年 9 月开工，总建筑面积约 8.5 万平方米，总投约 7.3 亿元。	72836.00	45.7%	33287.61	2966.00	18597
福州江阴园区	2008 年 5 月 31 日，公司在福州市产权交易服务中心通过招拍挂取得了位于福州市江阴工业集中区福州保税物流园区内的 8# 地块。地块面积 6.8 万平方米。根据园区实际及	2032.00	70%	1426.92	暂无计划	暂无计划

	未来发展需要,拟在地块北侧规划一栋单层仓库,仓库面积9,000平方米,层高9米,投资约2000万元,作为项目一期工程。地块南侧拟规划一栋三层仓库,规划高度为20米,具体实施方案、投资及建设计划将依据市场发展深化调整实施。二期暂无建设时间计划。					
厦门大嶝对台 小额商品交易 市场	项目规划用地83万平方米,建筑面积112万平方米,已取得“厦门市发展改革委关于大嶝对台小额商品交易市场扩建工程可行性研究报告的批复”(厦发改服务〔2010〕15号)。大嶝小镇首期——台湾免税公园于2011年9月6日建成开业。启动区B1区——海西名品城,已于2013年7月开业。海关监管仓建筑面积约1万平方米,是台湾免税公园的配套项目,用于进口台湾货物的仓储、分拣、简单包装及贴标等。计划将于2015年上半年建成并投入使用。目前已开发土地20多万平方米,其余项目开发需等政府规划。	351924.00	26%	90555.00	2760.00	9595.00
富锦金谷 345 万吨粮食仓储 物流项目	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。建设59栋粮食仓储库,包括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、年发运量300万吨物流配套设施;18000平方米的办公、生活楼及其他公共配套设施。	193297.07	55%	106246.11	79339.23	7711.73
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。本项目占地面积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。	66016.00	41.11%	27137.00	35949.00	2930.00
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4.9亿元,建设60万吨粮食储备库及物流配套和综合配套设施。	49000.00	0.01%	--	7.30	48992.70
富锦生化 60 万吨深加工项 目	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。	95762.00	2.46%	2353.20	4101.27	89307.53
北安生化 60 万吨深加工项 目	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。60万吨/年玉米加工工程已于2015年9月正式开工建设。	104730.00	0.20%	205.00	3004.45	101520.55
合计	--	949394.07	--	267460.84	131127.25	283201.51

资料来源:公司提供;

注:1. 保税区 B25 号地块项目用途正在变更中,表中数据为该项目原计划情况,变更后的总投资额和建成交付时间尚未确认;2. 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,其中4.1亿元用于归还金融机构借款,2.9亿元用于补充流动资金。“15象屿CP002”于2015年8月13日发行,募集资金6亿元,用于归还金融机构借款。两期短期融资券募集资金均已按计划使用完毕。

八、财务分析

2014年财务报告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2015年三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看,2014年公司合并报表范围新增二级子厦门象屿云创投资有限责任公司。

2015年9月底,公司合并报表范围新增二级子公司4家、减少1家(厦门象屿资产管理运营有限公司成为三级子公司)。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2014年底,公司合并资产总额为414.12亿元,所有者权益合计96.54亿元(含少数股东权益50.49亿元)。2014年,公司实现营业收入521.73亿元,利润总额8.81亿元。

截至2015年9月底,公司合并资产总额为515.10亿元,所有者权益合计116.27亿元(含少数股东权益56.79亿元)。2015年1~9月,公司实现营业收入463.71亿元,利润总额6.66亿元。

1. 盈利能力

2014年,公司实现营业收入521.73亿元,同比增长32.93%;其中物流供应链板块收入占92.74%,商品房销售收入占6.55%。2014年,营业成本为495.83亿元,同比增长32.08%。公司营业收入增长速度略高于营业成本增长速度。

公司期间费用快速增长,同比增长53.00%,但期间费用占营业收入的比重较小,2014年为4.34%。期间费用增长主要来自有息债务规模扩大所带来的财务费用上涨。

公司投资收益快速增长,2013年、2014年分别为8.55亿元和8.66亿元。2014年,公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益1.26亿元、处置可供出售金融资产1.45亿元和合作种植收益3.52亿元。合作种植收益为象屿农产围绕粮食供应链业务在黑龙江与当地农户及粮食收购单位展开的粮食种植合作以及粮食收购合作取得的分成收益。2013年、2014年投资收益占营业利润的比重分别为137.57%和112.00%,对利润贡献大。

2013~2014年,公司利润总额波动中有所上升,二年分别为6.94亿元和8.81亿元。

从盈利指标看,公司营业利润为4.38%,同比增长0.99%,总资本收益率和净资产收益分别为4.83%、5.75%,同比下降0.49%、6.75%。

2015年1~9月,公司实现营业收入463.71

亿元,同比增长32.89%;公司获得投资收益7.60亿元,主要为象屿农产粮食收储和合作种植收益2.92亿元、处置兴业证券股票收益1.08亿元、厦门农商行等股权投资收益1.10亿元,占营业利润的121.38%;公司实现利润总额6.66亿元;营业利润率为4.69%,较2014年增长0.31个百分点。

总体看,跟踪期内,公司营业收入持续增长,主业盈利能力较弱,处置股权投资和粮食收储业务带来的投资收益为重要的利润来源。

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,2014年分别为568.98亿元和614.69亿元,年均分别增长26.33%和28.67%。从收入实现能力看,2014年公司现金收入比为109.06%,收入实现质量尚可。2014年,公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长,2014年为45.49亿元,其中拍地保证金及工程往来款22.24亿元,类金融板块业务回款12.37亿元。2014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量大幅增长,年均涨幅分别为40.52%和41.75%,2014年分别为631.82亿元和704.15亿元。2014年,公司支付其他与经营活动有关的现金为60.54亿元,其中拍地保证金及工程往来款23.27亿元,类金融板块业务款项支出18.95亿元。随着公司农产品供应链业务的展开,公司经营性现金流季节性波动较大,四季度为收粮高峰,故经营性支出较高,2014年,公司经营活动产生的现金流净额为-89.46亿元。

投资活动方面,公司投资活动现金流入主要是收回投资收到的现金,2014年收回投资收到的现金为23.67亿元,主要是公司收回投资理财理财产品、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,2014年为27.04亿元,主要为公司投资理财财产

品、支付期货产品保证金、投资长期股权投资等支出的现金。2014 年，公司投资活动现金流量净额为-10.30 亿元。

2014 年，公司筹资活动前现金流量净额为-99.76 亿元，公司对外融资压力大。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入为 556.08 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付现金；公司筹资活动产生的现金流量净额为 101.44 亿元。

2015 年 1~9 月，当期公司应付款增长快，经营活动产生的现金净额为 21.22 亿元。投资活动产生的现金流量净额为-16.21 亿元，其中取得投资收益收到的现金 7.83 亿元，主要为子公司吸收少数股东投资收到的现金；收到其他与投资活动有关的现金 10.84 亿元，主要为象屿农产仓储项目收到的政府补贴 8.24 亿元（资产负债表计入其他应付款科目）和基础设施建设专项资金补贴 2.27 亿元（资产负债表计入递延收益科目）。筹资活动现金流量净额为 11.02 亿元。

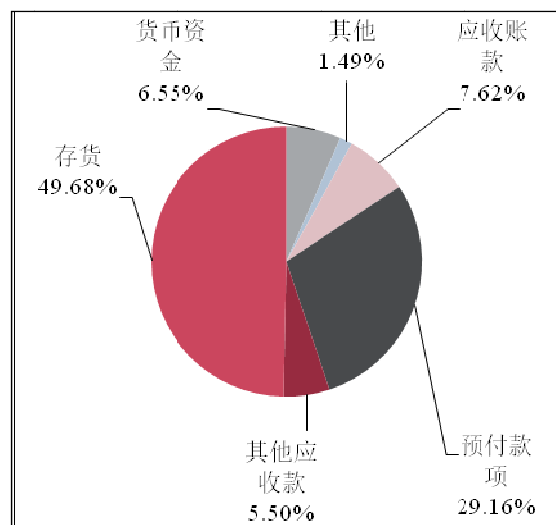
总体看，公司经营活动现金流入规模大，但经营活动现金流净额波动大，收入实现质量尚可。未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，粮食代收业务扩张资金需求大，公司存在较大的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 414.12 亿元，其中流动资产占 78.16%，非流动资产占 21.84%，公司资产以流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产 323.69 亿元，同比增长 45.18%，主要由预付账款、应收账款和存货构成。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 21.21 亿元，主要为银行存款（19.46 亿元）、保证金等其他货币资金（1.74 亿元）和少量现金，其中使用受限的金额为 2.78 亿元。

截至 2014 年底，公司应收账款余额原值为 24.88 亿元，同比增长 147.81%。其中前五名合计占比 35.20%，账龄全部为一年以内，公司应收账款集中度较高。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 97.11%）中，1 年以内的占 99.87%，账龄短；公司共计提坏账准备 0.21 亿元。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值为 24.67 亿元。

截至 2014 年底，预付款项合计 94.39 亿元，同比增长 70.24%，主要由于公司预付粮食收购款额度进一步增加，其中预付粮食款为 78.28 亿元；其中账龄在 1 年以内的占 97.66%，账龄短。截至 2014 年底，预付账款中前五名合计占比 25.94%，账龄全部为 1 年以内。

截至 2014 年底，公司存货为 160.79 亿元，同比增长 36.05%。公司存货的增长主要由于库存商品和开发成本的增加所致。截至 2014 年底，公司存货中库存商品占 22.50%，开发成本占 77.11%。截至 2014 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 0.41 亿元，计提比例为 0.25%。

公司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 2014 年底，公司其他应收款为 17.79 亿元，同比增长 25.28%。前五名欠款单位占总额 50.95%，集中度高；公司共计提坏账准备 1.58 亿元，计提比例为 8.16%。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 90.43 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。

公司可供出售金融资产主要为上市流通的股票投资，所持有的主要股票包括兴业证券、太阳电缆、英力特等。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 26.20 亿元，同比增长 154.09%，主要来自股票市值增长及根据新会计准则调整至本科目的 3.21 亿元长期股权投资。截至 2014 年底，公司持有至到期投资为 6.20 亿元，全部为委托贷款。

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投资。2014 年底长期股权投资较年初增加 4.87%，主要系增加对厦门集装箱码头集团有限公司以及厦门农村商业银行股份有限公司投资所致；同时根据新会计准则要求，将不具有控制、共同控制及重大影响的长期股权投资调整至可供出售金融资产科目。2014 年底，长期股权投资账面原值为 16.14 亿元，公司主要长期股权投资见下表；2014 年公司获得现金股利 0.45 亿元，其中 0.15 亿元来自厦门农村商业银行股份有限公司，0.30 亿元来自福建象屿房地产开发有限公司。

表8 2014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	10.00	72726	权益法
厦门农村商业银行股份有限公司	8.51	49831	权益法
厦门现代码头有限公司	37.50	15012	权益法

司			
福建象屿房地产开发有限公司	50.00	10657	权益法
厦门铁路物资投资有限责任公司	20.00	4003	权益法
合计	--	152229	--

资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产为已出租的土地使用权和建筑物。截至 2014 年底，公司投资性房地产原价合计 14.29 亿元，其中房屋建筑物和土地使用权分别占比 75.09%和 24.91%；累计折旧及摊销 1.53 亿元，账面净值为 12.76 亿元，同比增长 2.55%。

截至 2014 年底，公司固定资产原值为 18.18 亿元，同比增长 166.57%，主要是由于象屿股份非公开定向增发项目收购资产转入所致；公司固定资产主要为房屋建筑物（占 75.63%）、机器设备（占 11.11 %）和运输工具（占 7.65%）；累计折旧为 2.55 亿元，固定资产净值为 15.63 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产原值合计 9.04 亿元，同比增长 20.21%，主要来自公司新增三级子公司鹏屿物流；其中土地使用权占 96.24%；公司无形资产累计摊销 1.01 亿元，账面价值为 8.03 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额为 515.10 亿元，较 2014 年底增长 24.39%，流动资产占比为 74.11%，仍以流动资产为主，非流动资产比重较 2014 年底小幅上升，公司资产结构较 2014 年底保持稳定。截至 2015 年 9 月底，公司货币资金为 36.76 亿元，其中使用受限的金额为 1.16 亿元；存货为 188.90 亿元，较 2014 年底增长 17.48%，主要是由于采购旺盛，库存商品增加所致；其他应收款 32.32 亿元，较 2014 年底增长 81.66%，由于拍地保证金增加所致；持有至到期投资为 29.23 亿元，较 2014 年底增加 23.03 亿元，全部为委托贷款，主要为 1-2 年期，借款方主要为与公司主业相关的上下游

产业，对方提供固定资产抵押以控制风险。在建工程由2014年底的2.06亿元增至15.44亿元，主要是象屿农产仓储项目投资增加。其他科目变化不大。

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，应收账款增长速度快，一定程度占用资金；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2014年底，公司所有者权益为96.54亿元（其中少数股东权益50.49亿元），同比增长106.02%。归属于母公司权益中，实收资本占30.19%、其他综合收益占19.63%、未分配利润占41.90%。

2014年7月根据厦门象屿保税区管理委员会“厦保税委综[2014]79号”文件国有资本金投入2000万元、2014年8月根据厦门象屿保税区管理委员会“厦保税委综[2014]104号”文件国有资本金投入6029.74万元。2014年11月根据“厦保税委综[2014]134号”文件及厦门象屿集团有限公司章程修正案，象屿集团注册资本金从13.097313亿元变更至13.900287亿元。

截至2014年底公司资本公积为2.86亿元，为象屿股份2014年11月定增溢价所致。

截至2014年底公司少数股东权益为50.49亿元，同比增长294.28%，主要因为公司成立产业基金增加10.00亿元、引入战略投资者等增加13.94亿元、象屿股份定增增加少数股东权益15.28亿元。

截至2014年底，公司其他综合收益为9.04亿元，主要为公司所持股票的累计公允价值变动。

截至2015年9月底，公司所有者权益为116.27亿元（其中少数股东权益56.79亿元），较上年底增长20.43%。公司收到上缴国有资本收益返还4087.96万元，实收资本增至14.31亿元。资本公积4.39亿元，较上年底增长53.31%，

主要为管委会划拨自贸区土地产生。新增其他权益工具9.85亿元，为公司于2015年9月7日发行的10亿元永续中票募集资金净额。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属母公司权益中，未分配利润和其他权益工具占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2014年底，公司负债合计为317.57亿元，其中流动负债占78.23%，非流动负债占21.77%，公司负债以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债为248.45亿元，同比增长49.57%，主要由短期借款（占55.12%）、预收款项（占10.01%）和一年内到期的非流动负债（占11.04%）构成。

截至2014年底，公司短期借款为136.95亿元，主要以信用借款（占23.45%）、保证借款（占40.58%）和应付短期债券（占33.59%）构成。截至2014年底，公司应付短期债券包括私募短融25亿元，公募短融11亿元，公募超短融10亿元。

表9 截至2014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
14 象屿 PPN001	2014.4.8	1 年	5
14 象屿 PPN002	2014.6.26	1 年	5
14 象屿 CP002	2014.7.25	1 年	6
14 象屿 CP003	2014.9.30	1 年	5
14 象屿 PPN003	2014.10.17	半年	10
14 象屿 SCP001	2014.10.31	9 个月	5
14 象屿 PPN004	2014.11.3	半年	5
14 象屿 SCP002	2014.11.21	9 个月	5
合计			46

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债14.03亿元，全部为持有的黄金租赁合约的本金及公允价值浮动盈利。公司为规避黄金价格波动风险，在与银行租入黄金后，在金交所卖出，形成交易性金融负债，同步在期货市场远期买入，形成

期货头寸；月底时根据金交所的市价及期货价格的差异，确认公允价值变动损益。在期货市场上，部分为了配合黄金业务的期限，可能会在不同的期间进行买卖，平仓的部分会计入投资收益。

截至 2014 年底，公司应付账款 18.69 亿元，其中 1 年以内的占 96.58%，账龄短。公司应付票据合计 13.15 亿元，全部为银行承兑汇票。公司预收款项主要是贸易和房地产预收款，截至 2014 年底，预收账款为 24.88 亿元，同比下降 0.26%；其中 1 年以内的占 97.71%，账龄短。其他应付款为 6.73 亿元，主要是往来款、客户期货保证金、代收客户契税等款项，前五名占 15.00%。公司一年内到期的非流动负债为 27.43 亿元，其中信用借款 16.73 亿元，应付债券 10.00 亿元，为“12 象屿 PPN001”和“12 象屿 PPN002”。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 69.13 亿元，主要为长期借款和应付债券。截至 2014 年底，公司长期借款为 51.92 亿元，同比增长 20.36%，主要是新项目建设融资所致；公司应付债券合计 13.42 亿元，同比下降 42.54%，主要是由于债券到期兑付所致。

表10 截至2014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	2012.7.20	5 年	4.50
12 象屿 PPN001	2012.8.17	3 年	6.00
12 象屿 PPN002	2012.8.28	3 年	4.00
合计	--	--	23.50

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司全部债务为 257.06 亿元，其中短期债务占 74.58%，长期债务占 25.42%。随着公司贸易规模的扩大，公司短期债务规模快速增长至 191.73 亿元。公司长期债务资本化比率为 40.36%，全部债务资本化比率和资产负债率分别为 72.70%和 76.69%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为

398.83 亿元，较 2014 年底增长 25.58%，主要来自应付账款、短期借款和预收账款的增长。截至 2015 年 9 月底，公司应付账款为 38.68 亿元，较 2014 年底增长 107.00%，主要系公司物流行业经营规模扩大，应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致；预收账款为 57.17 亿元，较 2014 年底增长 129.78%，主要是由于公司贸易、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；专项应付款增加 8.24 亿元，为黑龙江省财政局拨付的象屿农产仓储政府补贴，待项目验收后会计入资本公积。

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务 253.11 亿元，较上年底略有下降，其中短期债务占比 73.78%，构成变动不大。截至 2015 年 9 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 36.34%、68.52%，较上年底有所下降；同时资产负债率分别为 77.43%，较上年底略有上升。若将计入权益的永续中票调入长期负债，并计入有息债务，则公司全部债务为 262.96 亿元，上述三项指标分别为 41.73%、71.19%和 79.34%，所以债务负担重于账面值。

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，公司负债规模快速增长，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，随着短期债务的增长，2013~2014 年公司流动比率持续下降，速动比率波动中小幅下降，截至 2014 年底分别为 130.29%和 65.56%；截至 2015 年 9 月底，随着短期债务的持续增加，公司上述两项比率分别降至 119.87 %和 60.55%。随着公司农产品供应链业务的展开，公司经营性现金流季节性波动较大，四季度为收粮高峰，故经营性支出较高，2013~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为-35.82%和-36.01%。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，考虑到公司短期有息债务快速上升且规模大，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2013~2014 年公司 EBITDA 持续增长，分别为 14.26 亿元和 20.72 亿元，同期 EBITDA 利息倍数持续下降，分别为 1.47 倍和 1.35 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，分别为 12.76 倍和 12.41 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年 9 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 587.17 亿元，尚未使用额度 299.90 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 2015 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 2015 年 12 月 28 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强。

九、存续期内债券偿债能力

“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002”合计额度 13 亿元，均于 2016 年到期兑付。2014 年

底以及 2015 年 9 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 1.65 倍和 3.05 倍；考虑到公司可供出售金融资产主要为上市流通的股票投资，流动性强，进一步提高了对合计额度的保障能力。

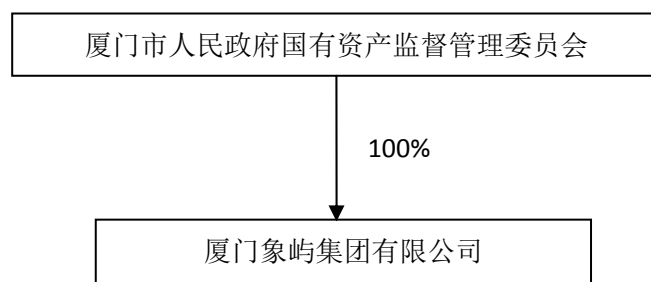
2014 年，公司经营活动现金流入量为合计额度的 47.28 倍，保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量大，现金类资产较为充足，可供出售金融资产变现能力强，对“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002”的保障能力强。

十、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“15 象屿 CP001”、“15 象屿 CP002” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



[illegible]

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.36	21.32	21.43	39.17
资产总额(亿元)	192.96	280.65	414.12	515.10
所有者权益(亿元)	40.26	46.86	96.54	116.27
短期债务(亿元)	41.70	115.40	177.54	186.74
长期债务(亿元)	67.19	66.49	65.33	66.37
全部债务(亿元)	108.89	181.89	242.87	253.11
营业收入(亿元)	323.82	392.47	521.73	463.71
利润总额(亿元)	7.26	6.94	8.81	6.66
EBITDA(亿元)	13.91	14.26	19.65	--
经营性净现金流(亿元)	20.81	-58.57	-89.46	21.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	43.57	41.12	27.61	--
存货周转次数(次)	3.67	3.73	3.55	--
总资产周转次数(次)	1.68	1.66	1.50	--
现金收入比(%)	110.11	108.82	109.06	
营业利润率(%)	5.25	3.39	4.38	4.69
总资本收益率(%)	7.26	5.32	4.83	--
净资产收益率(%)	12.67	12.50	5.75	--
长期债务资本化比率(%)	62.53	58.66	40.36	36.34
全部债务资本化比率(%)	73.01	79.51	71.56	68.52
资产负债率(%)	79.13	83.30	76.69	77.43
流动比率(%)	165.29	134.22	130.29	119.87
速动比率(%)	66.35	63.07	65.56	60.55
经营现金流流动负债比(%)	24.78	-35.26	-36.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.52	1.47	1.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	12.76	12.36	--

注：1、2015 年三季度财务数据未经审计；2、公司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。

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