

信用评级公告

联合〔2021〕4278号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 象屿 MTN002”“17 象屿 MTN003”“17 象屿 MTN004”和“18 象屿 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十八日



厦门象屿集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次评级级别	评级展望	上次评级级别	评级展望
厦门象屿集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 象屿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
*17 象屿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
17 象屿 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 象屿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 象屿 MTN002	7.5 亿元	7.5 亿元	2022/7/17
*17 象屿 MTN003	15 亿元	15 亿元	2022/9/12
17 象屿 MTN004	5 亿元	5 亿元	2022/10/24
18 象屿 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021/8/9

注: 存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据, 所列兑付日为首次赎回权行权日。

评级时间: 2021 年 6 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对厦门象屿集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为厦门市国有大型集团企业之一,跟踪期内在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面保持了竞争优势。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司(以下简称“象屿股份”)在多年的供应链管理和服务过程中积累了遍布全国的成熟稳定的业务渠道,并不断完善铁路物流网点布局,供应链服务与物流业务协同发展,能源化工、金属矿产和农产品业务量稳定增长,收入规模逐步扩大,综合服务能力不断增强。跟踪期内,公司响应国家“一带一路”战略建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已完成大部分投资并于 2020 年初首批投产,在建项目投资压力减轻;房地产业务收入结转情况良好,共同带动公司经营规模的增长。此外,公司持续获得财政拨款增厚权益,外部发展环境良好。同时,联合资信也关注到公司业务规模快速扩张推升资金需求,整体债务负担重、经营现金流量净额季节性波动大以及类金融业务逾期资金回收风险等因素对公司信用状况产生的不利影响。

“17 象屿 MTN003”具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为“17 象屿 MTN003”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强。

未来,随着公司供应链物流业务模式逐步完善,印尼镍钴冶炼工厂全面建成投产以及农产品深加工项目产能陆续释放,公司综合竞争力有望进一步巩固。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA,维持“17 象屿 MTN002”“17 象屿 MTN003”“17 象屿 MTN004”和“18 象屿

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：郭察理 黄冠嘉

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

MTN002” 信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。**厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及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。公司是厦门市大型国有独资企业之一，跟踪期内持续获得财政拨款转增资本公积，2020 年获得各类财政拨款合计 4.99 亿元，2021 年 5 月获财政拨款 2.40 亿元。
2. **跟踪期内，象屿股份供应链物流收入规模和盈利能力不断提升。**跟踪期内，子公司象屿股份基于较为完善的物流服务体系，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，核心产品业务量持续提升。
3. **重点项目首期顺利投产，产能充分释放后有望成为新的收入和利润增长点。**跟踪期内，公司响应国家“一带一路”战略建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已完成大部分投资并部分投产，自 2020 年初首批投产以来项目公司当年已实现收入 69.72 亿元和净利润 3.26 亿元，2021 年一季度实现营业收入 23.42 亿元和净利润 3.65 亿元，在建项目投资压力减轻。未来随着项目产能充分释放，将成为公司新的收入及利润增长点。
4. **现金类资产规模较大，未使用授信规模较充裕，经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强。**截至 2021 年 3 月底，公司剔除受限后的现金类资产余额为 226.32 亿元，且持有较大规模银行理财产品、上市公司股票等；获各大银行等金融机构授信额度 1734.02 亿元，其中未使用的授信额度为 810.60 亿元，未使用授信规模较充裕。2020 年，公司经营活动现金流入量 4448.36 亿元，为公司存续期债券余额的 16.90 倍，保障能力强。

关注

1. **营运资金占用明显，经营活动现金流波动大。**随着供应链业务规模扩张及房地产业务持续投入，公司存货、应收账款、预付款项和其他应收款对营运资金形成一定占用，经营活动现金流量净额随农产业务及大宗商品备货等季节性影响波动大。

2. **公司债务负担重，权益稳定性较弱。**随着物流资源布局、粮食深加工及海外项目投资，公司债务规模快速增长，截至 2021 年 3 月底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.54%、66.76%和 40.69%，公司债务负担重。此外，公司所有者权益中少数股东权益和永续债占比高，影响权益稳定性。
3. **投资收益波动影响利润稳定性。**受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响，资产减值损失和投资收益等非经常性损益对利润有一定影响。
4. **类金融业务中部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，存在资金回收风险。**公司类金融业务中部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，截至 2021 年 3 月底，类金融业务逾期本金合计 11.04 亿元，累计计提减值准备 1.91 亿元，委托贷款逾期款项附有抵押物，但考虑到抵押物处置需要一定周期，仍存在一定资金回收风险。
5. “17 象屿 MTN003”具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	138.21	133.15	251.66	226.32
资产总额(亿元)	1159.74	1393.67	1700.25	1911.95
所有者权益(亿元)	358.66	435.55	475.78	486.83
短期债务(亿元)	301.36	344.16	526.31	643.68
长期债务(亿元)	235.68	247.71	278.15	333.94
全部债务(亿元)	537.03	591.88	804.46	977.62
营业收入(亿元)	2414.61	2841.82	3748.35	941.02
利润总额(亿元)	30.15	34.66	38.02	14.42
EBITDA(亿元)	54.57	64.55	79.72	/
经营性净现金流(亿元)	35.20	33.52	32.95	-167.24
营业利润率(%)	3.37	3.87	2.82	3.69
净资产收益率(%)	6.99	5.95	6.46	/
资产负债率(%)	69.07	68.75	72.02	74.54
全部债务资本化比率(%)	59.96	57.61	62.84	66.76
流动比率(%)	139.27	127.15	121.30	122.15
经营现金流动负债比(%)	6.37	4.80	3.53	/
现金短期债务比(倍)	0.54	0.51	0.55	0.41
EBITDA利息倍数(倍)	2.34	2.74	2.50	/
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.17	10.09	/
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	301.17	290.96	375.30	393.28
所有者权益(亿元)	116.89	136.07	134.19	127.52
全部债务(亿元)	175.86	143.52	227.70	255.63
营业收入(亿元)	0.33	0.30	0.76	0.04
利润总额(亿元)	3.47	0.76	8.26	2.08
资产负债率(%)	61.19	53.23	64.24	67.57
全部债务资本化比率(%)	60.07	51.33	62.92	66.72
流动比率(%)	155.76	143.78	93.28	97.60
经营现金流动负债比(%)	2.27	-0.38	-4.55	--

注:2021年一季度财务数据未经审计,相关数据未年化;合并口径现金类资产中已剔除受限货币资金,合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务,长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务和全部债务;公司本部其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务及相关测算;2018—2021年3月底所有者权益中分别包含其他权益工具93.00亿元、116.90亿元、111.53亿元和102.53亿元

资料来源:公司财务报告及提供资料,联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 象屿 MTN002/17 象屿 MTN003/17 象屿 MTN004/18 象屿 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/6/22	郭察理 王晴	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
18 象屿 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/8/3	刘嘉敏 郭察理 刘炜垣	贸易行业企业主体信用评级方法 (2017 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016)	阅读全文
17 象屿 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/9/4	刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
17 象屿 MTN004	AAA	AAA	稳定	2017/8/30	刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
17 象屿 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/6/29	刘嘉敏 张源 徐璨 谭心远	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年) 批发与零售行业企业信用评级模型 (2016 年)	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

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

厦门象屿集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

象屿集团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 月正式成立，初始注册资本 1.38 亿元。2011 年 8 月，公司供应链业务核心子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”，证券代码：“600057.SH”）成功借壳“ST 夏新”在上海证券交易所上市。根据厦门象屿保税区管理委员会和厦门市财政局的相关批复，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，2019 年新增资本金 1.00 亿元，2020 年获得各类财政拨款合计 4.99 亿元（计入资本公积），2021 年 5 月获财政拨款 2.40 亿元（计入资本公积）。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.76 亿元，唯一股东和实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

截至 2021 年 3 月底，公司对象屿股份直接及间接持股比例合计 53.44%，公司共质押 8087.43 万股象屿股份股票，占其总股本的 3.75%，占公司直接持有股份的 7.20%¹。

公司经营范围：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；装卸搬运；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；其他未列明零售业（不含需经许可审批的项目）；镍钴冶炼；有色金属合金制造；有色金属铸造。休闲健身活动场所（不含高危险体育项目活动）。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设党委办公室、财务部、资金部、投资管理部等部门（见附件 1-2）。截至 2021 年 3 月底，公司拥有全资及控股子公司及参股公司 448 家，包括全资子公司 152 家、控股子公司 220 家和参股公司 74 家。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1700.25 亿元，所有者权益合计为 475.78 亿元（含少数股东权益 268.01 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 3748.35 亿元，利润总额 38.02 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1911.95 亿元，所有者权益合计为 486.83 亿元（含少数股东权益 278.96 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 941.02 亿元，利润总额 14.42 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。

¹ 2021 年 6 月 11 日，象屿股份发布公告称上述质押 8087.43 万股股票已全部解除质押，本次解除质押后，象屿集团持有其股份无质押。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见表 1；上述存续债券募集资金已全部按募集资金用途使用完毕；跟踪期内，上述存续债券均正常付息。

表 1 公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	兑付日
17 象屿 MTN002	7.50	7.50	2017-07-17	2022-07-17
*17 象屿 MTN003	15.00	15.00	2017-09-12	2022-09-12
17 象屿 MTN004	5.00	5.00	2017-10-24	2022-10-24
18 象屿 MTN002	10.00	10.00	2018-08-09	2021-08-09

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

资料来源：Wind，联合资信整理

公司存续期债券中，“17 象屿 MTN003”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期：

(1) “17 象屿 MTN003”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) “17 象屿 MTN003”如不赎回，从第 5 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在赎回日具有赎回权，且重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) “17 象屿 MTN003”在除发生股东分红（包括上交国有资本收益）和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司自 2010 年以来连续上缴国有资本收益，2018—2020 年分别上缴国有资本收益 14050 万元、28569.98 万元²和 20702 万元。总体来看，公司未来逐年持续上缴国有资本收益可能性大，公司递延利息支付可能性小，“17 象屿 MTN003”与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

² 含补缴 2017 年国有资本收益 832.98 万元。

综合以上分析，“17 象屿 MTN003”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“17 象屿 MTN003”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的

修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济

内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融

资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析及区域经济环境

1. 供应链管理服务及物流行业

(1) 行业概况

近年来,传统贸易商的盈利空间日益收窄,风险敞口进一步扩大,面临的市场风险高,能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020年以来,在疫情冲击下,中国大宗商品价格指数于4月降至全年低点,而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划,大宗商品价格指数快速上升,波动增长至历史高位。

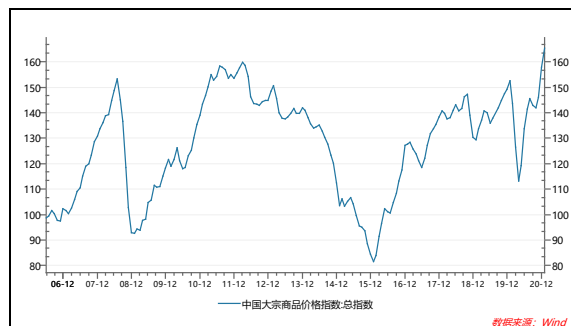
供应链管理服务行业作为新经济的产物,属于现代物流业的范畴,通过不同的供应链服务模式,整合优势资源,帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化,汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能,从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素,一方面为社会贸易总规模;另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分:一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中,通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利;另一部分是供应链企业提供的服务,通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别,其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等,工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等,农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品,贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看,现货行业积极响应国家下发的相关文件精神,在改革的大格局下,现货行业迎来了新的机遇。价格方面,近年来,世界经济增速放缓,大宗商品价格指数波动较大,随着中国供给侧结构性改革

深入,大宗商品市场的改革红利初显,截至2019年末,大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响,全球经济发展不确定性加大,2020年1月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显,于4月降至全年低点,而后随着中国率先实现对疫情的有效控制,以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划,使得对大宗商品的需求上升,结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复,中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高,2020年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图1 近年来中国大宗商品价格指数变动情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多,行业集中度较低。随着中国经济的升级转型,对于大宗商品供应链企业来说,依附行业需求量的高速增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继,现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道,整合运输、仓储等物流和加工资源,并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务,通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作,实现高效率、低成本运营。

(2) 物流行业

2020年,全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战,疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本,同时行业竞争激烈,物流企业普遍经营压

力加大。随着复工复产的推进，二季度以来中国物流规模增长持续恢复，全年社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓。未来全球范围内物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020年全国社会物流总额300.1万亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

图2 近年来中国社会物流总额及增长情况
(单位: 万亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理。

另一方面，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显示，中国物流企业50强实现物流业务收入1.1万亿元，同比增长15%，第50名的企业物流营业收入超过37亿元，同比增长19%。

展望2021年，物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。从全球发展来看，2021年疫情对经济的影响将逐步衰减，但国际政治力量分化、地缘政治影响和逆全球化趋势仍会长期存在，世界经济稳定复苏仍面临挑战。结合上年四季度数据来看，出口带动的工业物流需求或将延续增长态势，消费相关需求增速保持平稳。部分传统制造领域、消费升级领域复苏动力较前期有所趋稳，物流需求分化、结构不均衡的趋势可能更明显。

2. 房地产行业

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图3 2019—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分

点。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

政策环境方面，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。

3. 区域经济概况

厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，2020年经济运行保持平稳增长态势。经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2020年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值（GDP）6384.02亿元，按可比价格计算，比上年增长5.7%。其中，第一产业增加值28.89亿元，增长2.5%；第二产业增加值2519.84亿元，增长6.1%；第三产业增加值3835.29亿元，增长5.5%。三次产业结构为0.4：39.5：60.1。厦门市全市户籍人口273.18万人，户籍人口城镇化率86.99%。全体居民人均可支配收入58140元，比上年增长4.1%。

工业方面，2020年厦门市全年规模以上工业增加值增长6.0%。全市规模以上工业企业2343家，其中产值超亿元企业814家，合计产值占规模以上工业的91.1%。电子、机械两大支柱行业共有规模以上工业企业1204家，占规模以上工业企业数的51.4%，合计工业产值占规模以上工业的67.7%。

固定资产方面，2020年厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长8.8%。分产业看，第一产业投资增长207.0%，第二产业投资增长12.3%，第三产业投资增长8.1%。工业投资增长12.9%，其中制造业投资增长8.6%。房地产开发投资增长17.4%。其中，住宅投资687.85亿元，增长23.0%；办公楼投资64.61亿元，下降34.6%；商业营业用房投资90.60亿元，增长3.0%。全市房地产房屋施工面积3616.04万平方米，下降11.6%；房屋新开工面积405.68万平方米，下降19.7%。

内贸方面，2020年厦门市社会消费品零售总额2293.87亿元，比上年增长1.6%。按消费形态分，商品零售1964.46亿元，增长2.6%；餐饮收入329.41亿元，下降4.3%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6915.77亿元，比上年增长7.8%，其中出口3572.92亿元，增长1.2%；

进口3342.85亿元，增长16.0%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。2020年，自贸区厦门片区位列全国营商环境排名的第15位，较2014年挂牌前上升46位，厦门市成为国家发改委发布的《中国营商环境报告》列明的全国营商环境标杆城市，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为177590.83万元。公司是国有独资企业，唯一股东和实际控制人是厦门市国资委。公司股权未被质押。

2. 企业规模

公司作为以供应链物流为主业，多元化经营房地产、类金融及制造业等业务的厦门市大型国有独资企业之一，跟踪期内在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面保持既有优势。

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，是厦门市国有大型集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。经过多年的发展，公司已形成物流供应链服务、房地产、类金融及制造业等业务板块。

公司物流供应链业务运营主体为下属上市公司象屿股份。跟踪期内，象屿股份及下属子公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，夯实提升多式联运能力，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，核心产品业务量持续提升，收入规模保持快速增长。象屿股份位列2020年

《福布斯》全球上市公司 2000 强第 1574 位；位列《财富》中国 500 强第 37 位，在“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第一。

房地产业务包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，运营主体为全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）。公司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、天津、福建南平及福州等区域。截至 2021 年 3 月底，公司房地产业务土地储备面积 284 万平方米（未售计容建筑面积，含并表、非并表项目），主要分布于天津、苏州、福州、南平、唐山等地。

公司于 2013—2014 年收粮季开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并以子公司黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）积极布局玉米深加工板块。公司类金融服务以厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“金象控股”）为运营主体，主要围绕实体经济、消费服务业、国家战略性新兴产业、集团产业及上下游客户，聚焦发展产业金

融、消费金融和资产管理三大核心业务。

公司下属核心业务运营主体 2019—2020 年财务数据见下表。2020 年，象屿股份收入及利润规模同比提升，主要系公司深化供应链综合服务能力，黑色金属、铝产品、煤炭、农产品的业务量增加所致。象屿地产营业收入同比提升但利润下降明显，主要系房地产业务未形成规模化，收入结转及合作开发项目出让进度有一定波动所致。金象生化暂处于亏损状态，主要系 2020 年下属绥化工厂受到疫情影响，首年投产运营期间产能未充分释放、技术优势未充分显现所致，2021 年一季度已扭亏为盈；金象生化 2020 年底负债规模较上年增长明显，主要系考虑到当期玉米原材料价格上涨，为满足绥化工厂新一年度生产计划加大采购量所致。PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）为印尼镍钴冶炼工厂项目公司，自 2020 年初首批投产以来当年已实现收入 69.72 亿元和净利润 3.26 亿元，未来产能充分释放后有望成为公司新的利润增长点。

表 3 公司核心业务运营主体 2019—2020 年财务数据（单位：%、亿元）

公司全称	业务性质	持股比例	注册资本	2019 年				2020 年			
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
厦门象屿股份有限公司	大宗商品采购供应及综合物流	53.44	21.57	657.32	217.96	2724.12	14.58	873.65	265.09	3602.15	16.27
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00	31.82	291.04	72.94	64.58	13.40	260.49	71.21	71.33	8.06
厦门象屿金象控股集团有限公司	类金融	100.00	43.80	132.86	60.22	6.61	3.28	154.61	70.12	12.65	6.25
黑龙江金象生化有限责任公司	生产制造	59.12	17.00	104.77	28.40	37.34	-0.95	156.49	32.61	75.87	-1.32
PT Obsidian Stainless Steel	生产制造	51.00	37.23	--	--	--	--	223.27	42.43	69.72	3.26

注：2021 年 3 月，公司发布公告称与中国农垦产业发展基金（有限合伙）（以下简称“中垦基金”）签订《战略投资及合作协议》，约定中垦基金通过大宗交易方式受让公司所持上市公司象屿股份 2.00% 股份，此次股权转让后，中垦基金成为象屿股份的战略投资者，公司控股地位不变；OSS 公司注册资本为 8.3 万亿印尼盾，按照 2021 年 6 月 8 日汇率换算为 37.23 亿元人民币

资料来源：公司提供

3. 政府支持.

公司为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业。跟踪期内，厦门市国资委、市政府出具关于支持公司未来发展的函，未来将继续在推动资源整合、业务协同和协同

财政对公司进行政策倾斜、优先安排财政资金等方面对公司进行支持。公司对于厦门市经济社会发展具备重要战略意义，政府支持力度强。

公司作为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业，承担了厦门市重点物

流项目的开发运营及相关公共服务平台建设职能，先后完成了象屿保税区和厦门现代物流园区的开发运营任务，促进了厦门千亿物流产业链发展，并以自贸区产业综合平台发展平台为定位，未来继续承担自贸区重点平台项目开发建设、招商运营和政策创新等职能。公司获批成为厦门市首批国有资本投资公司改革试点单位，承担开展国有资本股权投资、改善国有资本的分布结构、提升国有资产运营效益、实现国有资本保值增值的重要任务。跟踪期内，公司承担厦门市防疫物资采购和供应工作，并将持续承担厦门市部分市政配套项目建设、高崎渔港片区改造提升等城市开发建设使命，代表厦门市国资委参与出资中国文化产业投资基金二期项目。

2021年5月，厦门市国资委、厦门市政府出具《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于支持厦门象屿集团有限公司未来发展的函》，根据相关决策部署，未来将重点从以下几方面支持公司发展：一、继续深化厦门国资国企资源整合，推动相关资源向包括公司在内的龙头国有企业聚焦，充分发挥龙头国有企业管理能力，在实现国有资产保值增值的过程中促进龙头企业更好地承担政府任务，在促进区域发展过程中发挥更大作用；二、在“一带一路”战略、粮食安全战略、“乡村振兴”以及厦门“五中心一基地”发展目标的大形势下，公司自成立以来，各项业务开展及未来发展方向符合国家产业、经济政策，对厦门市地方经济建设作出重大贡献，未来将支持公司对于厦门市整体发展发挥重要作用；三、鉴于公司对于厦门市经济社会发展的重要战略意义和作为市属国有资本投资公司的重要地位，未来将继续向公司注入相关国有资产或资本金，并协同财政对公司进行政策倾斜和优先安排财政资金对公司进行支持，以达到不断提升公司资产质量和盈利水平的目标；四、公司为重点市属企业，除按照国家统一要求上收划拨股权的情况外，厦门市国资委无减持公司股权计划，将持续作为公

司的控制人。

近年来，公司多次获得政府增资及财政拨款转增资本：2019年新增资本金1.00亿元；2020年获得各类财政拨款合计4.99亿元（计入资本公积）；2021年5月获财政拨款2.40亿元（计入资本公积）。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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2021年5月31日，公司本部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、4笔关注类贷款、2笔关注类贸易融资类贷款、6笔关注类短期借款和1笔关注类银行承兑汇票、9笔关注类信用证；均系2009年之前发生。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度和高级管理人员无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以物流供应链为主业，辅以房地产开发及其他业务。跟踪期内，以象屿股份为主体的物流供应链业务收入规模持续扩张，房地产业务项目结转进度良好，其他收入（主要是玉米深加工等制造业收入和类金融业务收入）对业绩形成良好支撑，带动整体收入和利润规模进一步提升。

2020年，公司实现营业收入3748.35亿元，同比增长31.90%；实现利润总额38.02亿元，同比增长9.70%。从收入构成来看，2020年物流供应链业务占营业收入的比重为96.10%，是最主要的收入贡献来源。2020年，公司实现物

流供应链收入 3602.15 亿元，同比增长 32.23%，主要系运营主体象屿股份深化供应链综合服务能力，黑色金属、铝产品、煤炭、农产品的业务量增加所致。房地产业务 2020 年收入同比增长 10.45%，主要受项目结算的周期影响。其他收入 2020 年进一步增长至 74.88 亿元，在营业收入中的占比提升至 2.00%，主要系玉米深加工、印尼镍钴冶炼工厂等制造业相关收入增加所致。

从毛利率来看，2020 年，公司毛利率为 2.83%，同比下降 1.57 个百分点。其中，公司物流供应链业务毛利率为 1.95%，同比下滑 1.15 个百分点，主要系受新收入准则影响，商品控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算，以及疫情、高速公路

过路费减免、国际油价低位震荡等因素影响铁路物流盈利能力所致；房地产业务毛利率同比下降 28.20 个百分点至 13.54%，主要是由于当期结算江苏、重庆项目土地成本较高，毛利率较低所致；公司其他业务毛利率当期同比略有提升，为 34.86%。

2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 941.02 亿元，同比增长 38.19%；实现利润总额 14.42 亿元，同比增长 181.73%，主要系供应链业务效益提升，同时印尼不锈钢项目、金象生化等制造业企业利润增长所致。其中，物流供应链业务同比增长 33.56%，延续增长态势；房地产业务结转收入 11.38 亿元（上年同期为 0.92 亿元），同比大幅增长。当期公司综合毛利率为 3.79%，同比增加 1.54 个百分点。

表 4 近年来公司营业收入构成及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2018 年				2019 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	2340.08	96.91	64.38	2.75	2724.12	95.86	84.50	3.10
房地产	29.88	1.24	9.40	31.47	64.58	2.27	26.95	41.74
其他	44.66	1.85	12.63	28.29	53.12	1.87	13.46	25.33
合计	2414.61	100.00	86.41	3.58	2841.82	100.00	124.92	4.40
业务种类	2020 年				2021 年 1-3 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	3602.15	96.10	70.18	1.95	893.88	94.99	24.42	2.73
房地产	71.33	1.90	9.66	13.54	11.38	1.21	0.98	8.65
其他	74.88	2.00	26.10	34.86	35.76	3.80	10.26	28.69
合计	3748.35	100.00	105.94	2.83	941.02	100.00	35.66	3.79

注：其他业务主要包括制造业（玉米深加工和印尼镍铁加工项目）及类金融业务，2020 年，其他收入包括类金融收入 12.65 亿元、深加工收入 75.87 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 69.72 亿元；2021 年一季度，其他收入主要包括类金融收入 3.57 亿元、深加工收入 22 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 23.42 亿元；其他业务收入系营业收入-物流供应链-房地产轧差计算得出，因合并抵消产生的收入抵减均在此板块反映，故合计数和单体公司分项加总数有较大差异；物流供应链业务收入为象屿股份收入合计数

资料来源：公司提供

2. 物流供应链

跟踪期内，公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，围绕产业链不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系，能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动大宗商品采

购分销及物流服务收入快速增长。

公司物流供应链业务主要由大宗商品采购分销及物流服务组成，经营主体为子公司象屿股份本部的贸易事业部及其下属控股子公司。

大宗商品采购分销及物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为象屿股份及

其下属子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。大宗商品采购分销及物流服务主要指通过汇聚产业链上下游客户的需求，整合形成从上游原料采购到下游产品销售的全程供应链综合服务平台，为客户提供采购分销、门到门全程物流、库存管理、供应链金融、信息咨询等全价值链流通服务。

(1) 大宗商品采购分销

在多年的业务开展过程中，公司大宗商品采购分销业务盈利来源从单一赚取商品价格波

动差价，逐步衍生为综合服务收益（涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益等），并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。跟踪期内，公司大宗商品采购分销业务盈利模式变化不大。

公司经营的核心产品金属矿产、能源化工和农产品三者合计收入占贸易业务收入的 98% 左右，其中，金属矿产类收入贡献占 60% 以上。跟踪期内，公司大宗商品采购分销业务核心产品种类变化不大。

表5 公司大宗商品采购分销业务产品分类收入构成情况（单位：亿元、%）

商品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
能源化工	647.27	28.63	676.25	25.63	760.46	21.71	217.02	25.00
金属矿产	1404.95	62.15	1699.85	64.42	2325.08	66.38	562.30	64.77
农产品	171.50	7.59	233.07	8.83	397.38	11.34	85.85	9.89
其他	36.75	1.63	29.38	1.11	19.99	0.57	3.04	0.35
合计	2260.47	100.00	2638.55	100.00	3502.91	100.00	868.21	100.00

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采和其他非吨核算的商品

资料来源：公司提供

在采购定价上，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于订购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2020 年，公司前五大供应商采购额合计 756.08 亿元，占采购总额的比重分别为 21.25%，集中度一般。公司与上游供应商的结算方式主要包括银行承兑汇票、信用证和预付款（款到发货）方式，预付款对象主要为规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。

下游销售方面，公司客户包括流通型客户

和产业型客户，根据不同的业务品种，主要销售渠道分布和销售方式见下表。公司与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，公司为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。2020 年，公司前五大客户销售额合计 410.44 亿元，占销售总额的比重分别为 11.40%，集中度一般。

表6 公司大宗商品采购分销业务主要业务品种销售渠道分布情况

业务品种	主要产品	销售渠道分布	销售方式
能源化工	塑料原料（PE、PP、PVC 等）；有机化学品（甲醇、甲苯等）；聚酯原料（PTA、	以河北、上海、福建、广东、杭州等地区为核心，依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络。	直接销售给下游厂家为主。一部分 MEG 与市场主要的贸易商建立联系渠道，作为备

	MEG等)；煤炭		用销售渠道。
金属矿产	钢铁；有色金属；矿产、矿砂	主要分布在华东、华北、华中和华南区域。华东地区以江、浙、沪为主，上海作为分销中心；华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主；华中地区以河南为主，向周边区域延伸；华南地区以广东为主，向周边区域延伸。此外，公司还将销售渠道拓展至西安及周边地区。	直接销售给下游厂商为主，部分采用分销或者对锁方式。
农产品	粮食谷物（玉米、水稻、大豆）、食品原料（油脂、白糖、奶粉）；饲料原料（鱼粉、乳清粉等）；林产品（原木、锯材、木浆等）	玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心整合黑、吉、辽、蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立销售中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供优质粮食资源。2019年以来，公司与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。公司建立“规范化、精细化”种植体系，培育复合型种植团队，种植（含订单）面积约290万亩。饲料原料类以上海、天津、广州各分公司为依托，辐射华东华中、华北、东北、西北、华南西南各地市场。油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心，分别向华南、华东、华北和福建市场进行全方位辐射，市场遍布全国主要油脂消费大省。	直销给下游重点客户，一部分向经销商销售。

资料来源：公司提供

(2) 大宗商品物流服务

公司基于“以流促贸、以贸促流”的发展思路，持续推进大宗商品采购分销服务和物流服务的横向协同，构建并逐步完善包含综合物流服务、农产品物流服务和铁路物流服务在内的网络化物流体系。公司大宗商品物流服务收入构成见下表。

表7 近年来公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

	2018年		2019年		2020年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	37.73	9.86	35.13	10.43	43.23	11.38
农产品物流服务	9.77	60.74	7.76	61.23	5.68	55.41
铁路物流服务	8.81	20.10	12.88	27.25	8.66	13.38

综合物流服务	37.73	9.86	35.13	10.43	43.23	11.38
农产品物流服务	9.77	60.74	7.76	61.23	5.68	55.41
铁路物流服务	8.81	20.10	12.88	27.25	8.66	13.38

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。截至2021年3月底，公司具备的物流基础设施见下表。

表8 截至2021年3月末公司基础物流设施情况

项目	基础设施情况	相关运营主体
铁路运输	公司在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、贵州息烽等大宗商品集散区域建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场，自有及租赁铁路货场站20个，配套37条铁路专用线、逾240万平方米集装箱堆场和仓库、超3.3万个自备集装箱，年运力超1600万吨，形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络。	象道物流
公路运输	公司自有运输车辆超500辆，整合车辆超10万辆，年运力超1500万吨，并构建了自己的网络货运平台，形成辐射全国的公路运输网络。	厦门象屿物流集团有限责任公司、黑龙江象屿农业物产有限公司及其下属子公司
水路运输	公司与中远海体系船公司、招商系港口、北部湾港口、日青连港口达成战略合作，国内沿海及长江流域年运力近2000万吨，印尼—中国航线年运力近1000万吨，形成立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络。	
仓储集群	仓储能力方面，公司在东北粮食产区布局了9大粮食基地，仓容能力约1500万吨，在沿海及长江流域通过自营和包租形式管理仓库、堆场近40个，面积逾180万平方米，合作仓库约2000家，形成覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群。公司下属4个仓库（其中3个为自有，1个为租赁）被大连商品交易所指定为大宗商品指定期货交割仓库，交割品种涉及玉米、大豆以及线型低密度聚乙烯（LLDPE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）。公司在区域核心城市厦门、泉州、福州、唐山等地开发建设并经营7个专业物流园区，园区面积合计65.22万平方米，包括厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、晋江五里园区、厦门象屿五金机电物流集散中心、福州象屿物流园区、象屿唐山正丰物流园区等。	

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

综合物流服务

公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系。跟踪期内，公司在“一带一路”沿线（“中国—印尼”及延伸至东南亚）的国际物流线路以及长江及沿海T型水域的运输货量保持扩张。2020年，公司实现综合物流服务收入为43.23亿元，同比增长23.06%。

农产品物流服务

公司农产品物流服务业务经营主体主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）。公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费；同时通过经营粮食临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。截至2020年底，公司粮食仓容能力超过1500万吨（其中自有粮食仓容约1260万吨），管理国储粮食库存总量约500万吨（其中水稻库存近85%），剩余仓容主要用于储存贸易粮，全年平均仓容使用率在60%以上。

为扩大收储规模，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”）的自营贷款及委托贷款业务，向农户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押获取贷款，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务，相关贷款一般在收粮季期间陆续收回。截至2021年3月底，象屿小贷发放贷款余额合计27.15亿元，较上年底新增投放7.75亿元；其中，自营贷款余额0.83亿元，全部为对农户的放贷，其余为公司通过象屿小贷对涉农客户发放的委托贷款余额26.32亿元，贷款期限均在1年以内。截至2021年3月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期，贷款余额前五大客户见下表。

表9 截至2021年3月底象屿小贷贷款余额前五大客户
(单位: 亿元)

客户全称	金额	期限	增信措施	类型
客户一	4.69	1年	粮食质押	委贷
客户二	1.77	6个月	粮食质押	委贷
客户三	0.68	9个月	粮食质押	委贷
客户四	0.57	6个月	粮食质押	委贷
客户五	0.48	6个月	粮食质押	委贷
合计	8.19	--	--	--

注：前五大客户均非公司关联方

资料来源：公司提供

铁路物流服务

公司以象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局。盈利模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等，主要运输品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。2021年1月，象道物流出资3.88亿元收购位于新疆昌吉的铁路专用线4条。2020年，受疫情等因素影响，象道物流铁路运输货量及物流服务收入同比有所下降。

表10 象道物流运输货量和铁路物流收入情况
(单位: 万吨、亿元)

项目		2018年	2019年	2020年
铁路运输货量	发送量	566	550	390
	到达量	351	400	500
铁路物流服务收入		8.81	12.88	8.66

注：象道物流于2018年5月纳入合并范围，2018年仅合并5—12月收入；2018—2020年铁路运输货量均采用年报披露口径，其中2019—2020年货量数据为概数，非精确数

资料来源：公司年报和提供资料

3. 房地产

跟踪期内，公司房地产拿地开发节奏有一定放缓，房地产开发投资额同比收缩，房地产业务收入结转情况良好，利润同比有所下滑。公司土地储备较为充足，业务可持续性良好，存在一定资金压力。

公司房地产业务主要由象屿地产运营，房地产业务包括土地成片开发、城市基础设施建

设、住宅房地产项目等。公司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、天津、福建南平及福州等区域。因公司房地产业务尚未形成规模化，拿地开发及项目结转有一定波动性。公司整体房地产投入规模不大，且跟踪期内为保障疫情期间主业供应链业务流动性需求，房地产拿地开发节奏有一定放缓。

2020年，公司结转房地产收入71.33亿元，同比增长10.45%，主要为位于重庆（24亿元，占35%）和位于江苏（43亿元，占62%）的项目结转。公司当期实现签约销售额96.50亿元，同比有所下降，签约销售项目主要位于上海、苏州、常熟、昆山、重庆、天津和南平。

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，一般以12~15个月为开发上市周期，在同一区域进行滚动开发。2020年，公司房地产开发投资额为44.05亿元（其中，非并表项目21.88亿元、并表项目22.17亿元），较2019年投资规模（92.72亿元）大幅收缩。

表11 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年一季度
房屋竣工面积（万平方米）	65.24	68.43	118.21	0.00
房屋销售面积（万平方米）	49.39	49.97	45.56	20.43
新增土地储备（万平方米）	6.93	18.23	10.00	2.96
平均销售单价（万元/平方米）	2.48	2.05	2.12	2.92
签约销售额（亿元）	122.46	102.87	96.50	59.76
房地产开发投资（亿元）	59.24	92.72	44.05	13.63

注：表中数据包含未并表的非合作开发项目数据（100%纳入）；表中数据为全口径，非权益口径；新增土地储备面积为用地面积口径，非建筑面积

资料来源：公司提供

土地储备方面，2020年，公司新增土地储备未售计容建筑面积20.08万平方米（用地面积10.00万平方米），位于唐山，拿地支出4.76亿元；2021年一季度，公司新增土地储备未售计容建筑面积5.59万平方米（用地面积2.96万平方米），位于张家港，拿地支出2.29亿元；

上述新增土地储备均为招拍挂方式获取的住宅用地。截至2021年3月底，公司土地储备（全口径，未售计容建筑面积）284万平方米，其中天津³约占41%、苏州约占20%、福州约占19%、南平约占10%、唐山约占7%、上海约占1%。

截至2021年3月底，公司房地产项目总建筑面积950.25万平方米，总投资额896.89亿元，已投资711.94亿元，尚需投资184.95亿元（含非并表项目147.33亿元、并表项目37.62亿元），存在一定资金支出压力。项目区域分布见下表。

表12 截至2021年3月底公司房地产项目情况
(单位：万平方米、亿元)

所在地	总用地面积	总建筑面积	总投资	累计已投资
上海	51.09	103.89	191.01	183.67
昆山	33.49	119.12	127.33	113.32
重庆	25.09	80.19	70.44	68.47
常熟	13.13	26.30	38.10	35.61
太仓	5.90	14.99	16.22	14.37
唐山	10.04	27.97	14.76	4.81
湖南	4.40	11.27	4.93	4.92
并表项目小计	143.15	383.74	462.78	425.16
福州	54.03	92.63	105.89	54.64
天津	58.19	177.46	84.34	31.62
苏州	15.02	34.52	64.85	53.50
上海	22.35	47.13	63.95	59.17
昆山	22.15	71.72	58.66	54.00
南平	82.13	135.01	50.78	32.69
张家港	2.96	8.04	5.63	1.15
非并表项目小计	256.83	566.52	434.10	286.78
合计	399.97	950.25	896.89	711.94

注：表中投资额数据为全口径，非权益口径；包含在建售罄、完工售罄、在建在售、完工在售、未建未售项目

资料来源：公司提供

³ 天津项目位于东丽区，为非并表项目（持股50%），系2017年5月象屿地产通过收购方式持有天津天安泛科技园开发有限公司股权，项目计划总投资84.34亿元，累计已投资31.62亿元；总可售面积131.09万平方米，预计可售货值约为143亿元，含住宅、产业园、商业等业态；住宅累计销售面积14.74万平方米，累计销售金额16.71亿元，均价11300元/平方米。天津项目住宅分四期开发，住宅一期2017年8月开工、于2018年5月销售，住宅二期于2019年1月动工、同年7月预售，住宅三期于2020年底开工，其他地块目前处于整体规划阶段。天津项目在公司土地储备余额中的占比高、计划总投资规模大，但已部分实现销售回流，资金占用规模尚可（按累计投资金额减已销售回款金额乘以持股比例估算约为9~10亿元）。

商业物业方面，截至 2021 年 3 月底，象屿地产在厦门、上海和昆山持有三处商业物业，为厦门自贸金融中心、上海象屿大厦和昆山两岸贸易中心，项目总可租面积合计 12.15 万平方米。截至 2021 年 3 月底，厦门自贸金融中心已出租面积 5.95 万平方米，出租率 95%；上海象屿大厦已出租 0.94 万平方米，出租率 100%；昆山两岸贸易中心项目可租可售，自持部分可出租面积 4.97 万平方米，出租率 69%。2020 年实现租金收入 5730 万元，2021 年一季度实现租金收入 1664 万元。

作为厦门市国资委下属企业，公司承担了厦门市部分市政配套项目建设任务，在填海造地、市政道路、水工工程等领域具备领先的技术水平并发挥着重要作用，运营主体为下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司。截至 2021 年 3 月底，公司承担的在建代建项目投资总额达 80.86 亿元，已完成投资 48.69 亿元。代建中的工程款由业主支付，公司不承担项目的融资职能，并以实际总投资额的 0.4%~3%收取代建费用。代建费用支付方式为开工时根据合同支付 20%，开工后根据工程进度及代建费率半年支付一次，竣工验收后支付到 80%，完成财务决算支付 20%。截至 2021 年 3 月底，公司累计实现代建收入 7192.00 万元。

4. 其他业务

其他收入主要包括金象控股类金融业务收入，及玉米深加工、印尼镍钴冶炼等制造业收入。跟踪期内，公司类金融业务规模增长较快，部分逾期委托贷款及小贷业务存在资金回收风险；玉米深加工业务销售收入同比大幅增长，但现阶段产能仍未充分释放，盈利能力一般；印尼镍钴冶炼项目 2020 年初投产以来收入、利润贡献情况良好，公司固定资产投资压力减轻。

其他业务主要包括金象控股为主体开展的类金融业务，及玉米深加工、印尼镍钴冶炼等制造类业务。从收入构成⁴来看，2020 年，其他

收入包括类金融收入 12.65 亿元、深加工收入 75.87 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 69.72 亿元；2021 年一季度，其他收入主要包括类金融收入 3.57 亿元、深加工收入 22.00 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 23.42 亿元。

(1) 类金融业务

公司类金融业务主要运营主体为金象控股及其下属厦门象屿融资担保有限责任公司（拥有融资性担保许可证，以下简称“象屿担保”）、厦门象屿金象融资租赁有限公司、深圳象屿商业保理有限责任公司、厦门象屿小额贷款股份有限公司（以下简称“小额贷款公司”）和厦门象屿资产管理运营有限公司（以下简称“象屿资产”）等子公司。

金象控股业务收入主要来自产业金融（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等方式体现）收入、消费金融（主要是小贷公司及二手车融资租赁）收入、资产管理（主要是不良资产包处置）收入及传统类业务等，其中产融业务客户对象主要为集团内部产业相关的上下游企业。2020 年，金象控股实现营业收入 12.65 亿元，同比增长 91.38%，其中产业金融、消费金融和资产管理业务收入均增长明显；实现净利润 6.25 亿元，同比增长 90.55%。

表 13-1 金象控股业务收入构成情况(单位:亿元、%)

主营业务	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
产业金融	1.68	35.22	2.58	39.09	5.20	41.14
消费金融	0.64	13.42	1.50	22.73	2.45	19.38
资产管理	0.77	16.14	1.69	25.61	4.56	36.08
其他	1.69	35.43	0.82	12.42	0.43	3.40
收入合计	4.77	100.00	6.60	100.00	12.64	100.00

资料来源：公司提供

表 13-2 金象控股类金融业务资产余额构成情况

(单位:亿元)

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
不良资产包账面余额	6.58	19.96	20.34

体公司分项加总数有较大差异。

⁴ 因合并抵消产生的收入抵减均在其他板块反映，故合计数和单

其中：自营资产包	6.58	13.85	11.36
垫资包	0.00	6.11	8.98
委托贷款在贷余额	28.58	38.96	45.51
其中：产业金融在贷余额	17.44	29.51	36.36
其他委托贷款在贷余额	11.15	9.45	9.15
保理业务余额	15.61	27.11	34.14
小贷业务余额	4.68	7.06	6.40
融资租赁业务余额	4.22	8.71	13.71

注：不良资产包账面余额与审计报告账务处理有一定差异，本表中为业务口径，垫资包客户缴纳的30%的保证金不体现在资产包账面余额中，而审计报告口径垫资包是按垫资包总额计入
资料来源：公司提供

从资产余额来看，截至2020年底，金象控股资产构成中委托贷款、保理业务形成的业务余额合计79.93亿元。截至2020年底，象屿担保对外提供担保余额6.27亿元（含工程担保余额5161.32万元，阶段性担保在保余额20129.25万元，经济合同履约担保余额37405.00万元），未出现代偿情形。

截至2021年3月底，金象控股以上类金融业务逾期金额合计11.04亿元，金象控股累计计提减值准备1.91亿元，其中针对以上逾期本金累计计提0.83亿元。2020年和2021年一季度，金象控股新增逾期金额分别为0.925亿元和0.01亿元。上述逾期主要产生于前期投入的非产融类其他委托贷款，均附有抵押物，且正通过法律诉讼、处置抵押物等手段进行追偿，考虑到诉讼和资产处置周期偏长，金象控股仍面临一定资金回收风险。2020年和2021年一季度，金象控股收回逾期本金金额分别为2317.12万元和384.5万元。

此外，公司也进行股权投资和基金投资，涉及二级市场定增，金融类股权如国都证券股份有限公司（以下简称“国都证券”）、兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）、厦门农村商业银行股份有限公司，与公司主业相关联的公司如厦门集装箱码头集团有限公司等（详见财务分析）。2020年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计1.95亿元。公司所持变现能力良好的上市公司股权等金融资产对公司偿债能力形成一定支撑。

（2）玉米深加工业务

公司玉米深加工板块运营主体为金象生化，主要运营富锦产业园、北安产业园、绥化产业园三大园区，产品包含淀粉、淀粉糖、氨基酸、生物发酵饲料等，广泛应用于制糖、造纸、纺织、食品、医药、啤酒发酵、饲料等行业。金象生化下属金象生化富锦项目（85万吨玉米深加工）和北安项目（85万吨玉米深加工），承担120万吨淀粉深加工项目；下属绥化项目（150万吨玉米精深加工）形成以酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖70万吨及30万吨发酵用糖，以发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸10万吨、年产色氨酸1万吨。目前，金象生化的色氨酸、结晶糖、苏氨酸的产能分别位居全国第一位、第二位和第四位；商品淀粉的流通量位居全国第三位。

2020年，金象生化营业收入同比大幅增长，但因产能未完全释放、装置技术优势未完全体现等原因净利润暂处于亏损状态。2021年一季度，随着绥化项目投产以来生产的稳定性、产品质量逐步提高，产品销售渠道逐步打开，绥化工厂已实现已经扭亏为盈（净利润逾900万元），推动金象生化一季度实现营业收入22.00亿元，净利润转为盈利6650万元（上年同期为-5372万元）。

表14 金象生化深加工项目产销情况以及经营指标
(单位：万吨、亿元)

项目		2018年	2019年	2020年
富锦	产量	78.00	79.00	79.67
	销售收入	16.44	17.45	19.54
北安	产量	76.00	82.00	82.28
	销售收入	16.23	17.42	20.09
绥化	产量	/	60.00	126.7
	销售收入	/	1.65	33.44
合计	产量	154.00	221.00	288.65
	销售收入	32.67	36.52	73.07
金象生化	营业收入	33.15	37.34	75.87
	净利润	0.46	-0.95	-1.32

注：产品销售收入与营业收入的差异为其他非主营业务收入
资料来源：公司提供

(3) 印尼镍钴冶炼工厂项目

公司下属子公司 OSS 公司建设的印尼镍钴冶炼工厂是国家发改委“一带一路”重点项目，整体建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4000 万吨多功能码头。2020 年初，项目首批已投产 3 台 AOD 炉及 3 台钢坯连铸机投产，已形成炼钢产能约 150 万吨。2020 年，OSS 公司合计生产钢坯 80 万吨、销售产成品钢坯 75 万吨，主要销往中国境内，实现销售收入 69.72 亿元，净利润 3.26 亿元；2021 年一季度，OSS 公司实现营业收入 23.42 亿元，净利润 3.65 亿元。

印尼镍钴冶炼工厂项目预计于 2021 年内全面达产，实现设计产能 250 万吨/年，预计 2021 年全年产量可达到 200 万吨，产能充分释放后有望成为公司新的利润增长点。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2020 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 37.33 次、9.14 次和 2.42 次。同行业企业对比来看，公司应收账款、存货及总资产周转次数高于同行业企业中位数水平，净营业周期短于同行业企业中位水平，经营效率较高。

表 15 同行业企业 2020 年经营效率指标对比

(单位：次、天)

公司全称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	净营业周期
厦门国贸控股集团有限公司	71.90	8.27	3.15	42.82
厦门建发集团有限公司	43.12	2.11	1.14	153.17
物产中大集团股份有限公司	44.51	18.20	4.04	20.83
中国诚通控股集团有限公司	12.80	6.65	0.37	61.16
江苏苏美达集团有限公司	13.14	15.58	2.31	27.82
中位数	43.12	8.27	2.31	42.82
厦门象屿集团有限公司	49.91	9.14	2.42	32.47

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind，联合资信整理

6. 在建项目及未来发展

跟踪期内，公司建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已部分投产，未来项目投资压力减轻。但考虑到公司主营供应链服务、房地产和类金融业务均属资金密集型业务，未来资金压力将持续存在。

(1) 在建项目

截至 2021 年 3 月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要包括印尼镍钴冶炼工厂项目、厦门大嶝对台小额商品交易市场、象屿集团大厦等，主要在建项目计划总投资合计 199.45 亿元，已完成投资 151.57 亿元。其中，印尼镍钴冶炼工厂项目计划总投资 140.49 亿元，截至 2021 年 3 月底投资进度达 90.61%，未来项目投资压力减轻。

表 16 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况 (不含房地产项目) (单位：亿元)

项目名称	项目简介	计划总投资	投资进度	已投资	尚需投资
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。项目首期台湾免税公园于 2011 年 9 月建成开业。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，已于 2015 年 8 月份建成并投入使用。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。	35.19	29.13%	10.25	--
镍钴冶炼工厂项目	公司响应国家“一带一路”战略，积极拓展海外市场，在印度尼西亚合作投资设立年产 250 万吨不锈钢的一体化冶炼项目，充分利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产，成品供应全球市场。公司持股 51%。	140.49	90.61%	127.30	13.19
象屿集团大厦	象屿集团大厦工程占地面积约 17497 平米，总建筑面积约 97714 平米，其中地上建筑面积约 62900 平米、地下建筑面积 34814 平米，容积率 3.6，绿化率 20%，建筑密度 46.27%，建筑高度 47.7 米，地下停车位约 720 个。	13.07	41.15%	5.38	7.69
巩义象道货场建设项目	巩义市象道物流有限公司自有土地 133 亩正用于铁路专用线施工建设中，未来将拥有两条专用线及十万平方米仓库。	2.82	92.46%	2.61	0.21

安阳象道货场建设项目	安阳象道国际物流园铁路专用线工程将建成自有铁路专用线 6 条，届时将主要承接安阳钢铁的铁矿石与钢材到发。	5.40	76.40%	4.13	1.27
息烽象道货场建设项目	息烽象道物流有限公司目前将自有的 200 亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，未来将拥有自有铁路专用线三条以及 8 万平方米左右仓库。	2.48	76.45%	1.90	0.58
合计		199.45	--	151.57	22.94

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

资料来源：公司提供

(2) 未来发展

根据新一轮的战略规划目标，“六五”期间公司将致力于成为具有全球竞争力的、以供应链为核心的综合性投资控股集团。以供应链为核心，聚焦全球性核心竞争力的构建；着力构建国内与国际资源整合的结合点、价值链与产业链的协同点；不断提升各方资源的整合力、相关产业的引领力、卓越服务的影响力。力争在全球供应链服务领域达到经营管理水平一流、运营效率一流、创新能力一流、人才队伍一流。坚持“立足供应链、服务产业链、创造价值链”的战略思维；以资本为工具，以投资为手段，从投资驱动向价值驱动转变；最大化整合资源，实现协同效应、规模效应和叠加效应，服务于供应链及相关多元化产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年一季度财务报表未经审计。

2020年，公司合并范围内二级子公司因新设增加厦门象屿鑫城开发有限责任公司、厦门象屿智慧供应链有限公司等7家。2021年一季

度，公司合并范围内二级子公司较2020年底无变化。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为1700.25亿元，所有者权益合计为475.78亿元（含少数股东权益268.01亿元）。2020年，公司实现营业收入3748.35亿元，利润总额38.02亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为1911.95亿元，所有者权益合计为486.83亿元（含少数股东权益278.96亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入941.02亿元，利润总额14.42亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，构成仍以流动资产为主。流动资产中存货和预付款项规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，形成一定资金占用。公司资产受限比例尚可，现金类资产余额较充裕，且持有较大规模银行理财产品、上市公司股票等，对偿债能力形成支撑。

截至2020年底，公司资产总额为1700.25亿元，较上年底增长22.00%；公司资产总额中流动资产占66.53%，非流动资产占33.47%。公司资产以流动资产为主。

表 17 近年来公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2020年较上年底变动率	2021年3月	2021年3月底占总资产比例
货币资金	142.24	125.42	194.24	54.87	172.58	9.03
应收账款	48.11	56.41	93.79	66.28	105.81	5.53
预付款项	69.71	85.85	113.58	32.30	182.19	9.53

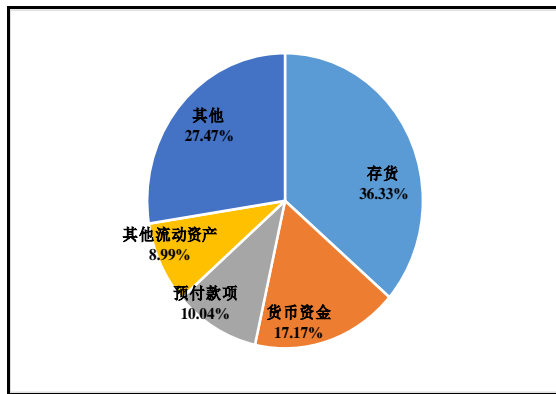
其他应收款（合计）	40.80	62.55	89.96	43.81	111.36	5.82
存货	368.27	386.01	410.98	6.47	513.99	26.88
其他流动资产	64.22	100.56	101.65	1.08	97.79	5.11
流动资产合计	769.43	887.52	1131.21	27.46	1306.75	68.35
长期股权投资	65.74	77.38	77.88	0.64	80.57	4.21
固定资产	119.66	158.96	197.58	24.30	193.07	10.10
在建工程	68.86	118.56	115.55	-2.54	116.62	6.10
非流动资产合计	390.31	506.15	569.05	12.43	605.20	31.65
资产总计	1159.74	1393.67	1700.25	22.00	1911.95	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 1131.21 亿元，较上年底增长 27.46%，主要来源于经营规模扩张带来的货币资金、存货和预付款项的增长。

图 4 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 194.24 亿元，较上年底增长 54.87%，主要是年末供应链和房地产业务加快各类商品的销售去化回款力度以及净融资规模增加所致。构成上，主要为银行存款（占 80.10%）、其他货币资金（占 19.84%）和少量库存现金。其中，使用受限货币资金为 40.05 亿元（年初受限货币资金为 41.20 亿元），包括保证金 24.32 亿元、定期存款 12.26 亿元和预售监管账户资金 3.39 亿元等，受限规模较大。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产大幅增长为 52.36 亿元，较上年底增长 119.50%，主要是年末时点性资金存量盈余增加，公司通过银行短期理财产品提升资金收益。构成上主要

为理财产品 51.75 亿元（较上年底增加 28.74 亿元，其中象屿股份理财产品为 48.84 亿元）；用于质押而受限的交易性金融资产合计 25.02 亿元。

截至 2020 年底，公司应收票据为 25.57 亿元，较上年底变化不大；构成上包括商业承兑汇票 19.81 亿元和银行承兑汇票 5.76 亿元，公司累计计提坏账准备 0.20 亿元。

截至 2020 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 19.55 亿元，主要为权益工具投资。

截至 2020 年底，公司应收账款为 93.79 亿元，较上年底增长 66.28%，主要是本年供应链业务整体规模扩大，相应的应收账款增加所致。账龄分布来看，一年以内的应收账款账面余额的占比为 93.71%，账龄较短；累计计提坏账准备 5.17 亿元，计提比例 5.22%；公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的 30.06%，均非公司的关联企业，集中度尚可。

表 18 截至 2020 年底应收账款期末余额前五单位情况（单位：万元、%）

客户	账面余额	占比
客户一	112568.38	11.38
客户二	94843.67	9.58
客户三	54731.83	5.53
客户四	18334.67	1.85
客户五	17037.00	1.72
合计	297515.54	30.06

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司预付款项为 113.58 亿元，较上年底增长 32.30%，主要是本年供应链业务规模扩大，预付款采购结算量增加所致；其中账龄在一年以内的占 98.51%；期末余额前五大合计占余额的 37.48%，其中对第一名预付款项余额 23.01 亿元，集中度较高。

表 19 截至 2020 年底预付款项期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占比
第一名	230134.01	1 年以内	20.26
第二名	108768.84	1 年以内	9.58
第三名	31990.27	1 年以内	2.82
第四名	29368.01	1 年以内	2.59
第五名	25412.88	1 年以内	2.24
合计	425674.02	--	37.48

注：前五大均非关联方

资料来源：公司提供

公司其他应收款主要包括对房地产项目合作股东的利润预付、对合资公司合作项目运营款的支付及预付拍地保证金等。截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）为 89.96 亿元，较上年底增长 43.81%，主要系支付合资公司合作项目运营款增加及期货保证金增多所致；其中，账龄 1 年以内的占 72.04%，1~2 年的占 12.48%，2~3 年的占 4.54%，3 年以上的占 10.94%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备 5.92 亿元，考虑到其他应收款的性质，计提较充分；前五大其他应收款合计占比 42.97%，集中度较高，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

表 20 截至 2020 年底其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比	性质
第一名	113096.90	1 年以内	11.99	往来款
第二名	99731.75	1 年以内	10.57	关联方往来
第三名	71812.00	1 年以内 66600 万； 1-2 年 5212 万	7.61	关联方往来
第四名	65369.75	1 年以内 1880.34 万； 1-2 年 63489.41 万	6.93	关联方往来

第五名	55350.93	1 年以内	5.87	往来款
合计	405361.34	--	42.97	--

资料来源：公司提供

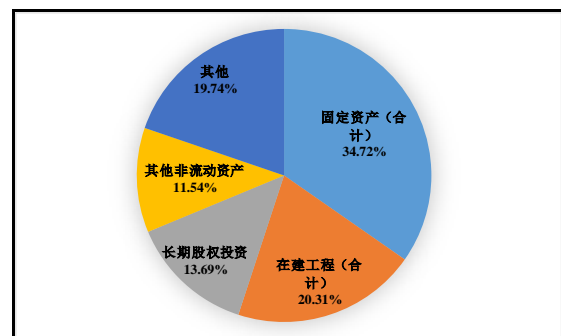
截至 2020 年底，公司存货为 410.98 亿元，较上年底增长 6.47%；公司累计计提存货跌价准备 6.74 亿元，整体计提比例为 1.61%。公司存货的构成项主要是原材料、库存商品和房地产开发成本及产品，2020 年末，上述四项在存货账面余额中的占比分别为 21.07%、50.56%、11.21%和 14.73%，占比合计为 97.56%。

截至 2020 年底，公司其他流动资产 101.65 亿元，较上年底增长 1.08%，主要包括委托贷款 3.91 亿元、贷款业务 45.99 亿元、资产包 20.22 亿元，以及待抵扣税费 18.37 亿元、理财资金 8.06 亿元等。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 569.05 亿元，较上年底增长 12.43%，主要源于固定资产和在建工程的持续投入；非流动资产主要构成包括长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产等。

图 5 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产账面价值 14.30 亿元，较上年底增长 4.01%；其中，可供出售债务工具 3.69 亿元，可供出售权益工具 10.61 亿元（按公允价值计量的为 0.64 亿元；按成本计量的为 9.97 亿元，包括厦门天马显示科技有限公司 3.40 亿元和中国文化产业投资基金二期 4.50 亿元等）。

公司长期应收款主要为融资租赁款。截至

2020 年底，公司长期应收款为 8.55 亿元，较上年底增长 49.03%，其中 1 年内到期的长期应收款 5.13 亿元（计入流动资产）。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 77.88 亿元，较上年底增长 0.64%，包括对合营企业投资 33.67 亿元和对联营企业投资 44.21 亿元等；累计计提减值准备 600.00 万元。公司长期股权投资范围包括物流、房地产、码头等领域的企业。2020 年，公司对长期股权投资权益法下确认的投资收益 5.93 亿元，被投资单位宣告发放现金股利或利润 5.59 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

表 21 截至 2020 年底公司长期股权投资前五大标的
(单位：%、万元)

名称	持股比例	账面价值
苏州象屿地产有限公司	50.00	136422.32
厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	90405.75
厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	73835.61
Crystal Idea Management Limited	50.00	66585.06
江苏象屿投资有限公司	50.00	50785.53
合计	--	418034.26

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 29.59 亿元，较上年底下降 1.62%；构成上包括房屋建筑物 24.08 亿元和土地使用权 5.51 亿元等。公司投资性房地产采用成本模式计量，且主要分布于厦门、上海和昆山，具有一定升值空间。

截至 2020 年底，公司固定资产为 197.58 亿元，较上年底增长 24.29%，主要系绥化玉米深加工项目在建工程剩余部分转固、印尼项目在建工程部分转固所致；公司累计计提折旧 34.60 亿元，计提减值准备 0.15 亿元；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 39.93%）、构筑物及其他设施（占 15.84%）、机器设备（占 39.09%）和运输工具（占 4.57%）等构成。

截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 115.55 亿元，较上年底下降 2.54%。其中，2020 年镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施项目本期增加投入金额为 61.91 亿元，建成转固减少金

额为 32.34 亿元。

表 22 截至 2020 年底公司在建项目主要构成
(单位：亿元)

工程名称	金额	资金来源
镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施	97.48	自筹及融资
安阳象道物流有限公司铁路专用线工程	6.09	自筹
巩义象道物流有限公司铁路专用线工程	2.41	自筹
息烽象道物流有限公司铁路专用线工程	2.27	自筹
大丰年处理 350 万吨铁矿石加工项目	1.13	自筹
合计	109.37	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司无形资产为 35.55 亿元，较上年底增长 18.97%，主要是土地使用权增加导致。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产为 65.69 亿元，较上年底增长 14.22%，主要包括待抵扣进项税 17.38 亿元、资产包 5.76 亿元、贷款业务 7.18 亿元、借款 4.05 亿元和委托贷款 9.64 亿元等。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 1911.95 亿元，较 2020 年底增长 12.45%，主要源于预付款项、其他应收款和存货的增长。公司资产总额中流动资产占 68.35%，非流动资产占 31.65%，以流动资产为主。当期为满足业务发展需要增加商品采购，货币资金和交易性金融资产（含以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）分别下降至 172.58 亿元和 66.54 亿元；同期，应收账款、预付款项和存货大幅增长至 105.81 亿元、182.19 亿元和 513.99 亿元，三项合计占期末流动资产的比例为 61.37%；其他应收款为 111.36 亿元，较上年底增加 21.40 亿元，主要用于房地产非并表合资项目的开发建设往来款、支付合作方合作款项（主要拆借单位见下表）。非流动资产中，根据新金融工具准则，将原可供出售金融资产和其他非流动资产调整列报，公司增加债权投资 36.95 亿元（主要为金象控股债权投资余额），其他非流动金融资产增加 17.14 亿元；其他科

目变动不大。截至 2021 年 3 月底，除通过银行短期理财产品进行流动性管理、提升资金收益外，公司所持变现能力良好的兴业证券、天山铝业、国都证券等股权，对公司偿债能力形成一定支撑。

表 23 截至 2021 年 3 月底公司其他应收款前五大单位
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	性质
公司一	11.75	10.03	往来款
公司二	9.97	8.51	关联往来款
公司三	9.63	8.21	往来款
公司四	7.18	6.13	关联往来款
公司五	5.99	5.11	关联往来款
合计	44.53	37.99	--

注：上述部分为地产项目合作公司

资料来源：公司提供

表 24 截至 2021 年 3 月底公司交易性金融资产和其他非流动金融资产中的主要金融资产明细 (单位: 万股、万元)

证券简称	持有股数	投资成本	市场价值
建发股份	2249.05	18798.52	18937.03
东方盛虹	1749.23	8406.72	24699.13
天山铝业	2183.21	14300.00	19670.69
*ST 安通	241.13	1167.05	1056.14
科思科技	27.36	2000.00	2708.33
兴业证券	7635.70	65031.13	64521.69
神火股份	1092.08	6760.00	10374.80
交易性金融资产小计		116463.42	141967.81
国都证券	3858	7000.00	6095.97
滨海泰达物流	1000	1695.76	310.00
其他非流动资产小计		8695.76	6405.97
合计		125159.18	148373.78

注：截至 2021 年 3 月底，除本部所持象屿股份股权部分用于质押外 (8087.43 万股，市值 5.20 亿元)，公司所持上市公司股权未用于质押

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司因用于抵押而使用受限的资产合计 187.94 亿元，包括各类土地使用权、存货、在建工程、投资性房地产和固定资产等，受限货币资金 36.08 亿元，上述两

项占期末资产总额的 11.72%。用于质押的资产包括：本部所持象屿股份股权 8087.43 万股，市值 5.20 亿元，对应借款金额 1.85 亿元；象道物流以子公司成都青白江象道物流有限公司 100% 股权质押，向银行借款 5490.00 万元；子公司质押应收票据 43975.99 万元，用于开立银行承兑汇票及采购；子公司质押理财及结构性存款 23.66 亿元用于质押借款及开具承兑汇票、国内证等；应收账款及存货质押 8.23 亿元。跟踪期内，公司资产受限规模有所下降，整体受限比例尚可。

3. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，主要来源于少数股东权益、未分配利润和资本公积的增加。公司接受国资委注资增厚实收资本，同时持续上缴国有资本收益及进行现金分红。整体看，公司所有者权益中永续债、未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 475.78 亿元 (含少数股东权益 268.01 亿元)，较上年年底增长 9.24%，主要系源于少数股东权益的增长、未分配利润的累积以及资本公积的增加。2020 年，公司接受厦门市财政局、厦门市国资委拨付资金转增资本公积 4.99 亿元；未分配利润保持稳定增长，2020 年底为 54.11 亿元；其他权益工具较上年年底下降 4.59% 至 111.53 亿元。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 8.55%、资本公积占 10.74%、盈余公积占 1.08%、其他权益工具占 53.68%、未分配利润占 26.04%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 43.67%，少数股东权益占 56.33%。2020 年，公司持续分红，其中本部上缴国有资本收益 2.07 亿元，重要子公司象屿股份分派 2019 年现金股利 5.36 亿元。

⁵ 按 2021 年 3 月 31 日收盘价 6.43 元计算；2021 年 6 月 11 日，象屿股份公告称上述股权已全部解质押。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 486.83 亿元，较 2020 年底增长 2.32%。公司所有者权益较上年底基本保持稳定。

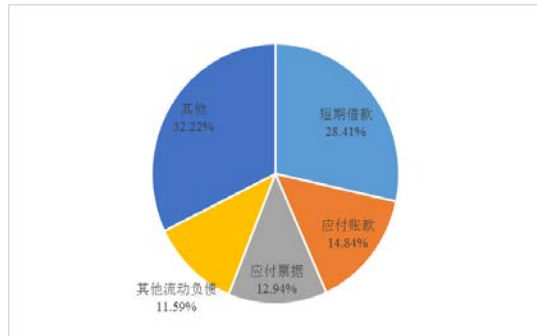
(2) 负债

跟踪期内，随着公司物流供应链业务扩张以及在建工程投入，公司债务规模快速增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重。

截至 2020 年底，公司负债总额为 1224.48 亿元，较上年底增长 27.80%；其中流动负债增长较快。公司负债总额中流动负债占 76.16%，非流动负债占 23.84%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 932.58 亿元，较上年底增长 33.61%，主要系应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和预收款项等构成。

图 6 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司短期借款为 264.94 亿元，较上年底增长 38.91%；构成上包括信用借款 90.54 亿元、保证借款 117.93 亿元和贸易融资借款 53.93 亿元。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据快速增长，截至 2020 年底，公司应付票据为 120.72 亿元，较上年底增长 40.26%，主要为银行承兑汇票。

截至 2020 年底，公司应付账款为 138.37 亿元，较上年底下降 6.16%，其中账龄一年以内的应付账款占 93.68%，整体账龄短。

公司预收款项主要由预收房款和预收货款构成。截至 2020 年底，公司预收款项 28.16 亿元，较上年底下降明显，主要由于会计准则调整，部分物流供应链业务预收货款计入合同负债科目所致；账龄一年以内的预收款项占 93.97%，整体账龄短。截至 2020 年底，公司合同负债为 86.66 亿元，余额前五名占比为 16.31%，集中度较低。

截至 2020 年底，公司其他应付款 94.80 亿元，较上年底增长 40.80%，主要系下属公司收到合作股东投入的合作项目运营款增加所致；构成上主要包括往来款 73.76 亿元、押金及保证金 11.18 亿元等；集中度方面，期末余额前五名的单位合计占其他应付款余额的 48.66%，集中度高。

表 25 截至 2020 年底其他应付款前五大构成
(单位：万元、%)

单位名称	性质	余额	占比
第一名	关联往来款	126019.98	14.33
第二名	关联往来款	100500.00	11.43
第三名	往来款	78803.74	8.96
第四名	关联往来款	73528.00	8.36
第五名	关联往来款	49100.00	5.58
合计	--	427951.72	48.66

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 108.07 亿元，较上年底增长 432.92%，主要包括应付短期债券 79.35 亿元、供应链金融系列资产支持专项计划 15.64 亿元和待转销项税额 10.33 亿元等。

截至 2020 年底，公司一年内到期的流动负债增至 61.65 亿元，较上年底增长 30.16%，主要为即将到期的长期借款、应付债券和长期应付款转入。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 291.90 亿元，较上年底增长 12.22%，主要源于长期借款的增长；构成上主要由长期借款（占 56.51%）和应付债券（占 31.27%）构成。

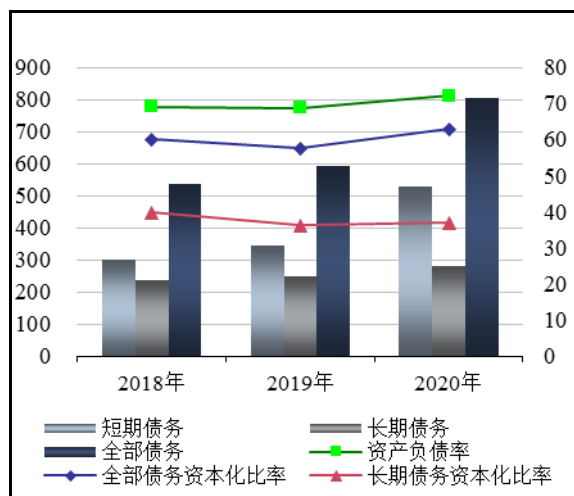
截至 2020 年底，公司长期借款为 164.96

亿元，较上年底增长 27.06%。公司应付债券为 91.27 亿元，较上年底下降 5.88%，主要系发行部分债券即将于一年内到期转入流动负债或到期兑付所致。公司长期应付款为 9.92 亿元，主要为应付融资租赁款；其他非流动负债为 12.40 亿元，主要为不动产抵押资产支持票据获取信托借款，较上年底变化不大。

截至2020年底，公司全部债务合计804.46亿元，较上年底增长35.92%。短期债务占65.42%，长期债务占34.58%，债务构成较上年底变化不大。债务指标方面，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.02%、62.84%和36.90%，较上年底均略有下降。若将计入权益的其他权益工具111.53亿元调入长期债务，则公司全部债务合计915.99亿元，上述三项指标分别为78.58%、71.55%和51.69%，债务负担重。

图7 2018—2020年底公司债务情况

(单位：亿元、%)



资料来源：公司财务报表、联合资信整理

截至2021年3月底，公司负债总额为1425.12亿元，较2020年底增长16.39%，主要是供应链业务规模扩大，营运资金需求增加所致。其中，短期借款和其他流动负债分别增长至330.29亿元和169.09亿元，较上年底分别增加65.34亿元和61.02亿元；非流动负债合计355.30亿元，较上年底增加63.40亿元。截至2021年3月底，公司负债总额中流动负债占75.07%，非

流动负债占24.93%，公司负债以流动负债为主，负债结构变化不大。

截至2021年3月底，公司全部债务为977.62亿元，较2020年底增长21.53%；构成上短期债务占65.84%，长期债务占34.16%，债务结构变化不大。截至2021年3月底，由于债务规模的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增长至74.54%、66.76%和40.69%。若将计入权益的其他权益工具102.53亿元调入长期负债，则公司全部债务合计1080.15亿元，上述三项指标分别为79.90%、73.76%和53.18%，债务负担重。

4. 盈利能力

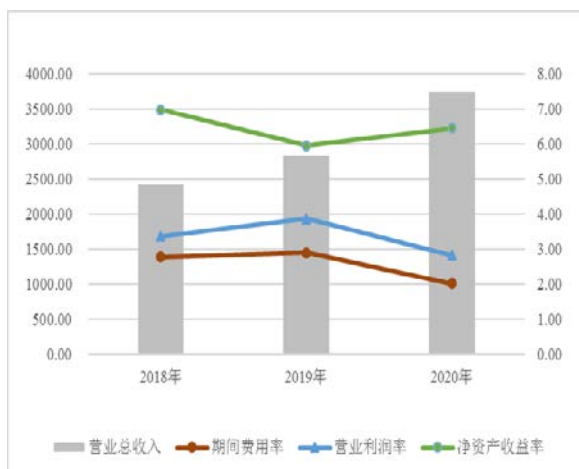
跟踪期内，公司收入和利润规模持续提升，期间费用管控能力良好，净资产收益率同比提升；受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响，资产减值损失和投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。2021年一季度，受益于制造业项目效益逐步释放，公司主业盈利能力同比提升明显。

跟踪期内，随着公司供应链物流业务的扩张，公司营业收入持续增长，2020年，公司实现营业收入3748.35亿元，同比增长31.90%。同期，公司实现营业成本3642.41亿元，同比增长34.07%，增速高于营业收入。2020年，公司营业利润率为2.82%，同比下降1.05个百分点，主要系受新收入准则影响，将商品控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致。

2020年，公司期间费用合计为75.31亿元，同比下降8.32%；期间费用率为2.01%，同比下降0.88个百分点，仍保持在良好水平，公司期间费用控制能力良好。其中，销售费用为27.43亿元，同比下降46.53%；财务费用为32.72亿元（含利息支出28.22亿元），同比增长72.09%，一方面系债务规模扩张导致利息支出同比增长41.34%，另一方面系汇兑费用增长（5.34亿元，

上年同期为0.36亿元)所致。

图8 2018—2020年公司主要盈利数据和指标
(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2020年,公司确认其他收益2.06亿元,同比增长16.60%,主要为直接计入当期损益的政府补助(与收益相关)。

公司供应链业务采取期现结合的策略,使用衍生品对冲大宗商品市场价格波动,资产减值损失、公允价值变动和投资收益等非经常性损益对利润有一定影响。2020年,公司发生资产减值损失及信用减值损失合计8.32亿元,较上年同期的3.86亿元大幅增加,主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失6.22亿元。当期确认公允价值变动收益4.74亿元,较上年(-0.44亿元)显著增长,主要包括以东方盛虹为主的上市公司股票增值(2.30亿元)和衍生金融工具-远期结售汇公允价值变动(1.23亿元)。

公司投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、合作种植、理财收益等。2020年,公司投资收益为8.74亿元,同比增长21.83%,主要包括权益法核算的长期股权投资收益5.93亿元、处置交易性金融资产取得的投资收益-4.71亿元、处置可供出售金融资产和金融资产持有期间的投资收益合计6.10亿元等。受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因

素影响,公司投资收益波动较大,对利润稳定性有一定影响。

从盈利指标看,2020年受新收入准则的影响,公司营业利润率和期间费用率均同比下降;但公司经营效率较高,跟踪期内供应链物流、房地产及类金融业务盈利能力良好,2020年,公司利润总额为38.02亿元,同比增长9.70%。当期公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.60%和6.46%,同比分别提升0.14个百分点和0.51个百分点。

2021年1—3月,公司实现营业收入941.02亿元,同比增长38.19%;营业利润率为3.69%,同比增加1.53个百分点。非经常性损益方面,2021年一季度公司发生资产减值损失和信用减值损失合计3.65亿元,主要系供应链板块部分产品期末时点市场价格低于采购价格,以及部分商品受进口政策影响预计产生销售亏损,计提存货跌价损失所致。公司当期实现利润总额14.42亿元,同比增长181.73%,主要系制造业项目效益逐步释放带动。

5. 现金流及保障

2018—2020年,公司优化结算方式,加速资金回笼,经营活动保持现金净流入,但季度性波动明显,2021年一季度转为净流出。跟踪期内,公司经营性净现金流无法覆盖投资性现金流净流出,对融资活动现金流入依赖大。

表26 近年来公司现金流情况(单位:亿元)

项目		2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动	流入	2851.20	3256.55	4448.36	1192.61
	流出	2815.99	3223.03	4415.41	1359.85
	净额	35.20	33.52	32.95	-167.24
投资活动	流入	195.37	183.09	351.63	113.04
	流出	282.53	310.30	451.93	132.97
	净额	-87.16	-127.21	-100.30	-19.94
筹资活动	流入	691.73	1056.12	1456.86	452.29
	流出	597.69	996.87	1317.74	282.98
	净额	94.04	59.25	139.13	169.32
现金及现金等价物净增加额		43.63	-34.43	69.96	-17.69

资料来源:公司审计报告

经营活动方面，随着业务规模扩张，2020年，公司经营活动现金流入为4448.36亿元，同比增长36.60%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为4102.50亿元，同比增长33.74%。公司经营活动现金流出为4415.41亿元，同比增长37.00%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为3971.62亿元，同比增长33.58%。从收入实现质量看，2020年，公司现金收入比为109.45%，现金收入质量保持在良好水平。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金、工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2020年分别为335.12亿元和395.05亿元。跟踪期内，公司优化供应链业务结算方式，较多使用票据支付货款，且供应链业务加速资金回笼，带动经营活动现金流保持正流入。2018—2020年，公司经营活动现金净流量分别为35.20亿元、33.52亿元和32.95亿元。

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入为351.63亿元，同比增长92.05%；其中，收回投资收到的现金为338.58亿元，公司保持较大的对外投资规模，包括套保期货保证金支出，对物流、房地产、制造业、码头等行业股权投资、购买理财等，2020年，公司投资活动现金流出为451.93亿元，同比增长45.64%，包括购建固定资产、无形资产等支付的现金84.75亿元和投资支付的现金365.67亿元，主要是增加工厂工程及设备投资、支付项目合作款项及为提高资金使用效率，购买短期理财产品所致。2020年，投资活动产生的现金流量净额为-100.30亿元，净流出规模同比下降21.15%。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入为1456.86亿元，同比增长37.94%。其中，取得借款收到的现金为1314.19亿元；吸收投资收到的现金为120.19亿元，主要来源于象屿地产、象屿股份及其他下属公司成立合资公司的少数股东出资收到的现金。2020年，公司筹资活动现金流出为1317.74亿元，同比增长32.19%，其中偿还债务支付的现金为1177.04亿元。2020年，公司筹资活动产生的现金流量

净额为139.13亿元，同比增长134.80%。

2021年1—3月，公司经营活动现金净流量为-167.24亿元，净流出规模较上年同期（-181.15亿元）有所收窄；投资活动现金净流量为-19.94亿元，净流出规模较上年同期（-9.30亿元）有所扩张；筹资活动方面，当期以借款为主的现金流入规模较大，筹资活动现金净流量为169.32亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司流动负债规模上升较快，现金类资产对短期债务保障能力偏弱，有一定短期偿债压力，但考虑到公司经营效率较高，直接及间接融资渠道畅通，且作为国资委直属企业持续接受政府注资，政府支持力度强，整体来看，公司偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2020年底，公司流动比率为121.30%，同比减少5.85个百分点。2020年底，公司速动比率为77.23%，同比增加5.38个百分点。2020年，公司经营性现金流动负债比率为3.53%，同比减少1.27个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比⁶为0.55倍，较上年底略有提升。从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为54.57亿元、64.55亿元和79.72亿元；2018—2020年底，公司EBITDA利息倍数分别为2.34倍、2.74倍和2.50倍；2018—2020年底，公司全部债务/EBITDA倍数分别为9.84倍、9.17倍和10.09倍。

截至2021年3月底，公司共获各大银行等金融机构授信额度1734.02亿元，其中未使用的授信额度为810.60亿元，间接融资渠道畅通。公司下属子公司象屿股份为A股上市公司，直接融资便利。

截至2021年3月底，公司对外担保余额为22.88亿元。其中，子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额4.05亿元，象屿地产的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保

⁶ 现金短期债务比指标在计算时不剔除使用受限的货币资金。

16.98 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 1.85 亿元。公司对合并范围内子公司提供 235.66 亿元；跟踪期内，上述被担保子公司生产经营正常，已到期担保事项均正常兑付。

截至 2021 年 3 月底，公司及下属子公司涉及未决诉讼 96 起，标的金额合计 29.72 亿元。其中，涉及标的金额 5000 万元以上的未决诉讼（仲裁）共 16 起，标的金额合计 20.58 亿元，公司均为原告（或起诉方、申请方）。截至 2021 年 3 月底，上述未决诉讼涉及应收账款、其他应收款、其他流动资产、债权投资等资产余额合计 19.28 亿元，公司（合并）针对上述未决诉讼已累计计提坏账准备 6.12 亿元，未计提部分占公司期末净资产的 2.70%。

7. 母公司财务分析

母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。母公司权益中包含较大规模的其他权益工具，货币资金余额偏低，整体债务负担很重，对再融资依赖程度高。跟踪期内，厦门市国资委拨付 4.99 亿元增厚母公司权益，同期母公司增加较大规模的金融资产储备，资产质量和流动性有所提升；所持金融资产的处置和公允价值变动收益大幅增长，使得利润总额同比提升。集团本部通过资金统筹管理调度机制使得资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

截至 2020 年底，母公司资产总额 375.30 亿元，流动资产占 45.23%，非流动资产占 54.77%；流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和其他应收构成，分别为 3.74 亿元、13.24 亿元和 149.89 亿元（合并层面其他应收款及应收利息合计为 89.96 亿元。其他应收款期末余额前五大全部为合并范围内关联方往来款 90.41 亿元（详见下表）；非流动资产中可供出售金融资产和长期股权投资分别为 44.18 亿元和 150.55 亿元（其中对子公司投资 143.01 亿元，

对联营合营企业投资 8.21 亿元，计提减值准备 0.68 亿元），其中，可供出售金融资产较上年底大幅增加，主要系通过通道给子公司借款增加以及购买理财所致。

表 27 截至 2020 年底母公司其他应收款前五大构成
(单位: 亿元、%)

单位全称	余额	占比	期限
深圳象屿商业保理有限责任公司	21.74	14.52	1 年内
厦门象屿金象控股集团有限公司	18.37	12.26	1 年内
上海象屿置业有限公司	17.90	11.95	1 年内
象屿地产集团有限公司	16.76	11.19	1 年内
上海云间房地产开发有限公司	15.64	10.44	1 年内
合计	90.41	60.36	--

注：上述前五大单位均为公司合并范围内关联方，其中上海云间房地产开发有限公司为象屿地产通过上海象屿置业有限公司间接持有的子公司（持股 95%）

资料来源：公司提供

母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。集团本部对非上市板块采用资金归集管理，可以较为灵活的调配使用下属运营实体非受限货币资金余额，且通过直接持有或单体公司代持形式持有有一定规模股票等金融资产和理财产品。通过上述资金统筹管理调度机制，集团本部资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

截至 2020 年底，母公司负债合计 241.10 亿元，流动负债占 75.48%，非流动负债占 24.52%；流动负债中短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为 64.55 亿元、40.66 亿元和 64.26 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 24.11 亿元和 34.38 亿元。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 64.24%，有息债务合计 227.70 亿元，其中短期债务 169.21 亿元。考虑到公司所有者权益中包含其他权益工具 111.53 亿元，若将其调整入债务计算，则母公司全部债务合计 339.23 亿元，资产负债率为 93.96%，债务负担很重。

所有者权益方面，截至 2020 年底，母公

司权益合计 134.19 亿元，其中实收资本 17.76 亿元，其他权益工具（全部为永续债）111.53 亿元，未分配利润为 -8.28 亿元，较上年底（-6.13 亿元）亏损规模略有扩大，原因系当年上缴国有资本收益及其他权益工具付息所致；厦门市国资委拨付资金 4.99 亿元计入资本公积，母公司资本公积增至 10.78 亿元。母公司权益构成中其他权益工具规模很大，权益稳定性偏弱。

盈利能力方面，2020 年，母公司实现营业收入 0.76 亿元，财务费用合计 0.42 亿元（利息支出和利息收入分别为 7.47 亿元和 7.11 亿元）；产生投资收益 7.73 亿元（其中对成本法核算的长期股权投资确认投资收益 2.91 亿元，处置股票、理财等可供出售金融资产实现收益 4.62 亿元），实现公允价值变动收益 2.30 亿元（主要为股票类资管计划公允价值变动 2.10 亿元）。当期母公司投资相关收益同比大幅提升，使得利润总额较上年同期（0.76 亿元）大幅增长，为 8.26 亿元。

现金流方面，母公司经营活动产生的现金流入和流出以资金拆借往来产生的收到和支付其他与经营活动有关的现金为主，2020 年经营活动产生的现金流量净额为 -8.28 亿元；投资活动产生的现金净流入 -59.97 亿元；筹资活动现金净流入 66.62 亿元。截至 2020 年底，母公司期末现金及现金等价物余额 3.74 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司回收部分应收款项，现金类资产大幅增至 64.87 亿元（含货币资金 42.85 亿元和交易性金融资产 22.02 亿元），增加其他非流动金融资产 51.27 亿元（主要为上年底可供出售金融资产调整计入），金融资产储备规模提升。截至 2021 年 3 月底，母公司全部债务较上年底增长 12.27%，合计 255.63 亿元；资产负债率和全部债务资本化比率分别增至 67.57% 和 66.72%。

十、存续期内债券偿还能力

公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强；经营活动现金流入量对存续期债券余额的保障能力强。

截至 2021 年 3 月底，公司本部存续期债券余额合计 253.05 亿元，一年内到期（含回售行权）的债券余额为 141.00 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产 226.32 亿元，为一年内到期债券余额的 1.61 倍；2020 年，公司经营活动现金流入量 4448.36 亿元，为公司存续期债券余额的 17.58 倍，公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强；公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续期债券的保障能力较弱。

表 28 截至 2021 年 3 月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	141.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.61
经营活动现金流入量/应付债券余额	17.58
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.13
EBITDA/应付债券余额	0.32

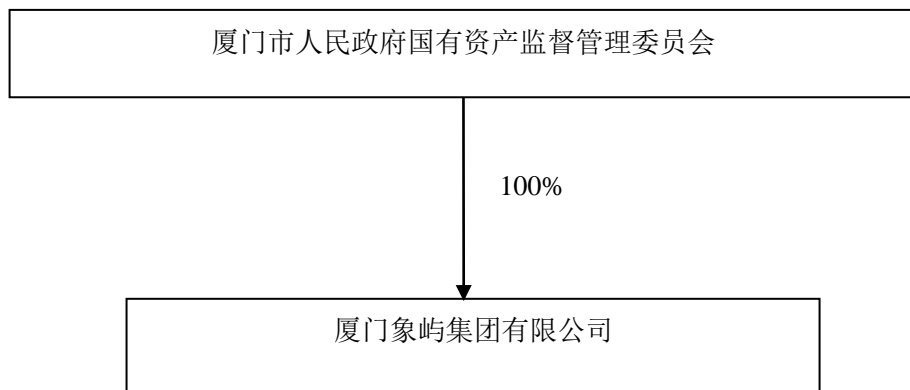
注：现金类资产使用最新一期（2021 年 3 月底）数据，剔除使用受限部分

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 象屿 MTN002”“17 象屿 MTN003”“17 象屿 MTN004”和“18 象屿 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内二级子公司

序号	企业名称	业务性质	合计持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	厦门象屿鹭兴资产管理有限公司	资产管理	100.00	10868.91
2	香港象屿投资有限公司	投资	100.00	USD1000
3	厦门象屿金象控股集团有限公司	金融	100.00	438000.00
4	厦门象屿支付有限公司	软件开发	100.00	10000.00
5	厦门象屿发展有限公司	开发、服务	100.00	40705.00
6	象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00	318155.86
7	厦门象屿股份有限公司	大宗商品采购供应及综合物流	53.44	215745.41
8	厦门象屿云创投资有限责任公司	投资	100.00	1049.92
9	黑龙江金象生化有限责任公司	生产制造	59.12	170000.00
10	厦门象屿兴泓科技发展有限公司	生产制造	51.00	32000.00
11	厦门象屿创业投资管理有限公司	投资	100.00	83000.00
12	厦门象盛镍业有限公司	贸易	51.00	410000.00
13	厦门象宏投资有限公司	投资、企业管理	100.00	100.00
14	厦门象屿建设集团有限责任公司	投资、企业管理	100.00	52000.00
15	厦门市象屿创盛投资合伙企业（有限合伙）	投资	85.00	2000.00
16	香港象屿采颐有限公司	贸易	100.00	USD1000
17	厦门铁路物流投资有限责任公司	土地一级开发	100.00	36000.00
18	厦门象屿鑫城开发有限责任公司	房地产开发	100.00	2000.00
19	厦门象屿智慧供应链有限公司	物流	100.00	100000.00
20	厦门象财投资合伙企业（有限合伙）	投资	100.00	1000.00
21	厦门象煜投资合伙企业（有限合伙）	投资	100.00	1000.00
22	厦门象盛投资合伙企业（有限合伙）	投资	100.00	250100.00
23	厦门象彩投资合伙企业（有限合伙）	投资	100.00	214500.00
24	福建象屿壳牌石油有限责任公司	贸易	51.00	120000.00
25	象佳兴投资咨询有限公司	投资	100.00	USD1
26	厦门象屿商业地产开发有限公司	房地产开发	100.00	20000.00

资料来源：公司提供

附件 2 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	138.21	133.15	251.66	226.32
资产总额(亿元)	1159.74	1393.67	1700.25	1911.95
所有者权益(亿元)	358.66	435.55	475.78	486.83
短期债务(亿元)	301.36	344.16	526.31	643.68
长期债务(亿元)	235.68	247.71	278.15	333.94
全部债务(亿元)	537.03	591.88	804.46	977.62
营业收入(亿元)	2414.61	2841.82	3748.35	941.02
利润总额(亿元)	30.15	34.66	38.02	14.42
EBITDA(亿元)	54.57	64.55	79.72	/
经营性净现金流(亿元)	35.20	33.52	32.95	-167.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	49.06	38.11	37.33	/
存货周转次数(次)	6.83	7.20	9.14	/
总资产周转次数(次)	2.33	2.23	2.42	/
现金收入比(%)	113.07	107.94	109.45	114.89
营业利润率(%)	3.37	3.87	2.82	3.69
总资本收益率(%)	4.67	4.46	4.60	/
净资产收益率(%)	6.99	5.95	6.46	/
长期债务资本化比率(%)	39.65	36.25	36.89	40.69
全部债务资本化比率(%)	59.96	57.61	62.84	66.76
资产负债率(%)	69.07	68.75	72.02	74.54
流动比率(%)	139.27	127.15	121.30	122.15
速动比率(%)	72.61	71.85	77.23	74.10
经营现金流动负债比(%)	6.37	4.80	3.53	/
现金短期债务比(倍)	0.54	0.51	0.55	0.41
EBITDA 利息倍数(倍)	2.34	2.74	2.50	/
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.17	10.09	/

注：2021 年一季度财务数据未经审计，相关数据未年化；现金类资产中已剔除受限货币资金，合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务和全部债务；2018—2021 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 93.00 亿元、116.90 亿元、111.53 亿元和 102.53 亿元

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标 (母公司/公司本部)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.54	5.37	16.98	64.87
资产总额(亿元)	301.17	290.96	375.30	393.28
所有者权益(亿元)	116.89	136.07	134.19	127.52
短期债务(亿元)	86.45	82.47	169.21	167.58
长期债务(亿元)	89.40	61.05	58.49	88.05
全部债务(亿元)	175.86	143.52	227.70	255.63
营业收入(亿元)	0.33	0.30	0.76	0.04
利润总额(亿元)	3.47	0.76	8.26	2.08
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	2.16	-0.36	-8.28	0.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	928.50	141.32	412.35	/
存货周转次数	/	/	/	/
总资产周转次数	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比(%)	98.22	90.35	31.58	94.92
营业利润率(%)	12.54	-32.03	59.34	-113.31
总资本收益率(%)	3.89	2.86	4.19	/
净资产收益率(%)	2.97	0.56	5.72	/
长期债务资本化比率(%)	43.34	30.97	30.36	40.85
全部债务资本化比率(%)	60.07	51.33	62.92	66.72
资产负债率(%)	61.19	53.23	64.24	67.57
流动比率(%)	155.76	143.78	93.28	97.60
速动比率(%)	155.76	143.78	93.28	97.60
经营现金流流动负债比(%)	2.27	-0.38	-4.55	/
现金短期债务比(倍)	0.13	0.07	0.10	0.39
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2021 年一季度财务数据未经审计，相关数据未年化；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标；2018—2021 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 93.00 亿元、116.90 亿元、111.53 亿元和 102.53 亿元

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

附件 4 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%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。