

信用评级公告

联合〔2022〕5443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”和“17 象屿 MTN004”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

二〇二二年六月二十七日

厦门象屿集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	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

跟踪评级债项概况：

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

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；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：2022 年 6 月 27 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

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	
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

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，跟踪期内持续获得财政拨款增厚权益，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综合竞争优势。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”）在多年的供应链管理与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，跟踪期内核心品类业务量稳定增长，收入规模逐步扩大，综合服务能力不断增强；公司印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目产能效益稳步释放，在建项目投资压力减轻。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存在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。

未来，随着公司供应链物流业务模式逐步完善，印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目以及农产品深加工项目产能陆续释放，公司供应链物流及房地产、类金融等相关多元化产业间的协同效应、规模效应和叠加效应有望进一步释放，公司综合竞争力有望巩固。

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”和“17 象屿 MTN004”的信用等级为 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

分析师：刘丙江 闫力
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

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，近年来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年获财政拨款合计8.80亿元。2022年，公司获批增加港口航运建设和发展功能，将继续获得政府进一步资产注入。

2. **重点项目产能效益充分释放，成为公司新的收入和利润增长点。**跟踪期内，公司250万吨不锈钢一体化冶炼项目资本支出压力减轻；2021年，项目公司实现收入166.72亿元，净利润20.30亿元。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。
3. **跟踪期内现金类资产规模较大，未使用授信规模较充裕。**截至2022年3月底，公司剔除受限后的现金类资产余额为292.67亿元，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1970.31亿元，其中未使用的授信额度为738.71亿元，间接融资渠道畅通。公司下属子公司厦门象屿为A股上市公司，直接融资便利。

关注

1. **经营活动现金流季节性波动大。**随着供应链业务规模扩张及房地产业务投入，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. **跟踪期内，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2022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74.05%、67.15%和40.85%，公司债务负担重。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。此外，母公司债务负担很重，现金类资产余额较低，截至2022年3月底现金短期债务比为0.32倍，对短期债务的保障能力不足。
3. **非经常性损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对利润稳定性有一定影响。
4. **公司房地产在建项目尚需投资，存在一定资金压力，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，公司房地产业务未来去化情况有待关注。**因2018年至2020年期间公司只新增极少量土地储备，致

使 2021 年房屋竣工面积同比大幅下降，同时为了房地产业务良性发展，公司 2021 年新增土地储备面积有所提升；截至 2022 年 3 月底，公司在建房地产项目尚需公司投资约 140 亿元，存在一定资金支出压力。

5. **类金融业务中部分委托贷款及保理业务已出现逾期，存在资金回收风险。**公司类金融业务中部分委托贷款及保理业务已出现逾期，截至 2022 年 3 月底，类金融业务逾期本金合计 9.86 亿元，累计计提减值准备 4.61 亿元，减值充分度提升，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。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	135.39	253.13	277.48	292.67
资产总额（亿元）	1393.67	1700.25	2098.40	2581.86
所有者权益（亿元）	435.55	475.78	628.53	670.08
短期债务（亿元）	344.16	526.31	601.91	906.89
长期债务（亿元）	247.71	278.18	368.89	462.77
全部债务（亿元）	591.88	804.49	970.80	1369.66
营业收入（亿元）	2841.82	3748.35	4843.83	1181.37
利润总额（亿元）	34.66	38.02	71.60	15.54
EBITDA（亿元）	64.55	79.72	122.69	--
经营性净现金流（亿元）	33.52	32.95	28.66	-288.02
营业利润率（%）	3.87	2.82	3.24	3.66
净资产收益率（%）	5.95	6.46	9.24	--
资产负债率（%）	68.75	72.02	70.05	74.05
全部债务资本化比率（%）	57.61	62.84	60.70	67.15
流动比率（%）	127.15	121.30	129.69	128.28
经营现金流动负债比（%）	4.80	3.53	2.64	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.48	0.46	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.50	3.28	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.17	10.09	7.91	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	290.96	375.30	418.31	534.00
所有者权益（亿元）	136.07	134.19	87.46	92.59
全部债务（亿元）	123.52	163.70	247.44	307.75
营业收入（亿元）	0.30	0.76	0.22	0.06
利润总额（亿元）	0.76	8.26	1.92	-0.83
资产负债率（%）	53.23	64.24	79.09	82.66
全部债务资本化比率（%）	47.58	54.95	73.89	76.87
流动比率（%）	143.78	93.29	103.67	114.54
经营现金流动负债比（%）	-0.38	-4.55	2.34	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计，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；2019-2022 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 116.90 亿元、111.53 亿元、60.30 亿元和 55.30 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	AAA	AAA	稳定	2021/6/18	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
17 象屿 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/9/4	刘嘉敏 郭察理 徐琛 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 徐琛 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 徐琛 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编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受厦门象屿集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

厦门象屿集团有限公司

2022 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。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 年获财政拨款合计 8.80 亿元(计入资本公积)。截至 2022 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”)。

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“厦门象屿”,证券简称“厦门象屿”,证券代码:“600057.SH”)成功借壳“ST 夏新”在上海证券交易所上市。截至 2022 年 3 月底,公司对厦门象屿直接及间接持股比例合计 53.44%,无质押。

公司主营业务范围以物流供应链为主业,辅以房地产开发及其他业务。

截至 2022 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 年底,公司合并资产总额 2098.40 亿元,所有者权益合计 628.53 亿元(含少数股东权益 439.97 亿元);2021 年,公司实现营业收入 4843.83 亿元,利润总额 71.60 亿元。

截至 2022 年 3 月底,公司合并资产总额 2581.86 亿元,所有者权益合计 670.08 亿元(含少数股东权益 471.20 亿元);2022 年 1-3 月,公司实现营业收入 1181.37 亿元,利润总额 15.54 亿元。

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

三、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公开发行存续债券见表 1,募集资金均已按计划用途使用完毕。跟踪期内,公司正常付息。

表 1 公司存续期内债券情况(单位:亿元)

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
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

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

1. 普通优先债券

基于表 1,截至 2022 年 3 月底,公司存续期普通优先债券(公开发行)包括“17 象屿 MTN002”和“17 象屿 MTN004”,合计金额 12.50 亿元。

2. 永续债

基于表 1，截至 2022 年 3 月底，公司存续期永续债包括“17 象屿 MTN003”15.00 亿元，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，2019—2021 年分别上缴国有资本收益 28569.98 万元（含补缴 2017 年国有资本收益 832.98 万元）、20702 万元和 28425.17 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。

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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%；为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，宏观分析中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70

基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，

调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

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。

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 年底，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。2021年，国际大宗商品价格呈先涨后跌走势，前10个月持续上涨，个别产品价格创出历史新高，10月底开始震荡回落，总体水平比上年明显上涨。2022年一季度，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

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

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，疫情形势好转后全球需求复苏，但海运物流不畅、交付延误导致客户弃货，物流成本持续攀升侵蚀相关出口企业利润。2021年，中国物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势。

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年中国社会物流总额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。

2020年下半年以来，随着航运需求不断上升，全球海运面临运力不足，尤其是出现集装箱空箱不足、周转率下降的现象，海运运价和运输成本大幅上涨。由于疫情形势有所好转，因船舶集中到港、提货缓慢导致港口集装箱数量增加，港口作业过载现象也十分普遍，这些也直接增加了货物仓储成本，并可能导致一些易腐或保质期短的货品面临更多的威胁。

港口拥堵、出港陆运延误导致货物交付延迟、运费居高不下甚至出运困难，交付延误将导致目的港弃货可能性直线上升。集装箱运费攀升，最受冲击的是低附加值的商品，因为利润空间小，这些商品无法承受过高的运价，导致很多海外买家暂停下单，并把一些低货值的商品订单进行延期或者拒绝收货。同时船公司运费和附加费继续上涨，物流成本继续侵蚀相关出口企业利润。

2021年，中国社会物流总额335.2万亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，两年年均增长6.2%，增速恢复至正常年份平均水平，物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势，社会物流总费用与GDP的比率稳中有降，“十四五”实现良好开局。

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位。2021年，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

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，对在建设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。

房地产投资开发方面，2021年，全国房地产开发投资完成额14.76万亿元，累计同比增长4.4%，增速较2020年减少2.6个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额11.12万亿元，累计同比增长6.4%；办公楼完成投资额0.60万亿元，累计同比下降8.0%；商业营业用房完成投资额1.24万亿元，累计同比下降4.8%。

施工方面，2021年，房地产开发企业房屋施工面积975387万平方米，比上年增长5.2%。其中，住宅施工面积690319万平方米，增长5.3%。房屋新开工面积198895万平方米，下降11.4%。其中，住宅新开工面积146379万平方米，下降10.9%。房屋竣工面积101412万平方米，增长11.2%。其中，住宅竣工面积73016万平方米，增长10.8%。

从销售情况来看，2021年，商品房销售面积179433万平方米，比上年增长1.9%；比2019年增长4.6%，两年平均增长2.3%。其中，住宅销售面积比上年增长1.1%，办公楼销售面积增长1.2%，商业营业用房销售面积下降

2.6%。商品房销售额181930亿元，增长4.8%；比2019年增长13.9%，两年平均增长6.7%。其中，住宅销售额比上年增长5.3%，办公楼销售额下降6.9%，商业营业用房销售额下降2.0%。

(2) 土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位。2021年，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

土地市场方面，2021年，房地产开发企业土地购置面积21590万平方米，比上年下降15.5%；土地成交价款17756亿元，增长2.8%。

从资金来源上看，2021年，房地产开发企业到位资金201132亿元，比上年增长4.2%；比2019年增长12.6%，两年平均增长6.1%。其中，国内贷款23296亿元，比上年下降12.7%；利用外资107亿元，下降44.1%；自筹资金65428亿元，增长3.2%；定金及预收款73946亿元，增长11.1%；个人按揭贷款32388亿元，增长8.0%。

从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占36.76%）、自筹资金（32.53%）、个人按揭（占16.10%）和国内贷款（11.58%）为主，融资渠道收紧下，房地产开发企业资金对销售回款依赖继续加强。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76

个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2021年作为“十四五”规划的开局之年，房地产行业依旧延续“房住不炒、因城施策”的政策主基调，政策持续高压；9月底以来中央连续释放楼市维稳信号，结构性宽信用信号有所释放。

2021年以来，房地产市场延续去年底热度，针对个别城市出现余热不降的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。资金调控方面，上半年政策以严打经营贷为主，调升房贷利率为辅，信贷资金管控全面趋紧；监管覆盖范围不断扩大，监管对象扩展到非银行类金融机构。房地产贷款对中国金融体系的影响不可小觑，为减弱对房地产贷款的依赖度和集中度，各地均对贷款比例进行了限制，热点城市房贷利率频繁调整。

下半年开始，政府加大了对按揭贷款发放的管控力度，银行按揭发放周期延长，此外政府也加大了对预售资金的监管力度，房企可动用资金承压。地产行业整体销售降幅明显，可动用资金的减少加快了行业信用风险事件的发生。9月以来，中央连续释放楼市维稳信号，这主要同部分地区楼市出现非理性断崖式下滑、部分房企生存压力加剧等有关，房企资金压力有所缓解。9月，房地产金融工作座谈会上强调，金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。11月，国务院副总理刘鹤提出要因城施策、分类指导，顺应居民高品质住房需求，更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。

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，2021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《2021年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2021年厦门地区生产总值（GDP）7033.89亿元，按可比价格计算，比上年增长8.1%。其中，第一产业增加值29.06亿元，增长5.3%；第二产业增加值2882.89亿元，增长6.7%；第三产业增加值4121.94亿元，增长9.0%。三次产业结构为0.4：41.0：58.6。

内贸方面，2021年厦门市社会消费品零售总额2584.07亿元，比上年增长12.7%。按消费形态分，商品零售2313.56亿元，增长12.0%；餐饮收入270.51亿元，增长18.6%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值8876.52亿元，比上年增长27.7%，其中，出口4307.30亿元，增长20.6%；进口4569.22亿元，增长35.3%。

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。2021年，厦门市进入全国营商环境排名的前十位，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2022年3月底，公司注册资本和实收资本均为17.76亿元。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

公司作为以供应链为主业，多元化经营房地产、类金融及其他等业务的厦门市大型国有独资企业之一，在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面具备极强的综合竞争优势。

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，公司已形成供应链全产业链（含供应链延伸制造业）、房地产、类金融及其他等业务板块。

公司供应链全产业链业务运营主体为下属上市公司厦门象屿。厦门象屿基于“立足供应链，服务产业链，创造价值链”的经营理念，通过整合“商流、物流、资金流、信息流”打造“四流合一”的一体化流通服务平台，通过产业运营和资本运作，沿着产业链上下游不断拓展产品经营业务，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了很强的供应链服务能力。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。行业地位方面，厦门象屿位列 2021 年《福布斯》全球上市公司 2000 强第 1504 位；位列《财富》中国 500 强第 32 位；全国仓储企业 100 强第 3 位，是国家 5A 级物流企业；入选全国首批供应链创新与应用示范企业、中国物流优秀服务商。

公司房地产业务主营商品房销售，并持续发展持有型商业物业、长租公寓、象屿物业等业务，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”），所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、海西等地，以一二线城市为主，产品立足于刚需。2021 年，象屿地产净利润同比下降是因为 2021 年结转项目利润较薄，同时 2021 年新增土储较多，各项费用持续上升，而新项目尚未能实现盈利导致。

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。2021 年，金象控股净利润同比下降，主要是由于信用减值损失 2.47 亿元，主要为对涉诉项目的计提减值准备，减值计提情况更为审慎充分。

公司制造业板块经营主体为 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）和黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）。其中 OSS 公司为印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目公司，该项目于 2020 年开始逐步建成投产，并已于 2021 年底基本完工，未来产能充分释放后有望成为公司新的利润增长点。

表 4 公司核心业务运营主体 2021 年和 2022 年 1-3 月财务数据

公司全称	业务性质	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	2021 年 (亿元)				2022 年 1-3 月 (亿元)			
				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	958.34	313.30	4625.16	27.20	1252.55	325.84	1138.64	6.97
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00	31.82	425.28	149.57	71.38	0.93	511.70	163.01	7.42	-0.90
厦门象屿金象控股集团有限公司	类金融	100.00	43.80	181.54	74.16	15.02	5.33	207.54	78.10	4.90	2.09
黑龙江金象生化有限责任公司	生产制造	59.12	17.00	137.42	16.17	103.83	0.26	135.49	16.32	25.20	0.11
PT Obsidian Stainless Steel	生产制造	51.00	83000.00	308.94	61.37	166.72	20.30	321.28	65.15	50.70	4.04

注：OSS 公司注册资本数据单位为卢比

资料来源：公司提供

3. 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（统一社会信用代码：9135020026015919XW），截至 2022 年 5 月 13 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 13 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构、主要管理制度未发生变化。

2022 年 2 月，公司总裁陈方因年龄原因更换为邓启东。

邓启东先生，51 岁，研究生学历，现任象屿集团党委副书记、总裁、董事，厦门象屿党委书记、董事长；厦门象屿物流集团有限责任公司董事长，历任厦门象屿集团有限公司贸易中心副总经理、贸易中心常务副总经理、厦门象屿集团有限公司总裁助理兼贸易中心总经理、厦门象屿物流集团有限责任公司总经理、厦门象屿总经理。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以供应链全产业链（含供应链及延伸制造业）为主业，辅以房地产开发及其他业务。跟踪期内，以厦门象屿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，以玉米深加工及不锈钢生产等制造业收入对主业业绩形成良好支撑，带动整体收入和利润规模有所提升。

2021 年，公司实现营业收入 4843.83 亿元，同比增长 29.23%。从收入构成来看，供应链全产业链板块为公司收入占比最大的业务板块，近三年占比均超过 90%。2021 年，公司实现供应链全产业链收入 4743.38 亿元，同比增长 29.84%，主要系公司持续夯实供应链综合能力，深化供应链综合服务，核心品类业务量增加以及玉米深加工和不锈钢生产为主的制造业产能释放综合所致。房地产业务 2021 年收入同比变化不大。类金融和其他板块在收入中占比很小。

从毛利率来看，2021 年，公司毛利率为 3.34%，同比上升 0.51 个百分点。其中，供应链全产业链板块毛利率同比略有回升；房地产业务毛利率同比下降 6.09 个百分点至 7.45%，主要是由于当期结算项目土地成本较高所致；类金融和其他业务毛利率变化不大。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1181.37 亿元，同比增长 25.54%，收入结构变化不大；综合毛利率为 3.75%，同比变化不大。

表 5 近年来公司营业收入构成及毛利润情况

业务种类	2019 年				2020 年			
	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)
供应链全产业链	2764.77	97.29	90.95	3.29	3653.30	97.46	83.76	2.29
房地产	64.58	2.27	26.95	41.74	71.33	1.90	9.66	13.54
类金融	6.61	0.23	6.30	95.37	12.65	0.34	12.04	95.17

其他	5.85	0.21	0.70	12.04	11.08	0.30	0.48	4.32
合计	2841.82	100.00	124.92	4.40	3748.35	100.00	105.94	2.83
业务种类	2021年				2022年1-3月			
	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)
供应链全产业链	4743.38	97.93	141.27	2.98	1165.37	98.65	38.73	3.32
房地产	71.38	1.47	5.32	7.45	7.42	0.63	0.68	9.23
类金融	15.02	0.31	14.23	94.72	4.90	0.41	4.58	93.41
其他	14.04	0.29	0.96	6.84	3.67	0.31	0.26	7.04
合计	4843.83	100.00	161.78	3.34	1181.37	100.00	44.25	3.75

注：其他业务主要包括民生供应链、区域开发建设
资料来源：公司提供

2. 供应链全产业链

跟踪期内，公司基于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，带动供应链全产业链收入快速增长。供应链延伸制造业方面，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。

公司供应链全产业链业务主要由大宗商品经营与物流服务、印尼镍钴冶炼和玉米深加工等组成。

(1) 大宗商品经营与物流服务

大宗商品经营与物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为厦门象屿及其下属子公司，服务对象主要是制造业企业客户和贸易商客户，其中，制造业企业服务量占比已达50%以上。大宗商品经营及物流服务主要依托平台化优势和智能化信息科技体系等，为客户提供物流配送、代理采销、信息咨询和供应链金融等全产业链服务。

公司大宗商品经营业务盈利来源为“以服务收益为主，兼具金融收益和交易收益”，并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。

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。

表6 公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况

商品类别	2019年		2020年		2021年		2022年1-3月	
	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
能源化工	676.25	25.63	760.46	21.71	1089.87	24.28	290.57	26.35
金属矿产	1699.85	64.42	2325.08	66.38	2927.89	65.23	713.96	64.74
农产品	233.07	8.83	397.38	11.34	439.88	9.80	77.17	7.00
其他	29.38	1.11	19.99	0.57	30.93	0.69	21.07	1.91
合计	2638.55	100.00	3502.91	100.00	4488.57	100.00	1102.77	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。由于定购量相对较大,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。2021年,公司前五大供应商采购额合计951.57亿元,占采购总额的比重为20.99%,集中度一般。跟踪期内,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。跟踪期内,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。2021年,公司前五大客户销售额合计402.33亿元,占销售总额的比重分别为8.70%,集中度低。

表7 公司大宗商品经营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、MEG等); 煤炭	以江浙、福建、广东、上海等地区为核心,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与市场中主要的贸易商建立联系渠道,作为备用销售渠道。
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西南地区。	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。 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

大宗商品物流服务方面,公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系,为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。2021年,公司综合物流服务收入同比增长34.80%,毛利率同比减少2.39个百分点,一方面原因是受海运费持续走高、海外疫情反复、双控政策影响,导致毛利率较高的进口物流、国际租船等业务开展受阻,另一方面原因是公司为拓展市场份额,主动降低收益率;农产品物流营业收入的下降主要是国储平均仓储量和出库量同比下降均超40%所致。

表8 公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况
(单位:亿元、%)

	2019年		2020年		2021年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	35.13	10.43	43.23	11.38	58.27	8.98
农产品物流服务	7.76	61.23	5.68	55.41	3.71	51.03
铁路物流服务	12.88	27.25	8.66	13.38	11.56	6.36

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。2021年,公

司完成“中国—印尼、越南、泰国”国际物流线路运输量 631 万吨，长江及沿海 T 型水域运输量 1859 万吨，进口清关量 1929 万吨，仓储业务量 672 万吨。

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。2021 年，公司利用自有物流资源，为外部客户提供运输服务，运输量 201 万吨；完成粮食国储收购、烘干、仓储、出库各环节业务量合计 731 万吨，其中国储平均仓储量 453 万吨、出库量 200 万吨，同比下降均超 40%，导致农产品物流营业收入下降。

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，公司铁路物流运力利用率逐步爬坡，完成铁路发送量 508 万吨，同比增长 2%；到达量 769 万吨，同比增长 97%；仓储量 384 万吨，同比增长 157%。同期，公司铁路物流服务实现收入 11.56 亿元，毛利率同比减少 7.02 个百分点至 6.36%。

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。

(2) 印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目

公司下属子公司 OSS 公司建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目是国家发改委“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。项目于 2020 年一季度开始逐步建成投产，并已于 2021 年底基本完工。

项目主要产成品为 300 系不锈钢坯，销售以 FOB 模式为主，主要销往中国内地。2021 年，OSS 公司生产钢坯 131 万吨，已销售 128 万吨；2022 年一季度，OSS 公司生产不锈钢钢坯约 30.76 万吨，已销售并发运不锈钢 29.97 万吨，生产外销镍铁约 9.13 万吨，已销售并发运镍铁 5.9 万吨。2021 年，OSS 公司实现收入 166.72 亿元，净利润 20.30 亿元，项目未来将成为公司新的利润增长点。

(3) 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 170 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。

2020 年，金象生化营业收入同比大幅增长，但因疫情影响以及产能未完全释放、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，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，绥化工厂已实现扭亏为盈，推动金象生化实现营业收入 103.83 亿元，净利润转为盈利

0.26 亿元。

表 9 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		2019 年	2020 年	2021 年
富锦	产量	79.00	79.67	82.82
	销售收入	17.45	19.54	23.75
北安	产量	82.00	82.28	84.48
	销售收入	17.42	20.09	24.40
绥化	产量	60.00	126.7	142.99
	销售收入	1.65	33.44	52.70
合计	产量	221.00	288.65	310.29
	销售收入	36.52	73.07	100.85
金象生化	营业收入	37.34	75.87	103.83
	净利润	-0.95	-1.32	0.26

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. 房地产

公司房地产业务尚未形成规模化运营, 结转项目存在一定波动性, 部分项目利润较薄导致毛利率较低。跟踪期内, 房地产开发投资规模小幅增长, 土地储备较为充足, 区域以长三角为主。公司房地产在建项目尚需一定投资规模, 存在资金压力, 且经济下行压力加大以及疫情多点频发, 均对市场需求产生抑制, 虽然公司房地产业务布局以一二线城市刚需及首改为主, 公司房地产业务未来去化情况仍有待关注。

公司房地产业务主要由象屿地产运营, 房地产业务包括商品房销售, 并持续发展持有型商业物业、长租公寓、象屿物业等业务。所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、海西等地, 以一二线城市为主, 产品立足于刚需和首改。

公司房地产业务尚未形成规模化运营, 拿地开发及项目结转有一定波动性。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。2019—2021 年, 公司房地产开发投资规模波动增长;

2021 年为 273.22 亿元(其中, 非并表项目 57.19 亿元, 并表项目 216.04 亿元; 拿地支出约 107.94 亿元), 较 2020 年投资规模大幅上升, 主要是为后续良性滚动发展, 适当在一、二线城市增加土地储备。

销售方面, 2019—2021 年, 公司结转房地产收入保持增长, 2021 年为 71.38 亿元, 同比基本持平, 主要为位于上海(26.81 亿元, 占 37.56%) 和苏州(22.38 亿元, 占 31.35%) 的项目结转。协议销售方面, 2019—2021 年, 受协议销售面积波动增长影响, 协议销售金额亦呈波动增长; 2021 年为 158.71 亿元, 同比大幅增长, 项目主要位于上海、苏州、福州、天津、重庆、南平、唐山。

表 10 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
房屋竣工面积(万平方米)	68.43	118.21	39.98	0
房屋销售面积(万平方米)	49.97	45.56	60.96	8.97
新增土地储备(万平方米)	18.23	10.00	93.85	6.24
平均销售单价(万元/平方米)	2.05	2.12	2.60	2.21
协议销售收入(亿元)	102.87	96.50	158.71	19.62
房地产开发投资(亿元)	92.72	54.10	273.22	37.43

注: 表中数据包含未并表的合作开发项目数据(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; 房地产开发投资包含拿地支出
资料来源: 公司提供

土地储备方面, 2019—2021 年, 公司分别新增土地储备 18.23 万平方米、10.00 万平方米和 93.85 万平方米; 2022 年一季度, 公司新增土地储备 6.24 万平方米。其中, 2021 年新增土地储备主要位于张家港、重庆、福州、太仓、上海和昆山等地, 2022 年一季度新增土地储备主要位于厦门。截至 2022 年 3 月底, 公司土地储备(全口径, 未售计容建筑面积) 420.14 万平方米; 区域分布方面, 天津占 26.93%、福州占 16.61%、苏州占 14.56%、上海占 12.06%、南平占 7.02%、绍兴占 5.14%、重庆占 4.96%、

唐山占 4.47%、厦门占 3.21%、南京占 2.75%、宁德占 2.29%。

截至 2022 年 3 月底，公司房地产项目¹总建筑面积 1224.39 万平方米，计划总投资额 1320.81 亿元。其中，在建房地产项目总建筑面积 800.61 万平方米，总投资额 803.20 亿元，已投资 520.61 亿元，尚需投资 282.59 亿元（含非并表项目 129.09 亿元、并表项目 153.51 亿元），按持股比例匡算，公司需投资 140 亿元左右，存在一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2022 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。

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 2022 年 3 月底，公司承担的在建代建项目有集美物流园前场七路、前潮路、杏美路道路工程、集美北路（集灌路-集美大道段）提升改造等，上述代建项目投资总额 80.86 亿元，其中未竣工的代建项目总投资 49.32 亿元，已付金额 30.52 亿元，资金来源全部为财政资金。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。截至 2022 年 3 月底，公司累计实现代建收入 8745.00 万元。

4. 类金融业务

跟踪期内，公司类金融业务委托贷款及保理业务逾期金额较大，逾期部分仍存在资金回收风险。

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链相关的上下游企业。2021年金象控股实现营业收入15.02亿元，同比增长18.83%，其中由于部分业务合作模式由自营资产包转为长期股权投资形式并体现为投资收益，2021年不良资产处置收入同比有所下降。2022年1-3月，金象控股实现营业收入4.90亿元，净利润2.09亿元。

表 11-1 金象控股业务收入构成情况

主营业务	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
产业金融	2.58	39.09	5.20	41.14	8.43	56.15
消费金融	1.50	22.73	2.45	19.38	3.27	21.78
资产管理	1.69	25.61	4.56	36.08	3.11	20.72
其他	0.82	12.42	0.43	3.40	0.20	1.35
合计	6.60	100.00	12.64	100.00	15.02	100.00

注：细分项加总与合计数有细微差异，系小数末位四舍五入所致
资料来源：公司提供

表 11-2 金象控股类金融业务资产余额构成情况

(单位：亿元)

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
不良资产包账面余额	19.96	20.34	33.85
其中：自营资产包	13.85	11.36	19.23
垫资包	6.11	8.98	14.62
委托贷款在贷余额	38.96	45.51	63.95
其中：产业金融在贷余额	29.51	36.36	55.39
其他委托贷款在贷余额	9.45	9.15	8.56
保理业务余额	27.11	34.14	16.25
小贷业务余额	7.06	6.40	4.52
融资租赁业务余额	8.71	13.71	22.52

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 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

¹ 未建未售、在建未售、在建在售、完工在售、完工售罄的并表和非并表项目全额计入。

截至2021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80.20亿元。截至2022年3月底，金象控股类金融业务逾期金额合计9.86亿元，累计计提减值准备4.61亿元，其中针对逾期项目本金累计计提3.09亿元，导致金象控股净利润下滑。2021年，金象控股新增逾期金额为0.03亿元；2022年1—3月，金象控股无新增逾期金额。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，金象控股类金融业务逾期项目已于2021年度足额计提减值。2021年和2022年1—3月，金象控股收回逾期本金金额分别为506.64万元和5754.08万元。

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）。2021年，公司确认被投

资单位宣告发放现金股利或利润合计10.62亿元。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。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2021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41.57次、9.34次和2.55次。公司经营效率较高。

6. 在建项目及未来发展

公司建设的印尼250万吨不锈钢一体化冶炼项目已投产，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2022年3月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要包括印尼250万吨不锈钢一体化冶炼项目、象屿集团大厦等，主要在建项目计划总投资合计210.57亿元，已完成投资195.26亿元，未来项目投资压力轻。

表12 截至2022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
印尼250万吨不锈钢一体化冶炼项目	响应国家“一带一路”战略，积极拓展海外市场，公司拟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%。	180.63	99.55%	179.82	0.82
象屿集团大厦	象屿集团大厦工程占地面积约17497平方米，总建筑面积约97714平方米，其中地上建筑面积约62900平方米、地下建筑面积34814平方米，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	62.25%	8.14	4.94
东南智慧供应链产业园	项目紧紧抓住消费升级的历史机遇，将传统的、割裂的2B或2C的环节进行协同运营，开辟S2B2C的创新业务模式。项目建设干冷结合的仓储设施（含多温层冷库、生鲜加工、中央厨房），通过整合上游供应商，依托项目整合的城际配载、城市配送和快递集散分拨的三张网络，实现集展示交易、流通加工、仓配一体的民生物资新零售基地，为民生物资区域经销企业提供集采购、交易、物流、结算和配套金融等一体化供应链流通服务。	16.86	43.36%	7.31	9.55
合计		210.57	--	195.26	15.30

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2021年度财务报告，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，均出具标准无保留意见的审计结论。公司2022年1—3月财务报表未经审计。

合并范围方面，2021年，公司合并范围内二级子公司因内部公司股权变更减少厦门象财投资合伙企业（有限合伙）和厦门象煜投资合伙企业（有限合伙）两家；2022年一季度，公司因股权划转增加3家二级子公司，为厦门国际邮轮母港集团有限公司、厦门轮渡有限公司和厦门和平码头有限公司，因内部公司股权变更减少7家二级子公司。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，公司合并资产总额2098.40亿元，所有者权益合计628.53亿元（含少数股东权益439.97亿元）；2021年，公司实现营业收入4843.83亿元，利润总额71.60亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额2581.86亿元，所有者权益合计670.08亿元（含少数股东权益471.20亿元）；2022年1—3月，公司实现营业收入1181.37亿元，利润总额15.54亿元。

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。公司资产受限比例较低，现金类资产余额较充裕，且持有较大规模银行

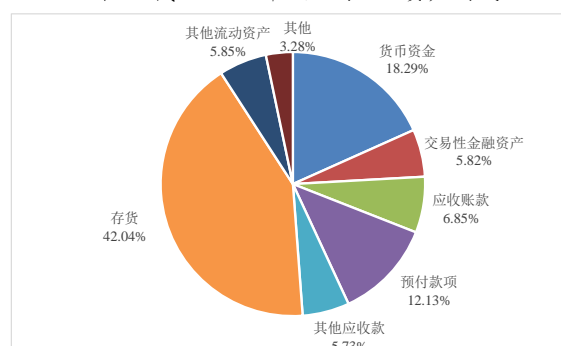
理财产品、上市公司股票等，资产质量及流动性好。

截至2021年底，公司合并资产总额2098.40亿元，较上年底增长23.42%。其中，流动资产占67.01%，非流动资产占32.99%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产1406.14亿元，较上年底增长24.30%，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1 截至2021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2021年底，公司货币资金257.25亿元，较上年底增长32.44%，主要是公司合理提前储备一定量资金，为之后的到期融资及经营需要筹措资金。构成上，主要为银行存款（占70.60%）、其他货币资金（占29.35%）和少量库存现金。

截至2021年底，公司交易性金融资产81.78亿元，较上年底增长13.73%，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59.92亿元、权益工具投资11.31亿元。

截至2021年底，公司应收票据为6.87亿元，主要为商业承兑汇票。

截至2021年底，公司应收账款账面价值96.33亿元，较上年底增长2.71%。账龄分布来看，一年以内的应收账款账面余额的占比为94.04%，账龄短；累计计提坏账准备5.54亿元；公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的11.36%，集中度低。

表 13 截至 2021 年底应收账款期末余额前五名单位情况

客户	账面余额 (万元)	占比 (%)
客户一	38305.55	3.76
客户二	21947.30	2.15
客户三	18940.37	1.86
客户四	18815.89	1.85
客户五	17690.48	1.74
合计	115699.60	11.36

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司预付款项 170.57 亿元，较上年底增长 50.18%，主要是供应链业务规模扩大以及地产项目在建中所致；期末余额前五大合计占余额的 44.53%，其中对第一名预付款项余额 33.23 亿元，集中度较高。

表 14 截至 2021 年底预付款项期末余额前五名单位情况

单位名称	账面余额 (万元)	账龄	占比 (%)
第一名	332254.08	1 年以内	19.48
第二名	166214.39	1 年以内	9.74
第三名	138142.81	1 年以内	8.10
第四名	61896.75	1 年以内	3.63
第五名	61050.05	1 年以内	3.58
合计	759558.08	--	44.53

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 2021 年底，公司其他应收款 80.55 亿元，较上年底下降 8.90%，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 61.67%，1~2 年的占 20.41%，2~3 年的占 4.48%，3 年以上的占 13.44%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备

7.41 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 38.21%，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

表 15 截至 2021 年底其他应收款期末余额前五名单位情况

单位	金额 (万元)	账龄	占比 (%)	性质
第一名	99731.75	1 年以内: 92300 万; 1-2 年: 7431.75 万	11.34	关联方往来
第二名	71812.00	1 年以内: 66600 万; 1-2 年: 5212 万	8.16	关联方往来
第三名	53907.00	1 年以内	6.13	往来款
第四名	60418.80	1 年以内	6.87	往来款
第五名	50182.71	1 年以内	5.71	关联方往来
合计	336052.25	--	38.21	--

资料来源：公司提供

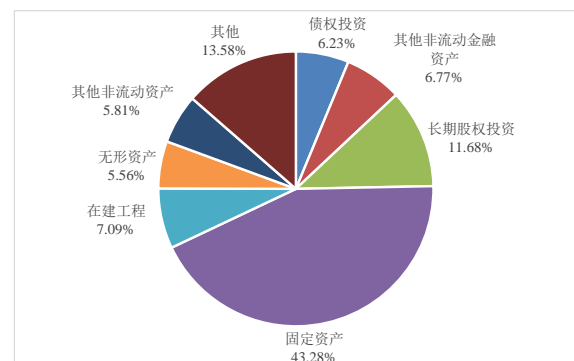
截至 2021 年底，公司存货 591.18 亿元，较上年底增长 43.84%，主要系供应链板块库存商品增加以及地产项目开发增加所致。公司累计计提存货跌价准备 6.14 亿元。公司存货的构成项主要是原材料、库存商品和房地产开发成本及产品，2021 年末，上述四项在存货账面余额中的占比分别为 15.03%、40.14%、38.31%、3.75%，占比合计为 97.22%。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 82.30 亿元，较上年底下降 19.04%。主要包括委托贷款 17.68 亿元、贷款业务 22.26 亿元、资产包 19.27 亿元，以及待抵扣税费 16.79 亿元等。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 692.26 亿元，较上年底增长 21.65%。

图 2 截至 2021 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

根据新金融工具准则，截至 2021 年底，公司新增债权投资 43.14 亿元，主要为金象控股债权投资余额。

根据新金融工具准则，2021 年将“可供出售金融资产”调整至“其他非流动金融资产”列示。截至 2021 年底，公司其他非流动金融资产 46.88 亿元，主要为按照成本计量的权益工具投资：厦门天马显示科技有限公司、深圳中南成长投资管理有限公司、深圳市科思科技股份有限公司、厦门飞机租赁有限公司等。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 80.85 亿元，较上年底增长 3.82%；累计计提减值准备 1.62 亿元。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。2021 年，被投资单位宣告发放现金股利或利润 10.62 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

表 16 截至 2021 年底公司长期股权投资前五大标的

名称	持股比例 (%)	账面价值 (万元)
厦门农村商业银行股份有限公司	25.32	98055.19
Crystal Idea Management Limited	50.00	67730.82
苏州象屿地产有限公司	50.00	55728.66
上海磐臣房地产开发有限公司	50.00	51148.65
开曼铝业(三门峡)有限公司	1.63	43860.35
合计	--	316523.67

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司投资性房地产为 29.61 亿元，较上年底变化不大。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 2021 年底，公司固定资产 299.62 亿元，较上年底增长 51.65%，主要系镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施、巩义市象道物流有限公司铁路专用线工程从在建工程转固。

截至 2021 年底，公司在建工程 54.82 亿元，较上年底下降 52.56%。

截至 2021 年底，公司无形资产 38.49 亿元，较上年底增长 8.29%，主要是土地使用权增加导致。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产 40.23 亿元，较上年底下降 38.76%，主要包括待抵扣进项税 24.25 亿元、预付工程款 7.43 亿元、定期存款 4.02 亿元和代建工程 2.09 亿元等。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2581.86 亿元，较上年底增长 23.04%。其中，流动资产占 70.90%，非流动资产占 29.10%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。当期为满足业务发展需要增加商品采购，以及随着地产业务规模扩大，应收账款、预付款项和存货大幅增长，三项合计占期末流动资产的比例为 67.22%。截至 2022 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，公司所持兴业证券、天山铝业、国都证券等股权变现能力良好，对公司偿债能力形成一定支撑。

截至 2022 年 3 月底，公司因用于抵押、质押等而使用受限的资产账面价值合计 432.48 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，其中受限货币资金 50.97 亿元。上述受限资产账面价值占期末资产总额的 16.75%，受限比例较低。

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。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。

公司所有者权益增长主要是财政拨款、未分配利润积累、公司操作其他权益类工具、下属公司与银行合作债转股业务、以及下属公司成立合资公司吸收外部战投及合作方资金增加

少数股东权益所致。截至 2021 年底，公司所有者权益 628.53 亿元，较上年底增长 32.11%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.00%，少数股东权益占比为 70.00%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 2.83%、5.48%和 11.78%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 670.08 亿元，较上年底增长 6.61%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 29.68%，少数股东权益占比为 70.32%，构成变化不大。

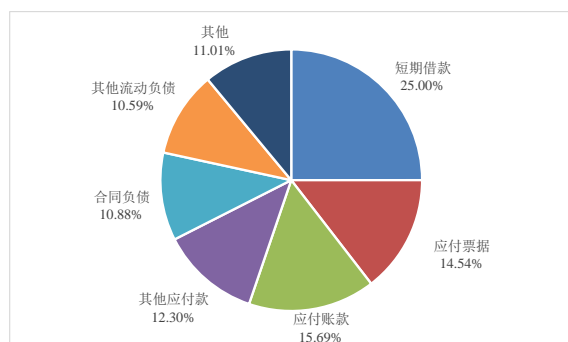
(2) 负债

跟踪期内，随着供应链业务扩张、在建工程与房地产业务持续投入，公司有息债务规模快速增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重。

截至 2021 年底，公司负债总额 1469.87 亿元，较上年底增长 20.04%。其中，流动负债占 73.76%，非流动负债占 26.24%。公司负债以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债 1084.21 亿元，较上年底增长 16.26%，主要构成见下图。

图 3 截至 2021 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 2021 年底，公司短期借款 271.01 亿元，较上年底增长 2.29%，较上年底变化不大。

随着公司业务规模的扩大，截至 2021 年底，公司应付票据 157.65 亿元，较上年底增长 30.59%，主要为银行承兑汇票。

截至 2021 年底，公司应付账款 170.10 亿

元，较上年底增长 22.93%。其中账龄一年以内的应付账款占 93.59%，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 2021 年底，公司合同负债 117.92 亿元，账龄在一年以内的占 98.09%，账龄短。

截至 2021 年底，公司其他应付款 133.33 亿元，较上年底增长 51.60%，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；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 36.18%，集中度较高。

截至 2021 年底，公司其他流动负债 114.81 亿元，较上年底增长 6.24%，主要包括应付短期债券 80.53 亿元、资产支持专项计划 10.41 亿元、其他金融负债 11.11 亿元和待转销项税额 12.03 亿元等。

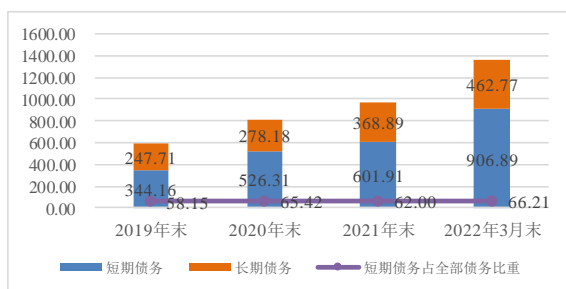
截至 2021 年底，公司非流动负债 385.66 亿元，较上年底增长 32.12%，主要源于长期借款的增长；构成上主要由长期借款（占 57.11%）和应付债券（占 27.33%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 220.23 亿元，较上年底增长 33.51%。公司应付债券呈波动上升趋势，截至 2021 年底为 105.40 亿元，较上年底增长 15.48%。其他非流动负债为 29.78 亿元，主要为不动产抵押资产支持票据获取信托借款，较上年底增长 140.16%。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 970.80 亿元，较上年底增长 20.67%。债务结构方面，短期债务占 62.00%，长期债务占 38.00%，以短期债务为主。

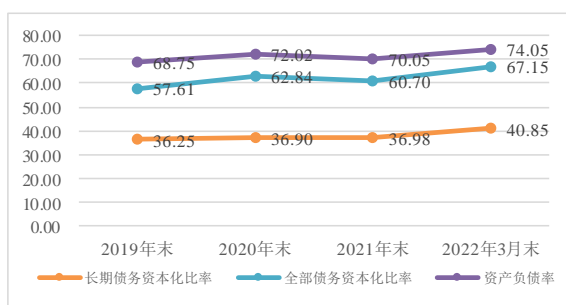
从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率分别为 68.75%、72.02% 和 70.05%，三年加权平均值为 70.38%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 57.61%、62.84% 和 60.70%，三年加权平均值为 60.72%，波动增长；长期债务资本化比率分别为 36.25%、36.90% 和 36.98%，三年加权平均值为 36.81%，持续增长。

图4 公司债务负担情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报表和提供资料, 联合资信整理

图5 公司主要债务指标情况 (单位: %)



资料来源: 公司财务报表和提供资料, 联合资信整理

截至2022年3月底, 公司负债总额1911.78亿元, 较上年底增长30.06%。其中, 流动负债占74.64%, 非流动负债占25.36%。公司以流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。

截至2022年3月底, 公司全部债务1369.66亿元, 较上年底增长41.08%。债务结构较上年底变化不大。从债务指标来看, 截至2022年3月底, 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74.05%、67.15%和40.85%, 较上年底分别提高4.00个百分点、提高6.45个百分点和提高3.87个百分点。

4. 盈利能力

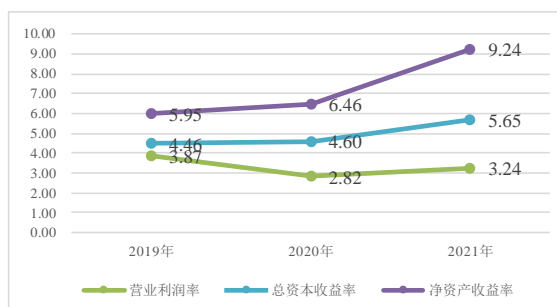
跟踪期内, 公司收入和利润规模提升, 期间费用管控能力良好, 净资产收益率有所提升; 受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响, 资产减值损失和投资收益为主的非经常性损益波动较大, 对利润有一定影响。

随着公司供应链业务的扩张, 2021年, 公司实现营业收入4843.83亿元, 同比增长

29.23%。2021年, 公司营业利润率为3.24%, 同比略有上升。

从期间费用看, 2021年, 公司费用总额为83.72亿元。其中, 销售费用、管理费用和财务费用占比分别为33.24%、24.78%和41.17%。

图6 公司主要盈利指标 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

非经常性损益方面, 2021年, 公司其他收益3.47亿元, 同比增长, 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, 同时, 金控审慎加大对逾期项目的风险计提, 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。2021年, 公司发生资产减值损失及信用减值损失合计11.16亿元, 较上年同期的8.32亿元大幅增加, 主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失5.34亿元。当期确认公允价值变动收益2.72亿元。

2021年, 公司投资收益3.44亿元, 同比有所下降。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、理财收益等。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。

2021年, 公司利润总额71.60亿元, 同比大幅增长。

盈利指标方面, 2021年, 公司总资产收益率为5.65%, 净资产收益率为9.24%。

2022年1-3月, 公司实现营业收入1181.37亿元, 同比增长25.54%; 营业利润率

为 3.66%，同比变化不大。非经常性损益方面，2022 年 1—3 月，公司发生资产减值损失和信用减值损失合计 3.88 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 15.54 亿元，同比增长 7.82%。

5. 现金流

供应链业务作为资金密集型行业，对流动资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响，季度性波动明显。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。

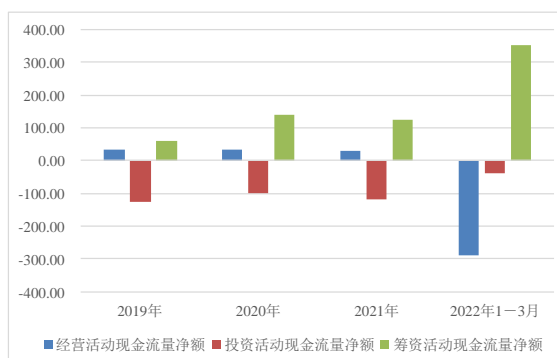
经营活动方面，随着业务规模扩张，2021 年，公司经营活动现金流入和流出均快速增长。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金、工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2021 年分别为 338.73 亿元和 450.18 亿元。2021 年，公司经营活动现金净额为 28.66 亿元。2021 年，公司现金收入比为 110.56%，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入为 375.54 亿元。2021 年，公司收回投资收到的现金为 364.64 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。2021 年，公司投资活动现金流出为 494.11 亿元。2021 年，公司投资支付的现金 409.41 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。2021 年，公司投资活动现金净额为-118.57 亿元，净流出规模有所上升。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入为 1577.15 亿元；2021 年，吸收投资收到的现金为 215.69 亿元，主要来源于象屿地产、厦门象屿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。2021 年，公司筹资活动现金流出为 1454.02 亿元。2021 年，公司

筹资活动现金净额为 123.13 亿元，有所下降。

图 7 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 288.02 亿元，公司现金收入比为 113.17%；投资活动现金净流出 37.10 亿元；筹资活动现金净流入 351.82 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2021 年，公司流动比率为 129.69%，速动比率为 75.17%，较上年底均有所上升。2021 年，公司经营现金流动负债比率为 2.64%，有所下降。2021 年，公司现金短期债务比分别为 0.39 倍、0.48 倍和 0.46 倍，变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 128.28% 和 65.13%，较上年底分别下降 1.41% 和下降 10.03%；现金短期债务比为 0.32 倍，较上年底下降 0.14 倍。公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.28 倍，有所上升；公司全部债务/EBITDA 倍数为 7.91 倍，有所下降。

表 17 近年来公司主要偿债指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债指标				
流动比率(%)	127.15	121.30	129.69	128.28
速动比率(%)	71.85	77.23	75.17	65.13
经营现金流动负债比	4.80	3.53	2.64	--

(%)				
现金短期债务比(倍)	0.39	0.48	0.46	0.32
长期偿债指标				
EBITDA (亿元)	64.55	79.72	122.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.50	3.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.17	10.09	7.91	--

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司共获各大银行等金融机构授信额度 1970.31 亿元，其中未使用的授信额度为 738.71 亿元，间接融资渠道畅通。公司下属子公司厦门象屿为 A 股上市公司，直接融资便利。

截至 2022 年 3 月底，公司合并口径对外担保 5.24 亿元。其中：下属象屿地产集团有限公司对非并表合资公司融资担保 4.08 亿元，公

司对社会公益项目的银行融资提供担保 1.15 亿元。公司为下属 26 家子公司提供 112 笔担保，担保金额 330.45 亿元，为同期净资产的 49.34%。

截至 2022 年 3 月底，公司（含子公司）尚未了结的未决诉讼或仲裁共计 77 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），合计金额 215796.66 万元，占 2022 年 3 月底净资产的 3.22%。上述 77 起未决诉讼或仲裁中，公司作为原告的案件有 72 件，涉及金额 199114.66 万元；作为被告的案件有 5 件，涉及金额为 16682.00 万元。上述未决诉讼或仲裁累计已计提坏账准备 32167.91 万元、计提减值准备 29240.23 万元。公司涉及未决诉讼规模较大，存在一定资产减值及或有负债风险。

表 18 截至 2022 年 3 月底公司及下属子公司主要未决诉讼（仲裁）情况（单位：万元）

序号	起诉（申请）方	应诉（被申请）方	诉讼（仲裁）基本情况	涉及金额	进展情况
1	福建省兴大进出口有限公司	山煤华南煤炭销售有限公司	诉求对方交付货物或赔偿损失	6806.00	二审
2	厦门象屿速传供应链发展股份有限公司	河北家然木材贸易有限公司	诉求支付代垫款项、费用、利息及违约金等	8198.81	执行
3	厦门象屿物流集团有限责任公司	华泰重工（南通）有限公司	诉求支付代垫款项、利息、代理费、律师费，退还预付款	6596.13	一审
4	厦门象屿股份有限公司	江苏宏强船舶重工有限公司	诉求代垫款、代垫款项利息、代理费、律师费	6926.22	执行
5	厦门象屿物流集团有限责任公司	南通华凯重工有限公司、香港华泰发展有限公司、南通向隆船舶科技发展有限公司、朱红兵、徐小寓、霍起	诉求支付代垫款项、利息、代理费、律师费，退还预付款	8161.91	一审
6	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 1）	诉求支付货款及违约金	954.35	二审
7	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 2）	诉求支付货款及违约金	2440.35	二审
8	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 3）	诉求支付货款及违约金	2891.77	二审
9	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 4）	诉求支付货款、逾期付款损失、律师费等	4272.89	二审
10	佛山市钢汇宝进出口贸易有限公司	福建兴大、响水巨合金属制品有限公司	诉求交付 12000 吨不锈钢货物	15600.00	二审

司					
11	深圳保理	珠海市华峰石化有限公司	偿还保理本金及利息	5789.83	一审已调解, 已进入破产重整, 已部分还款
12	深圳保理	广东华峰能源集团有限公司	偿还保理本金及利息	7050.00	一审已调解, 已进入破产重整, 已部分还款
13	象屿金象	中海外恒泰(厦门)投资管理有限公司	偿还委托贷款本金及利息	39450.61	目前案件已进入执行阶段, 预计将于2022年上半年处置完毕
14	象屿金象	广州华骏实业有限公司	偿还委托贷款本金及利息	29165.03	二审胜诉生效, 已进入执行阶段。
15	象屿资产	沈阳国大基业房地产开发有限公司	偿还借款本金及利息	8444.02	目前二审已判决, 进入执行阶段。
合计				152747.92	--

资料来源: 公司提供

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, 通过资金统筹管理调度机制保持资产流动性, 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, 整体债务负担很重, 对再融资依赖程度高。2020年和2021年, 厦门市国资委分别拨付4.99亿元、8.80亿元增厚母公司权益, 同期母公司金融资产储备较为充足, 资产质量和流动性较好; 2021年, 受期间费用上升影响, 母公司利润同比有所下降。

截至2021年底, 母公司资产总额418.31亿元, 较上年底增长11.46%。其中, 流动资产159.10亿元(占38.03%), 非流动资产259.21亿元(占61.97%)。从构成看, 流动资产主要由交易性金融资产、其他应收款和一年内到期的非流动资产构成; 非流动资产主要由其他非流动金融资产和长期股权投资构成。

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统筹集约管理, 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2021年底, 母公司负债总额330.86亿元, 较上年底增长37.23%。其中, 流动负债153.47亿元(占比46.38%), 非流动负债177.39亿元(占比53.62%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债(占10.97%)和其他流动负债(占45.82%)构成; 非流动负债主要由长期借款(占84.80%)和应付债券(占15.17%)构成。截至2021年底, 母公司资产负债率为79.09%, 全部债务247.44亿元。考虑到权益中包括其他权益工具(永续债)60.30亿元, 母公司债务负担很重。

所有者权益方面, 截至2021年底, 母公司所有者权益为87.46亿元, 较上年底下降34.83%。其中, 实收资本为17.76亿元、资本公积合计19.93亿元、未分配利润合计-13.26亿元, 较上年底亏损规模略有扩大, 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4.99亿元和8.80亿元计入资本公积。母公司权益构成中其他权益工具60.30亿元, 规模很大, 权益稳定性偏弱。

盈利能力方面，2021年，母公司营业收入为0.22亿元，利润总额为1.92亿元，同比下降67.47%，主要系债务上升导致利息支出增加，财务费用同比大幅增长。同期，母公司投资收益为9.37亿元。其中，对成本法核算的长期股权投资确认投资收益3.40亿元，处置股票、理财等交易性金融资产实现收益2.54亿元，实现公允价值变动收益1.20亿元。

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，2021年经营活动产生的现金流量净额为3.58亿元；投资活动产生的现金净流出23.48亿元；筹资活动现金净流入20.12亿元。

截至2022年3月底，母公司资产总额534.00亿元，所有者权益为92.59亿元，负债总额441.41亿元；母公司资产负债率82.66%；全部债务307.75亿元，全部债务资本化比率76.87%。2022年1—3月，母公司营业收入0.06亿元，利润总额-0.83亿元，投资收益0.93亿元。

十、外部支持

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。2021年5月，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。2020年7

月，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。2020年初国内爆发新冠疫情以来，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。

2022年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，将相关港口航运相关资产及股权划拨注入公司，进一步增厚公司资本。

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 年获财政拨款合计 8.80 亿元（计入资本公积）。

十一、债券偿还能力分析

1. 普通优先债券

截至本报告出具日，公司本部存续期普通优先债券（公开发行）包括“17 象屿 MTN002”和“17 象屿 MTN004”等，余额合计 168.00 亿元。

2. 永续债

截至本报告出具日，公司本部存续永续债包括“17 象屿 MTN003”和“19 象屿 Y2”等，余额合计 42.70 亿元。2021 年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的 13.88 倍，调整后长期债务为 EBITDA 的 3.35 倍。

表19 公司存续永续债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务*（亿元）	411.59
经营现金流入/长期债务（倍）	13.88
经营现金/长期债务（倍）	0.07
长期债务/EBITDA（倍）	3.35

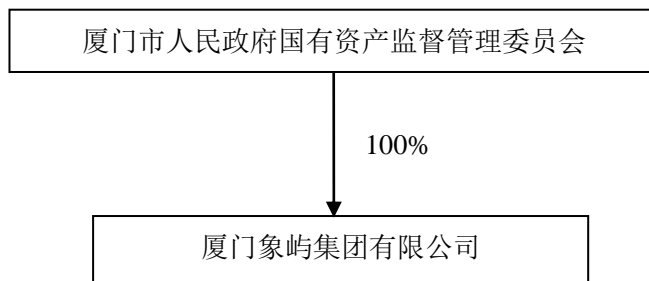
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2021 年度数据

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，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”和“17 象屿 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 年 3 月底公司组织架构图



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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	135.39	253.13	277.48	292.67
资产总额(亿元)	1393.67	1700.25	2098.40	2581.86
所有者权益(亿元)	435.55	475.78	628.53	670.08
短期债务(亿元)	344.16	526.31	601.91	906.89
长期债务(亿元)	247.71	278.18	368.89	462.77
全部债务(亿元)	591.88	804.49	970.80	1369.66
营业收入(亿元)	2841.82	3748.35	4843.83	1181.37
利润总额(亿元)	34.66	38.02	71.60	15.54
EBITDA(亿元)	64.55	79.72	122.69	--
经营性净现金流(亿元)	33.52	32.95	28.66	-288.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.13	36.28	41.57	/
存货周转次数(次)	7.20	9.14	9.34	/
总资产周转次数(次)	2.23	2.42	2.55	/
现金收入比(%)	107.94	109.45	110.56	113.17
营业利润率(%)	3.87	2.82	3.24	3.66
总资本收益率(%)	4.46	4.60	5.65	/
净资产收益率(%)	5.95	6.46	9.24	/
长期债务资本化比率(%)	36.25	36.90	36.98	40.85
全部债务资本化比率(%)	57.61	62.84	60.70	67.15
资产负债率(%)	68.75	72.02	70.05	74.05
流动比率(%)	127.15	121.30	129.69	128.28
速动比率(%)	71.85	77.23	75.17	65.13
经营现金流动负债比(%)	4.80	3.53	2.64	/
现金短期债务比(倍)	0.39	0.48	0.46	0.32
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.50	3.28	/
全部债务/EBITDA(倍)	9.17	10.09	7.91	/

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；现金类资产中已剔除受限货币资金，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；2019-2022 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 116.90 亿元、111.53 亿元、60.30 亿元和 55.30 亿元

资料来源：公司财务报告及提供资料，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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.37	16.98	13.12	84.03
资产总额(亿元)	290.96	375.30	418.31	534.00
所有者权益(亿元)	136.07	134.19	87.46	92.59
短期债务(亿元)	62.47	105.21	70.10	94.44
长期债务(亿元)	61.05	58.49	177.34	213.31
全部债务(亿元)	123.52	163.70	247.44	307.75
营业收入(亿元)	0.30	0.76	0.22	0.06
利润总额(亿元)	0.76	8.26	1.92	-0.83
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-0.36	-8.28	3.59	-2.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	141.32	181.42	71.19	/
存货周转次数	/	/	/	/
总资产周转次数	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比(%)	90.35	31.94	110.45	45.67
营业利润率(%)	-32.03	59.25	-63.78	-11.81
总资本收益率(%)	0.29	2.58	0.75	/
净资产收益率(%)	0.56	5.73	2.86	/
长期债务资本化比率(%)	30.97	30.36	66.97	69.73
全部债务资本化比率(%)	47.58	54.95	73.89	76.87
资产负债率(%)	53.23	64.24	79.09	82.66
流动比率(%)	143.78	93.29	103.67	114.54
速动比率(%)	143.78	93.29	103.67	114.54
经营现金流动负债比(%)	-0.38	-4.55	2.34	/
现金短期债务比(倍)	0.09	0.16	0.19	0.89
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关数据未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，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+平均应收款项融资)
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-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%
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+应收款项融资中的应收票据
 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+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 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+使用权资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持