

信用等级公告

联合[2017] 2195 号

联合资信评估有限公司通过对厦门象屿集团有限公司及其拟发行的 2017 年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

厦门象屿集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

厦门象屿集团有限公司

2017 年度第四期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年八月三十日



厦门象屿集团有限公司

2017 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：5 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：补充流动资金

评级时间：2017 年 8 月 30 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.47	38.86	42.07	82.51
资产总额(亿元)	414.12	483.17	729.64	916.09
所有者权益(亿元)	96.54	157.48	226.24	244.56
短期债务(亿元)	191.73	175.29	256.74	355.25
长期债务(亿元)	65.33	55.52	65.78	89.39
全部债务(亿元)	257.06	230.82	322.52	444.64
营业收入(亿元)	521.73	656.11	1239.38	424.62
利润总额(亿元)	8.81	10.37	17.08	2.70
EBITDA(亿元)	20.72	22.21	29.66	--
经营性净现金流(亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-80.74
营业利润率(%)	4.38	4.61	4.65	2.33
净资产收益率(%)	5.75	4.39	5.81	--
资产负债率(%)	76.69	67.41	68.99	73.30
全部债务资本化比率(%)	72.70	59.44	58.77	64.52
流动比率(%)	130.29	127.33	122.72	123.44
经营现金流动负债比(%)	-36.01	17.70	-4.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.41	10.39	10.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.43	2.39	--

注：1、2015 年数据为 2016 年财务报告对期初数追溯调整后的期初数据；2、2017 年一季度财务数据未经审计；3、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；4、2016 年底及 2017 年 3 月底所有者权益中包含 19.82 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券。

评级观点

联合资信评估有限公司（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贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备优势。近年来，公司物流供应链与客户合作逐步加深，创新业务模式效益显现，带动公司业务规模大幅提升。同时，联合资信也关注到，2016 年玉米国家临储政策取消导致公司收储规模下滑、业务规模快速增长推升公司资金需求、公司债务负担重、短期偿债压力大、经营获现能力波动大、物流供应链业务盈利能力较弱等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2016 年以来，公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务，未来随着物流供应链业务模式进一步完善及深加工业务的逐步量产，公司综合竞争力有望进一步提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司创造了良好的外部发展环境。
2. 近年来，公司持续收到厦门市国资委及地方财政拨付的资本金，政府支持力度较大。
3. 公司物流供应链业务与客户合作进一步加深，同时创新业务模式效益逐步显现，收入规模大幅增长，主业盈利能力增强。
4. 2015 年以来，公司房地产项目销售金额逐

分析师

刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远

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

年增长, 为公司收入及盈利水平提供一定支撑。

5. 公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。

关注

1. 公司供应链业务受宏观经济波动影响较大, 面临较为激烈的同业竞争; 房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大。
2. 2016年, 玉米国家临储政策取消, 公司粮食收储及合作种植规模大幅收缩, 投资收益下滑明显。
3. 公司存货和预付款项占比大, 关联方往来款及委托贷款增长较快, 对公司资金形成一定占用, 经营活动现金流波动大。
4. 近年来, 业务规模的快速拓展及房地产投资规模的增加推升公司资金需求, 公司债务规模快速增长, 整体债务负担重, 且以短期债务为主, 短期偿债压力大。
5. 未来, 公司房地产项目投资规模仍较大, 对外融资压力大。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2017 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”），系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府[1995]综230号）批准组建的国有企业集团，于1995年11月28日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为1.38亿元。2007年以来，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至2017年3月底，公司注册资本变更为15.76亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

2011年8月，公司核心供应链业务子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH，截至2017年3月底，公司对其直接和间接持股54.74%，其中公司持有部分的10.63%已质押。

公司经营范围包括：经营管理授权范围内的国有资产；对投资企业的国有资产行使出资者权利，对经授权持有的股份有限公司的国有股权行使股东权利；按照市政府制定的产业发展政策，通过出让，兼并，收购等方式实行资产重组，优化资本配置，实现国有资产的增值；从事产权交易代理业务；按国家有关的法律法规，设立财务公司，租赁公司；从事实业投资；房地产开发与经营、管理，土地综合开发及使用权转让；商贸信息咨询服务，展览、会务、房地产租赁服务；电子商务服务，电子商务平台建设；批发黄金、白银及制品。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 729.64 亿元，所有者权益 226.24 亿元（含少数股东权益 131.45 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 1239.38 亿元，利润总额 17.08 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 916.09 亿元，所有者权益 244.56 亿元（含少数股东权益 149.75 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 424.62 亿元，利润总额 2.70 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。

二、本期中期票据概况

公司已于 2016 年注册中期票据 25 亿元，并于 2017 年 3 月发行 2017 年第一期中期票据（额度 12.50 亿元，期限 3 年），于 2017 年 7 月发行 2017 年第二期中期票据（额度 7.5 亿元，期限 5 年）。公司计划发行 2017 年度第三期中期票据（额度 15 亿元，赎回前长期存续，公司有权选择在第 5 个和其后每个付息日赎回中期票据）。本次计划发行 2017 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，期限 5 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金将全部用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价

价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消

费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

中国近年来采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

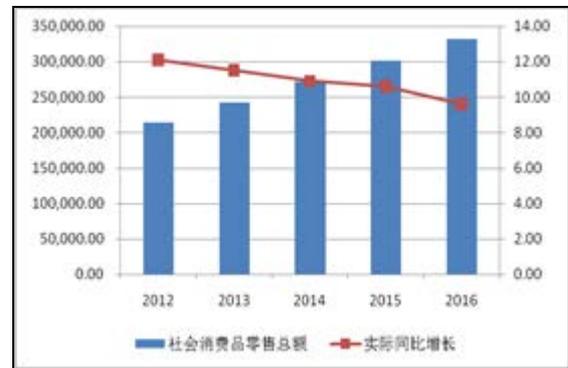
(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除

价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(3) 行业关注

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于

转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

外部贸易环境日趋复杂

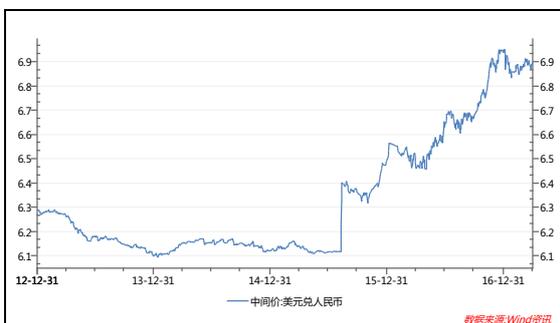
中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币出现贬值

潮，截至 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 12 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.9370 元/美元。

总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

(4) 行业政策

2015 年 8 月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发【2014】51 号，以下简称“意见”）指出，支持流通企业做大做强，推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

2016 年 5 月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等 5 个方面推出 14 条政策措施。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。2016 年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合

作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快进程，推进贸易投资自由化等。2017年5月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等30个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。

（5）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

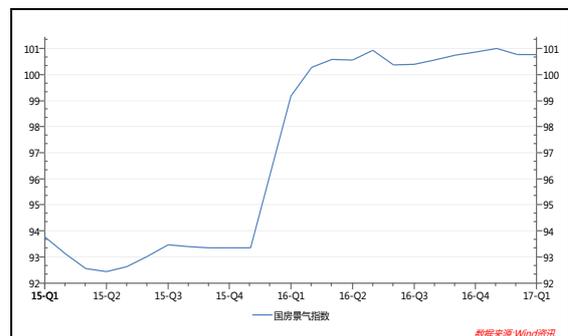
从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

2. 房地产行业

（1）房地产行业概况

2015年以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图3 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一

线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

（2）土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性

住房开发贷款构成）为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

（3）政策环境

2016年9月以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案

价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

(4) 行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 区域经济概况

公司位于厦门市，厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。

2016年，厦门全年地区生产总值（GDP）3748.25亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值23.45亿元，下降5.5%；第二产业增加值1558.62亿元，增长5.7%；第三产业增加值2202.18亿元，增长

9.8%。三次产业结构为 0.6：41.2：58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 97282 元，增长 6.3%，折合 14646 美元。

2016 年，固定资产投资（不含农户）2159.81 亿元，增长 14.4%。房地产开发投资 765.80 亿元，下降 1.1%，占固定资产投资（不含农户）的 35.5%。其中土地购置费 268.02 亿元，下降 9.8%，占房地产投资的 35%。全市商品房施工面积 4312.20 万平方米，下降 0.5%；商品房新开工面积 548.46 万平方米，下降 7.4%。

2015 年 4 月 21 日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

总体看，厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位、稳定发展以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展创造了一个良好的宏观环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司是国有独资企业，为厦门市国资委的全资子公司。

2. 企业规模

公司为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市几大有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，是厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。

目前，公司已经形成了供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，旗下以供应链物流服务业为主营业务

的象屿股份已于 2011 年 8 月 29 日在上交所成功重组上市。截至 2016 年底，象屿股份资产总额 339.10 亿元、权益总额 110.00 亿元、2016 年象屿股份实现营业收入 1190.67 亿元，利润总额 8.06 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司对象屿股份股权质押比例为 10.63%。

公司供应链物流服务业务以大宗商品贸易为主，物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、大宗商品采购分拨为主营的大物流产业群。公司土地开发及房地产板块包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，其中房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展到重庆、长沙、福建南平及福州等区域。截至 2016 年底，公司拥有储备土地 132.68 万平方米。公司从 2014 年开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，目前基本处于满仓。公司类金融服务及其他主要涉及资产管理、担保、典当等领域的投资。

总体看，公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面具备优势。

3. 人员素质

公司高级管理人员 5 名，其中总经理 1 名、党委副书记 1 名、副总经理 3 名。

公司董事长张水利先生，52 岁，本科学历，现任象屿集团党委副书记、董事长、象屿股份董事长，1985 年 2 月至 1990 年 1 月任同安大嶝农行营业所会计、同安新于农行营业所会计；1990 年 2 月至 1994 年 5 月任厦门银城企业总公司财务部副经理、经理；1994 年 6 月加入象屿集团，历任厦门象屿保税区贸易有限公司财务经理；厦门象屿宝发有限公司副总经理；厦门象屿国际贸易有限公司总经理；象屿集团贸易中心总经理、象屿集团副总经理、总经理。

公司总经理陈方先生，54 岁，博士学历，现任象屿集团党委副书记、总经理、董事，历

任福建师范大学助教、讲师、副教授；福建国际经济技术合作公司总经理助理、副总经理；福建中福实业股份有限公司副总经理；厦门象屿建设集团有限责任公司总经理；象屿集团总经理特别助理、党委委员、副总经理。

截至 2017 年 3 月底，公司员工总数 4113 人，按学历划分，高中及以下占 15.15%，中专占 9.68%，大专及本科占 69.17%，研究生及以上占 6.01%；按职称划分，初级职称占 5.45%，中级职称占 5.23%，高级职称占 1.36%；按年龄划分，30 岁以下占 41.84%，30~50 岁占 53.95%，50 岁以上占 4.21%。

总体来看，公司高管人员业务管理能力较强；公司员工以中青年员工为主，文化素质能满足公司发展要求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构，董事会由 7 名董事组成，其中：董事长 1 名、副董事长 1-2 名、职工代表 1 名，任期三年。董事长、副董事长按照《公司法》和《厦门市国有企业领导人员任用暂行办法》有关的程序任免，董事会其他成员由市国资委或其授权管理机构会同有关部门委派。职工代表董事由公司职工代表大会或其他形式民主选举产生。董事长为集团公司的法定代表人。董事会决定集团公司的发展规划和经营方针、经营计划和投资方案等，并依照有关规定和程序解聘集团公司总经理、副总经理、财务负责人等。

公司设立监事会，成员由 5 人组成。监事会设主席 1 名、监事 2 名、职工代表监事 2 名（其中监事会副主席 1 名），任期三年。监事会成员中的 3 人由市国资委或其授权管理机构委派，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事会主

席、副主席按照《公司法》和《厦门市国有企业领导人员任用暂行办法》有关的程序任免。监事会向检查公司财务及其彻执行有关法律、法规和公司章程的情况，检查企业的经营效益、利润分配等情况，对董事、高级管理人员执行企业职务行为进行监督，并对其经营管理业绩进行评价，提出奖惩、任免建议。

公司设总经理 1 名，实行董事会领导下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。总经理任期三年。总经理对董事会负责，主持集团公司的经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施集团公司年度经营计划及投资方案，拟定集团公司内部管理机构设置方案和基本管理制度，提出集团公司年度财务预算方案和决算方案以及收益分配方案，负责编制年度财务会计报告，聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的人员，拟定全资子公司的章程及公司设立、合并、变更、重组形式、解散及清算方案，并列席董事会会议。

2. 管理水平

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了内部管理和控制制度，包括关于《财务负责人管理暂行规定》、《预算管理制度》、《集团担保管理办法》等。

资金管理方面，公司建立《融资管理办法》、《评信管理办法》、《开户管理办法》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对各子公司实行资金集约管理，并根据其五年财务规划、年度财务预算，每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况；公司对投资企业进行内部评信，确保行业发展的资金需求，业务板块间资金额度不能串用。

财务管理方面，财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，明确各层级财务机构在财务战略和规划、部门建设、财务会计制度建设、财务信息管理等财务会计方面的事权和责任。公司制定《财务负责人管理暂行规定》，建立财务人员综合评价体系，加强对财务经理的考评、聘用、晋级、降级等管理。公司建立

了《预算管理制度》，推行全面预算管理。

投资管理方面，公司制定了《投资管理暂行办法》，投资决策按照集中管理、分层决策的原则进行。各级决策部门在对投资项目的方向定位、内外部环境、投资运营方案、经济可行性等进行全面评估的基础上对具体投资方案做出决策。公司投资管理部为公司投资项目管理的职能部门，公司资本运营部负责战略持股项目的论证和实施。

融资管理方面，公司制定《融资管理办法》，规范公司融资管理，明确各层级融资工作职责。公司将向金融机构的间接融资以及按法定程序发行的在一定期限内还本付息的有价证券（包括不限于企业债券、1年期以上的中期票据及短期融资券等）均纳入管理范畴。公司根据年度预算管理的要求编制融资计划，并经公司董事会通过确定年度融资额度。

担保制度方面，公司制定了《担保管理办法》，集团下设担保管理小组和担保工作小组，担保管理小组作为集团及投资公司对外担保的管理决策机构。集团担保工作小组对被担保人（全资子公司除外）的资信状况及该担保事项的收益和风险进行充分分析并向担保管理小组提交书面申请及尽职调查报告，同被担保人提出的担保申请一齐经过集团财务中心资金部、集团担保管理小组、董事会或股东大会审议和批准。集团及投资公司不得为个人提供担保。

总体看，公司法人治理结构合理，各项规章制度较为健全，管理水平符合业务要求。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以供应链管理（大宗商品采购供应、及综合物流服务和物流平台（园区）开发运营）为主业，辅以房地产开发及类金融业务。近三年，公司营业收入年均复合增长 54.13%，主要来自供应链业务规模的快速拓展，2016 年实现营业收入 1239.38 亿元。

从收入构成来看，2014~2016 年，公司物流供应链业务规模快速扩张，年均复合增长 98.70%，2016 年实现收入 1190.67 亿元，同比大幅增长 98.70%，主要是①供应链服务进一步完善，客户粘性增强带动业务量快速提升，业务规模持续扩大；②主要贸易产品行情回暖，价格增长；③公司引入新的合作模式，借助资本合作，与相关产品行业龙头设立合资公司，综合导致物流供应链业务收入大幅增加。2016 年，物流供应链业务占营业收入比重进一步提升至 96.07%，为公司收入主要来源。近三年，房地产业务受项目结算的周期性影响收入波动增长，2016 年实现收入 38.57 亿元，同比下降 26.67%，占营业收入比重下降至 3.11%。类金融及其他收入占比小，2016 年占营业收入的 0.82%。

从毛利率来看，2014~2016 年，物流供应链业务毛利率有所波动，2016 年，公司物流供应链毛利率水平同比小幅下降至 3.40%，主要系加大部分货物逾期跌价计提所致，整体毛利水平仍较低；房地产业务毛利率有所波动，近三年分别为 23.72%、19.03%和 48.21%，其中 2016 年同比大幅增加主要是结转项目上海闸北项目毛利率较高所致；公司类金融业务毛利率较高，但受限于收入规模，对综合毛利率影响很小。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 424.62 亿元，同比大幅增长 111.36%，其中物流供应链业务同比增长 105.93%，仍保持增长态势，占营业收入比重 95.02%，但受大宗商品价格下降影响，毛利率水平下滑至 2.23%。同期，房地产业务结转收入 15.56 亿元，同比增加 12.40 亿元，主要是前期销售快速增长，随着项目竣工结算当期确认规模较大所致，但受当期结转项目利润较低影响，当期房地产毛利率较 2016 年全年大幅下降 43.32 个百分点至 4.89%。当期公司综合毛利率为 2.61%，较 2016 年下降 2.52 个百分点。

表1 公司营业收入及毛利润情况(单位:亿元、%)

业务种类	2014年				2015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	483.84	92.74	16.33	3.38	599.23	91.33	22.83	3.81
房地产	34.18	6.55	8.11	23.72	52.60	8.02	10.01	19.03
类金融及其他	3.70	0.71	1.46	39.42	4.28	0.65	2.76	64.56
合计	521.73	100.00	25.90	4.96	656.11	100.00	35.61	5.55
业务种类	2016年				2017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	1190.67	96.07	40.44	3.40	403.46	95.02	8.99	2.23
房地产	38.57	3.11	18.60	48.21	15.56	3.66	0.76	4.89
类金融及其他	10.14	0.82	4.52	44.59	5.60	1.32	1.32	23.60
合计	1239.38	100.00	63.56	5.13	424.62	100.00	11.07	2.61

资料来源:公司提供

注:物流供应链中的贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

2. 物流供应链

公司物流供应链业务主要由大宗商品采购供应及综合物流服务和物流平台(园区)开发运营构成,其中大宗商品采购供应占物流供应链板块的比重最大,近三年分别为96.10%、95.20%和92.86%。

(1) 大宗商品采购供应

业务模式

大宗商品采购供应(或贸易业务)经营主体为子公司象屿股份本部的贸易事业部及象屿股份控股的子公司,为公司营业收入的主要来源。公司贸易品种主要涉及化工产品、金属材料 and 农副产品,三者合计占贸易业务收入的93%以上。公司贸易业务分为进口业务、出口业务与国内贸易,以国内贸易为主,2014~2016年,国内贸易比重分别为79.89%、73.91%和80.12%。目前公司国内贸易已形成以厦门、上海、广州、天津为核心辐射全国的战略布局,销售区域主要集中在华东地区、福建地区、华南地区、华北地区;进出口贸易则以进口为主,主要集中在亚洲和拉美。

公司贸易业务按盈利模式分为代理采购、分销、买断式采购、卖断式采购;按上游货源与下游客户是否可控,分为代理采购和自营业务两种模式。其中,分销、卖断式采购、买断式采购属于自营业务。

(1) 代理采购

代理采购指公司受委托方委托代为采购或销售某种货物的业务,公司作为受托方不承担市场价格波动风险、商品质量风险和供应商信誉风险,仅收取一定的代理手续费,并计入其他业务收入,收入规模较小。

(2) 自营业务

分销指长期合作的上游供应商将产品以一定方式通过分销商渠道在市场上销售的业务,盈利主要来自于上游供应厂商为分销商所提供的产品价格优惠(体现在分销商买卖价差利润中)及相关的附加收益。根据结算方式的不同和有无竞争对手,分为长约采购业务、二次定价业务和特许经营业务。

分销业务模式下,①长约采购业务是通过与上游供应厂商签订长期的采购协议,分批定期定价,以降低长期采购平均成本,再利用通畅的销售渠道和针对下游用户企业的长约销售业务进行销售,保证业务量和盈利水平的稳定性,该模式下时间和价格风险得以降低,业务经营过程所面临的主要风险为客户信誉和商品质量风险;②二次定价业务是采购协议签订后,供应商按预定的价格将货物发出,在货物抵达目的地或抵达目的地一段时间后,买卖双方根据当时的市场价格按一定的规则确定最终结算价格,买方不承担货物运输时间内的

价格波动风险。这类业务需要有较通畅的销售渠道并及时将货物销售出去，相关时间和价格风险可得以降低，进而保证业务量和盈利水平的稳定性；③特许经营业务是上游供应厂商给予分销商在某一区域市场上独家经销其产品的资格。

卖断式业务指先将某产品预先销售给下游制造企业，或在销售的同时通过自己的货源渠道向上游供应厂商采购该产品进行交付的业务，此类业务的盈利来源主要来自于长期稳定的货源渠道带来的采购价格优势，以及相关的附加收益。卖断式业务还分为长约销售业务或对锁业务，其中：①长约销售业务是指与下游制造企业签定长期销售合同，定期定价为其供应一定量的某产品；②对锁业务是指在向一家下游制造企业销售某产品的同时向上游供应厂商采购同等数量规格品质的同一种产品，两者形成一买一卖相对应的形式。

买断式业务是指以赚取市场价格波动利润为主要目标，先与上游供应厂商签定采购合同，持有货物然后等待市场价格上扬后再卖出的业务。盈利主要来自于买卖价差利润，通常业务会结合期货套保工具进行操作。

公司采取在现货市场上买进或卖出一定数量现货商品同时，在期货市场上卖出或买进与现货品种相同、数量相当、但方向相反的期

货商品（期货合约），达到规避价格风险的目的。三大产品种类中有期货市场的，公司均有做套期保值，具体包括白银、镍、铜、螺纹钢、苯乙烯、聚乙烯等，由于随着大宗商品价格波动，期货保证金波动较大，公司套保与交易合同不采取一一对应的的方式，以减少手续费及资金占用，目前主要根据商品敞口业务的比例，按照采购定价和整体头寸安排期货套期保值。

由于分销业务及卖断式业务在保证销售渠道通畅、经营效率及业务规模的情况下，价格风险可得以一定程度降低。买断式业务价格风险敞口较大，考虑到公司对主要贸易品种均进行套保操作，故贸易业务价格风险可控。

结算方面，对于钢材贸易上游供应商，40%-50%为款到发货，30%-40%付银行承兑汇票、凭票提货，20%左右采用预付款形式。其他商品约60%-70%采用预付货款方式结算。在与下游客户结算方面，为防范客户信誉风险，公司采取保证金跟踪措施，一般公司向下游收取15-20%的保证金，如果价格下跌，公司要求客户进行保证金追加；对于下游客户由于价格下跌放弃货物的情况，公司会采取相应处置措施同时保留对货物处置权利。同时，公司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。

表2 公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	2014年		2015年		2016年		2017年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	1133028	24.37	948272.07	16.62	2058292.86	17.88	809122.86	20.52
金属材料	2039625	43.86	3476686.72	60.94	7965630.90	69.21	2743999.98	69.58
农副产品	1194447	25.69	1185768.82	20.78	755333.33	6.56	141776.70	3.59
其他	282706	6.08	94463.53	1.66	730092.15	6.34	248846.71	6.31
合计	4649806	100.00	5705191.14	100.00	11509349.23	100.00	3943746.25	100.00

资料来源：公司提供；

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

金属材料贸易

分产品来看，金属材料主要包括钢材、其他金属材料、矿产品及提炼物，2016年占比

分别为69%、13%和18%。2014~2016年，公司金属材料贸易规模快速增长，年均复合增长97.62%。2016年以来，随着供应链服务的

逐步完善，公司与上下游客户合作进一步增强，同时，公司开展实体企业全程供应链服务项目、代采代销模式并建立多家合资公司，业务资源逐步丰富，共同带动公司业务规模快速增长。2016年，公司金属材料实现销售收入796.56亿元，同比增长129.12%。2016年，金属材料进出口贸易和国内贸易占比分别为14.82%、85.18%，毛利率分别为5.19%和2.18%，分别同比提升1.93个和0.25个百分点，主要是公司抓住产品上涨行情，毛利率进一步提升。

2015年以来，公司开展实体企业全程供应链服务，经营模式为：公司选取设备先进、自然条件和区位优势明显的钢铁企业，介入其生产调度（不持有其股权），同时派驻人员长期驻扎在工厂负责企业的生产计划和库存管理，由公司100%负责钢厂的原材料代采及成品代销。会计处理方面，公司原料销售价及成品采购定价按照公司对外原料采购价及对外销售成品销售价的固定比例定价¹，原材料及成品计入公司存货，公司不承担价格波动风险。目前实体企业全程供应链服务基本采用以销定产模式，公司与工厂之间无预付款，结算周期约30天，一般以现金结算。截至2016年底，公司实体企业全程供应链服务共3个，分别为铜陵旋力项目、徐州泰发项目、金广项目，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。2016年以来，受合作模式成熟、钢材行情走高及钢厂达产率提升的综合影响，实体企业全程供应链服务收入大幅增长，2016年为公司金属材料业务贡献收入152亿元。

代采代销模式下，公司为合作客户提供一半以上的原材料采购及产成品销售，业务模式及会计处理与实体企业全程供应链服务相似，但公司不参与其生产调度，公司与客户之间无预付款，结算周期为30天，一般以现金结算。目前代采代销模式合作客户共1家，为江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”），

目前江苏德龙主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁，2016年公司该模式为金属材料贸易贡献收入141亿元，毛利率2.85%。由于代采代销模式下，生产计划由客户确定，公司仅根据需求进行原料代采及产成品代销，公司经营受市场行情及客户经营影响较大，存在一定经营风险。

2016年，公司与多家民营贸易企业成立合资企业，主要包括厦门象屿铝晟有限公司（公司持股51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（公司持股75%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股59.21%）等，由公司控股并派驻总经理、财务人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展贸易业务，带动铝产品、矿产品、石油贸易收入大幅增长。目前，公司将合资公司等同于事业部管理，贸易模式及风险控制与公司现有贸易模式相同，2016年合资公司为公司金属材料贡献收入20.59亿元。

化工产品贸易

化工产品贸易品种主要以PE/PP、PVC、PTA为主，2016年上述产品销售额占化工材料销售总额的21.27%、6.14%、49.82%。2016年化工材料进出口贸易及国内贸易占比分别为11.28%和88.72%，毛利率分别为3.38%和0.94%，以国内贸易为主。2014~2016年，公司化工产品贸易收入波动增长，2015年同比下降16.31%，主要系市场行情波动，产品价格回落，公司适度减少业务量，导致收入出现下滑；2016年以来，公司与有竞争力的民营贸易企业成立合资公司象屿（厦门）石油有限公司（持股比例51%），借助合作方项目资源开展贸易业务；同时，公司商品衍生事业部新增PTA、铜、白银贸易业务，其中PTA销量239.73万吨，实现收入95.84亿，上述因素共同导致公司2016年化工产品实现收入205.83亿元，同比大幅增长117.06%。

公司与中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司、新疆中泰化学股份有限公司等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关

¹原料销售及成品销售确认收入，原料采购及成品采购确认成本。

系，同时依托各地分公司，搭建起全国销售网络，以直接销售给下游厂家为主，同时部分产品与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。目前，化工产品部分通过对锁方式给下游客户，其余部分自营，自营部分通过期货套期保值控制价格风险。

农副产品贸易

公司农副产品主要以食品及农产品原料、种子饲料和木材为主，2016年占比分别为55.27%、5.17%和34.18%，2016年农副产品进出口贸易及国内贸易毛利率分别为1.04%和4.79%，经营主体为厦门象屿物流集团有限责任公司和大连象屿农产有限公司（以下简称“大连象屿农产”）等公司。其中，大连象屿农产系黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）子公司，公司于2013年9月与穆氏家族合作，共同出资设立象屿农产，其中公司出资4亿元持有象屿农产80%股份。

象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食代收和销区的粮食贸易等业务（仅粮食贸易收入计入农副产品板块）。象屿农产设立了大连粮食综合贸易平台，形成多元化的粮食采购与分销服务平台，目前，公司粮食贸易供应商以中小型公司为主，部分玉米通过乌克兰进口，供应商较为分散；下游客户主要为大饲料厂，公司与哈尔滨海大饲料有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司和新希望集团有限公司等国内前十大饲料厂均建立了战略合作关系。结算方面，饲料厂对公司一般货到付款，结算周期通常为7-15天。

2014~2016年，公司农副产品逐年下滑，其中2016年同比大幅下滑36.30%，主要是

2015年以来北粮南运受限及玉米临储政策取消，致使部分产品价格倒挂，农副产品贸易业务经营风险加大，公司控制贸易规模，农副产品收入大幅下滑。

其他贸易产品

公司其他贸易主要产品包括平行进口汽车、白色家电、白银、五金集采和电子设备等。其中2016年收入大幅增加，主要为平行进口车规模扩大同时白银贸易业务增长所致，二者当期分别实现收入36亿元和30亿元。

公司于2015年开始经营平行进口汽车贸易，在原有汽车国际保兑仓业务基础上，与福建车库巴士汽车有限公司设立福建省平行进口汽车交易中心有限公司（公司持股比例60%），作为平行进口汽车贸易业务运营主体，整合国外采购渠道和进口车源。

目前平行进口汽车以代理为主，自营业务采用卖单或下家锁定的形式来进行。汽车品牌主要有丰田、奔驰、宝马、路虎、奥迪、日产等车型，采购渠道主要为中东地区、欧洲地区和北美地区。结算方面，进口采用开立信用证结算方式，销售则收取现款。2015~2016年汽车供应链业务实现快速增长，分别进口代理车辆1511台和10439台，实现收入分别为2.62亿元和36亿元。2017年一季度累计进口车辆5945台，实现收入6亿元。

2016年，公司商品衍生事业部增加白银贸易量，2016年实现白银销量893吨，收入29.92亿元。2016年商品衍生事业部合计实现收入182.29亿元，投资收益-1.87亿元，利润-3.27亿元，主要是由于公司配套期货合约浮亏，但由于现货未交割，利润未体现所致。

表3 粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2014年		2015年		2016年		2017年1-3月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
仓储收入	5678.15	57.07	54927.30	76.85	125346.56	55.10	25152.72	60.99
装卸收入	--	--	26663.19	44.55	25222.45	40.24	29.96	-3891.14
烘干收入	--	--	15188.30	26.12	9947.60	-15.84	0.86	-174734.35
合计	5678.15	57.07	96778.79	59.99	160516.61	48.37	25183.54	50.35

资料来源：企业提供

注：1. 2017年1-3月，装卸及烘干业务毛利率为负，主要是由于2016-2017年收粮季相关补贴已在2016年确认收入，当期收入很小所致；

2. 2015年仓储收入毛利率较高，主要系象屿金谷系仓储新建相关折旧未完全体现在财务报表，但相关粮食补贴收益已正常体现所致。

(2) 粮食收储及合作种植

粮食收储

除粮食贸易外，象屿农产还从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食收储等业务。截至 2016 年底，象屿农产资产总额 137.84 亿元，权益总额 37.36 亿元，2016 年象屿农产实现营业收入 37.18 亿元，净利润 3.06 亿元。公司粮食收储业务主要于当年 9 月至次年 4 月份按照国家规定的收储价格采用现金向农民收购粮食（主要为玉米和水稻），之后经过烘干、仓储，运输交给国家粮库，粮食收储后由中储粮验收入库，并按季度给予象屿农产收粮费用补贴²、保管费用补贴和出库费用补贴（均计入仓储收入），公司还提供装卸及烘干服务。

公司于 2013 年开展粮食收储业务，2014 年收入规模较小仅为 5678.15 万元，随着公司仓容的快速扩大，粮食收储收入快速增长，2015~2016 年分别获取收入 9.68 亿元和 16.05 亿元，其中 2016 年包括仓储收入 12.53 亿元、装卸收入 2.52 亿元和烘干收入 0.99 亿元。

会计处理方面，收粮过程中代收粮食不计入公司存货，象屿农业根据实际情况垫付资金向农民收储粮食，计入预付账款，中储粮在后期将垫付资金拨付给公司，一般公司主要在 9-12 月集中收粮阶段出现大额预付款，于次年年中前陆续收到全部交粮回款。为扩大收粮规模，象屿农产在收粮季为资金短缺的收粮经纪人提供资金支持，由收粮经纪人提前向散户收取粮食并交由象屿农产，于收粮季结束后归还。2016 年 9 月至 2017 年 3 月，象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）向 31 位收粮经纪人提供共计额度 5.22 亿元的委托贷款，截止 2016 年 11 月，已全部收回；为 19 个收粮经纪人提供 3.12 亿元自营贷款，截至 2016 年底，自营贷款余额为 18530 万元。公司将象屿农产委托贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入投资收益。

²其中收粮费用补贴直接冲抵收粮成本，保管费用和出库费用补贴计入仓储收入；

象屿农产除自行收储之外，还与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，通过为其提供资金及相关服务收储粮食，交粮获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益计入投资收益科目。

仓储方面，象屿农产近年来通过自建、收购以及合作等方式不断扩建仓容，2015 年公司获得黑龙江省 95% 以上政策性新建仓容，仓库建设方面中央以及黑龙江省会给予公司一定补贴（先计入专项应付款，竣工结算后转入资本公积）。2015 年，公司与黑龙江金谷集团合资设立黑龙江象屿金谷农产有限公司，并且启动建设富锦、北安共计 581 万吨粮食仓储基地，截至 2016 年底，公司粮食仓储能力达到 1510.31 万吨，其中自有粮食仓储能力 1242.20 万吨，合作粮食仓储能力 268.11 万吨。

2014~2015 年收粮季及 2015~2016 年收粮季，公司共代收粮食分别为 834 万吨、772.20 万吨，其中玉米收储垫付资金回款周期分别为 3 个月、1 个月，预付粮食款最高占用额分别为 98 亿元、50 亿元，回款周期加快，垫款规模下降。2016~2017 年收粮季，由于玉米国家临储政策取消，公司仅收储水稻，截至 2016 年底，共代收国储粮食 110.43 万吨，同比大幅减少。粮食入库后，根据国家决定 3 年内逐渐出仓，2015 年及 2016 年，公司粮食分别出库 7946 吨和 131078 吨。

目前仓库内基本属于满仓状态，2016 年玉米国家临储政策取消，由于玉米陈粮轮出速度较慢，随着玉米陈粮逐步去库存化，基本未来 1-2 年可以维持较高的仓容利用率，对公司承担国储粮保管任务而收取的仓储收入影响较小。

合作种植

除粮食收储外，象屿农产还开展合作种植业务，业务模式：公司从种植大户及合作社手中将种植土地流转至公司名下，然后以合作种植的模式分包给种植大户及合作社种植。在种植过程中，象屿农产向种植大户及合作社提供资金支持、种子、化肥、农机具等服务；种粮

大户及合作社具体负责实际种植事项,如人工、农药、农机等。合作所种粮食成熟后交给象屿农产,后续再将粮食按市场价格结算后,象屿农产与种粮大户及合作社进行收益分成,将相关利润计入投资收益,2015~2016年收粮季来自合作种植部分粮食收储达103.43万吨,2015年,象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮232万亩。

2016年,玉米国家临储政策取消,公司调整合作种植政策,玉米合作种植由原来合作包地盈亏互担的紧密型合作转变为仅提供资金服务的松散型合作模式,同时整体合作种植品种调整为以水稻为主。2016~2017年收粮季,象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮150万亩,其中玉米合作种植面积50万亩,水稻合作种植面积100万亩,2016~2017年收粮季来自合作种植部分粮食收储为30.83万吨。

合作种植过程中,象屿小贷通过自营贷款业务放贷给种植大户,公司将自营贷款计入其他流动资产,期间收取相关费用作为利润并计入收入。截至2017年3月底,象屿小贷为合作种植提供贷款已全部收回。

2015年,象屿农产共取得合作种植与合作收粮投资收益合计3.82亿元,同比增长8.16%。2016年,受玉米临储政策取消影响,合作种植规模大幅下滑,象屿农产2016年共取得合作种植与合作收粮投资收益合计1.04亿元,同比下降72.66%。

由于玉米价格回归市场化水平,玉米深加工行业成本优势显现,同时近年来国家及东北各省出台扶持政策,对深加工行业利好,基于此公司提前积极布局玉米深加工板块,2016年公司在玉米产区富锦、北安各新建60万吨深加

工项目,生产成本及运输成本优势明显。其中,富锦深加工项目已于2016年10月投产,北安深加工已于2016年11月投产,项目年加工淀粉144.8万吨,清洁米30万吨,加工农副产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等32.3万吨,预计项目投产后年销售收入可达30亿元。截至2016年底,富锦项目已生产淀粉8.82万吨,北安生化项目已生产淀粉4.99万吨,分别实现收入1.17亿元和0.15亿元(计入其他业务收入);2017年1~3月,富锦项目及北安生化项目产量分别是13.17万吨、12.95万吨;收入分别是1.93亿元和1.70亿元,预计2017年收入分别为13.37亿元和11.62亿元。未来公司拟重点发展深加工项目,向产业链下游继续延伸,生产氨基酸、胚芽油、淀粉糖等深加工产品。

总体看,象屿农产粮食代收业务开展以来,收储规模以及仓库容量快速增长,已逐步发展成为东北粮食产区规模较大的粮食收储企业。同时,联合资信也关注到,粮食收储通过预付粮食款、合作种植以及委托贷款对公司资金形成较大占用,且2016年玉米国家临储政策取消,公司粮食收储规模大幅下降。考虑到粮食政策性轮转出库的进度较慢,未来1~2年内仓容率仍可得到保证,且公司布局深加工行业有望成为未来新的收入及利润增长点。

(3) 综合物流服务及园区开发运营

公司物流业务主要由下属子公司厦门象屿速传供应链发展股份有限公司(公司直接持股74.10%,以下简称“速传供应链”)负责。综合物流方面,公司有约10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求。

表4 公司物流业务收入构成情况(单位:万元、%)

项目	2014年		2015年		2016年		2017年1~3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	98210	12.76	108469	10.21	109446.00	12.84	49190.00	11.43
运输装卸收入	9314	3.89	7494	7.05	6477.00	14.00	1422.00	14.86
空运收入	1509	8.65	918	18.28	1241.00	16.36	449.00	14.23
堆场收入	16347	24.63	16725	22.89	15095.00	31.00	3720.00	22.54

报关收入	325	90.57	383	64.82	349.00	81.85	84.00	85.1
仓储收入	3464	-2.59	3799	7.43	3789.00	0.88	895.00	1.03
其他收入	16616	5.50	21546	13.14	65092.00	7.51	1013.00	6.52
合计	145785	12.46	159334	11.90	201489.00	12.43	56773.00	12.12

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司物流业务收入年均增长17.56%，2016年实现收入20.15亿元，同比增长26.46%，主要来自其他收入的增长，同期物流业务毛利率为12.43%，同比变化不大。分板块看，运输装卸毛利率大幅上升，主要是因为油价下降，同时公司调整业务结构，优化客户，营业贡献率提高所致；报关收入波动不大，但毛利率提升主要是2016年4月以来，海关政策调整导致保管录入费等免掉所致。其他业务收入增加主要是工程物流因进出口量同比增加13万吨所致。

2017年1~3月，公司物流业务收入5.68

亿元，占2016年全年的28.19%，毛利率为12.12%。总体看，公司物流业务种类丰富，物流链较为完整，公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源投放方向，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和利润水平不断增长。

堆场方面，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场35.30万平方米，同时公司拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料。

表5 截至2017年3月底公司自营堆场情况（单位：平方米）

地理位置	厦门		福州	
	海天港区	海沧港区	马尾青州港区	福清江阴港区
堆场类型	非保税	保税/非保税	非保税	非保税
堆场总面积	115177.00	166999.86	18165.00	52612.00
场装面积	37843.20	21596.66	1812.00	4420.00
修箱场面积	19317.17	25400.00	800.00	1200.00
冷藏箱插座	120	100	32	24

资料来源：公司提供

仓储方面，公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过50万平方米，其中自营仓库面积为13.18万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海外宝山区、广州黄埔港区及青岛黄岛区。

运输服务方面，公司提供包括汽运、航运的一体化的运输服务，在厦门、福州口岸自有拖车115部；拥有一条5000吨级散货船，并与国内多家内贸散货、集装箱船公司保持良好的战略合作关系。

公司为进一步拓展供应链策略，积极搭建物流平台，以期实现“货源+可靠仓库+配套物

流仓储加工运输”的一条龙服务。目前公司主要已投产物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园、五金机电物流集散中心和泉州物流园区等，主要对外出租收取租金收入，截至2017年3月底，主要物流园区合计占地面积37.95万平方米。

3. 房地产

公司房地产业务主要由公司全资子公司象屿地产集团有限责任公司（以下简称“象屿地产”，持股比例100%）运营，截至2016年底，象屿地产资产总额239.39亿元，权益总额72.55

亿元，2016 年实现营业收入 38.57 亿元，利润总额 8.34 亿元。

公司于 2003 年开始介入房地产开发经营，坚持定位刚性需求客户，以一线城市的外环和二、三线城市的住宅项目为主，选址交通便利区域，目前公司房地产项目开发主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展重庆、长沙、福建南平及福州等区域。目前，上海及其周边是公司房地产业务的重点城市。

2014~2016 年，公司房地产开发投资分别为 64.95 亿元、26.77 亿元和 158.77 亿元，2016 年开发投资规模大幅增长，主要是由于公司土地购置规模增加，同时花桥 24-2 二期、南平瑞峰峻岭一期开工所致。公司坚持按 12~15 个月开发期实现上市及在同一区域实现滚动开发理念，近三年竣工面积逐年增长，分别为 35.71 万平方米、40.30 万平方米和 76.43 万平方米。2015 年受房地产市场回暖影响，房屋销售面积、销售额同比分别增长 82.27% 和 76.30%，为 42.74 万平方米、67.03 亿元。2016 年以来，公司销售额进一步提升，同比增长 6.01%，但销售面积有所下降，主要销售项目包括陈春路一号地块 D 地块、珑庭花园三期、花桥 24-2 一期、

重庆两江御府等。2016 年以来，上海及周边住宅价格一路攀升，公司房产平均销售单价增长至 1.83 万/平方米，2016 年，公司房地产业务确认收入 38.57 亿元，主要确认收入项目包括上海闸北项目、昆山珑庭花园、重庆项目。

表 6 房地产业务发展情况

(单位: 万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
房屋竣工面积	35.71	40.30	76.43	0.00
房屋销售面积	23.48	42.74	38.97	5.41
新增土地储备	12.80	12.05	83.29	0.00
平均销售单价	1.59	1.57	1.83	2.22
实际销售额	38.02	67.03	71.06	12.02

资料来源: 公司提供

2014~2016 年，公司分别新增土地储备 12.80 万平方米、12.05 万平方米和 83.29 万平方米。2016 年公司土地储备大幅增长，土地购置支出 125.08 亿元，新增地块主要包括上海南桥项目，昆山花桥 2-3 项目以及福州项目，2017 年一季度无新拿地。截至 2016 年底，公司土地储备合计 132.68 万平方米，其中上海占 6.74%、南平占 31.62%、福州占 42.51%、花桥占 19.13%。

表 7 截至 2017 年 3 月底公司在建及拟建房地产项目情况 (单位: 万平方米、万元)

项目	城市	进度	占地面积	建筑面积	总投资	已投资	2017 年 4-12 月计划投资
福建象屿-江南第一城	南平	在建在售	396584.00	587782.00	198975.00	185776.00	7384.00
南平瑞峰	南平	在建在售	206848.00	448911.00	99124.00	22745.00	21371.00
南平恒龙	南平	尚未开工	217828.00	206517.00	44802.00	8463.00	-
优山美地家园	湖南	售罄	43965.00	112735.00	49257.00	49149.00	230.00
重庆两江公园	重庆	在建在售	206356.00	568377.00	445065.00	398852.00	14737.00
珑庭花园	昆山	在建在售	87865.00	393284.00	235550.00	189269.00	8637.00
鑫山汇众苑 2 期(都城)	上海	售罄	138666.00	274041.00	143427.00	141122.00	415.00
云润新苑(名城)	上海	北区售罄,	81857.00	163916.00	119355.00	77279.00	20948.00
象屿鼎城	上海	售罄	56570.00	125367.00	199014.00	198431.00	585.00
象屿郦庭	上海	售罄	41424.00	77577.00	105071.00	104193.00	421.00
象屿品城	上海	在建在售	120663.00	226569.00	305919.00	294500.00	9663.00

闸北地块	上海	在建在售	45683.00	119952.00	321867.00	293300.00	7628.00
花桥 15-1	昆山	在建在售	146236.00	459884.00	362240.00	227201.00	1933.00
花桥 24-2	昆山	在建在售	100959.00	325438.00	247350.00	124277.00	33994.00
花桥 9-2	昆山	尚未开工	65122.00	213231.00	173295.00	89220.00	31136.00
花桥 9-3	昆山	在建	55374.00	178526.00	155905.00	85640.00	19157.00
陈春路一号 C-1 地块	上海	在建在售	61627.00	99208.00	234949.00	204875.00	9920.00
陈春路一号地块 D 地块	上海	在建在售	66463.00	108981.00	253387.00	220268.00	10898.00
南桥新城 16 单元 36-03	上海	尚未开工	52793.00	139730.00	322792.00	215309.00	41931.00
南桥新城 15 单元	上海	尚未开工	36595.00	117328.00	301444.00	216424.00	25599.00
花桥 2-3	昆山	尚未开工	100841.00	337987.00	650916.00	446661.00	54805.00
福州项目	福州	尚未开工	642632.00	602790.00	1058919.00	384348.00	67502.00
合计	-	-	2972951.00	5888132.00	6028623.00	4177305.00	388894.00

资料来源：公司提供

注：上述表格中合作开发项目（花桥 9-2、花桥 9-3、南桥新城 16 单元 36-03 项目和福州项目）的投资额包含合作方投资额，公司仅按照持股比例进行投资。

公司主要采取市场化招拍挂方式拿地，拿地价格随市场行情波动。2016 年以来，在土地市场竞争激烈的情况下，公司为实现规模扩张同时降低经营风险，于 2016 年分别与融创中国控股有限公司合作开发花桥 2-3 地块，与保利房地产（集团）股份有限公司合作开发南桥新城 16 单元 36-03 地块，与阳光城集团股份公司合作开发福州项目。项目竣工销售后根据双方占合资公司的股权比例进行收益分成。

截至 2017 年 3 月底，公司在建、拟建房地产项目主要分布在上海、昆山和南平，合计建筑面积 588.81 万平方米，总投资额 602.86 亿元（含合作方投资额），已投资 417.73 亿元，尚需投资 185.13 亿元，其中 2017 年 4~12 月计划投资 38.89 亿元，公司房地产业务未来投资额较大，有一定的资金压力。

作为厦门市国资委下属企业，公司也承担了少量土地开发、代建业务。2016 年，公司实现代建收入 0.17 亿元，规模较小。截至 2017 年 3 月底，公司代建项目主要包括灌中路延伸段、集美北路、厦门东通道配套水工工程等，代建合同标的合计 39.90 亿元，已投资 33.29 亿元。上述金额均不需要公司垫资，代建进度取

决于财政的拨款进度。公司收到代建资金拨付时计入长期应付款，代建合同标的投资跟长期应付款抵销，利润表中只体现代建费收入。

4. 类金融及其他

公司近年来陆续介入资产运营、担保、典当等类金融行业，先后成立了厦门象屿担保有限公司（以下简称“象屿担保”）、厦门象屿小额贷款股份有限公司（以下简称“小额贷款公司”）、厦门象屿资产管理运营有限公司（以下简称“象屿资产”）等全资子公司，并于 2015 年 8 月设立厦门象屿金象控股集团有限公司（注册资本 13.80 亿元，以下简称“象屿金控”），将类金融板块子公司划入象屿金控统筹管理经营。

截至 2016 年底，象屿金控资产总额 50.15 亿元，所有者权益 24.28 亿元，2016 年度实现营业收入 4.73 亿元，实现净利润 2.16 亿元。其中，象屿资产实现收入 2.88 亿元，净利润 2.04 亿元；象屿担保实现收入 318.05 万元，利润总额 479.04 万元，截至 2017 年 3 月底，担保余额 48777 万元，2016 年无代偿情况，未计提减值准备；小额贷款公司收入 3586.87 万元，利

润总额 3090.99 万元，截至 2017 年 3 月底，贷款余额 15602 万元，主要贷款对象为个人，抵押物持有比例 100%，2016 年未发生逾期情况，未计提坏账。

同时，公司也涉及二级市场投资，公司目

前参股兴业证券股份有限公司、福建南平太阳电缆股份有限公司等上市流通股票。2016 年公司合计获得现金分红 2958.23 万元，同比下降 2.70%。截至 2016 年底，公司主要股权投资明细如下表。

表 8 截至 2016 年底公司主要股权投资明细（单位：%、万股、万元）

会计处理	公司/资产	持股比例/股票数量	账面价值/股票市值
长期股权投资-权益法	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	75499.01
	厦门农村商业银行股份有限公司	7.53	74295.64
	哈尔滨农村商业银行股份有限公司	9.90	28932.93
	厦门象阳投资有限公司	49.00	24236.60
	福州丰顺祥投资有限责任公司	49.00	19416.47
可供出售金融资产	兴业证券	94652000	72408.78
	科华恒盛	10029500	43026.56
	太阳电缆	94195958	89862.94
	生物股份	500	1.58
	海大集团	376000	565.88
	恒力股份	33990182	28313.82
	怡亚通	20000	21.72
	中骏置业	25070400	5223.33
	滨海泰达	10000000	1242.71

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数均呈上升趋势，三年加权平均值分别为 34.63 次、4.31 次和 1.71 次，2016 年分别为 45.89 次、5.10 次和 2.04 次。总体看，公司经营效率较高。

6. 未来发展

公司未来发展战略定位是“以现代服务业为主要发展领域，以产业化运作为主要发展思路，以投资控股集团为主要发展方向，服务于国家战略、区域发展、城市发展的现代服务业

投资控股集团”。根据公司规划，未来公司“十三五”末即 2020 年进入中国 500 强前 200 位，打造中国一流的现代服务业投资控股集团。

截至 2017 年 3 月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要有厦门大嶝对台小额商品交易市场、两岸贸易中心项目等，项目总投资 55.80 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资 22.68 亿元，2017 年 4-12 月和 2018 年分别计划投资 7.09 亿元和 3.00 亿元。考虑到公司房地产业务投资计划，结合在建工程投资规模来看，公司未来仍存在一定资金压力。

表 9 截至 2017 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	投资进度	2017 年 4-12 月计划投资	2018 年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	351924	93315	26.52%	25000	20000

两岸贸易中心项目（二期）	67853	51991	76.62%	2982	--
跨境电商产业园（二期）	20000	5799.64	29.00%	11654	2546.37
跨境电商物流中心	5050	3050	60.40%	2000	--
中心渔港冷库	9876	3505	35.49%	1466	4905
富锦金谷铁路发放系统项目	44351	36907	83.22%	7444	--
富锦金谷 80 万吨罩棚项目	13500	13089	96.96%	411	--
江苏大丰铁矿石加工项目	28000	9269	33.10%	18731	--
象屿自贸金融中心一期项目及象屿物流配送中心和胜狮办公楼立面改造项目	11206.00	3946	35.21%	887	2,532
兴泓低熔点棉二期工程	6247.34	5970.80	95.60%	276.54	--
合计	558007.34	226842.44	40.65%	70851.54	29983.37

资料来源：公司提供；

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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2014年财务报告已经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2015年财务报表已经希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2016年公司提供的财务报告经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具标准无保留的审计意见。公司2017年一季度财务报表未经审计。由于2016年审计报告对前期重大差错进行了更正,调整部分2016年期初数,其中主要变动包括:累计调减未分配利润1.64亿元,调减其他应收款5.75亿元,调增其他流动资产2.53亿元,调增应交税费1.03亿元,调减利润总额0.76亿元等。故以下2015年数据采用2016年期初数进行分析。

合并范围变化方面,2015年新增厦门象屿金象控股集团有限公司、厦门象屿自贸区开发有限公司等6家子公司,均为当年投资设立。2016年纳入合并报表范围的公司共23家,较2015年增加2家。2017年1~3月,公司纳入合并报表范围的公司较2016年增加1家厦门象盛镍业有限公司,减少1家香港象屿瀚晟有限公司。总体看,公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2016年底,公司(合并)资产总额729.64亿元,所有者权益226.24亿元(含少数股

东权益131.45亿元);2016年,公司实现营业收入1239.38亿元,利润总额17.08亿元。

截至2017年3月底,公司(合并)资产总额916.09亿元,所有者权益244.56亿元(含少数股东权益149.75亿元);2017年1~3月,公司实现营业收入424.62亿元,利润总额2.70亿元。

2. 资产质量

2014~2016年,公司资产规模不断扩大,年均增长32.74%。截至2016年底,公司资产总额729.64亿元,同比增长50.93%。截至2016年底,公司流动资产占71.69%,非流动资产占28.31%,公司资产结构以流动资产为主。

截至2016年底,公司流动资产523.07亿元,同比增长56.97%,主要由存货(占56.41%)和其他流动资产(占10.62%)构成。

2014~2016年,公司货币资金年均增长36.10%。截至2016年底,公司货币资金39.29亿元,同比增长5.83%,主要为银行存款(占94.42%)、保证金等其他货币资金(占5.58%)和少量库存现金,其中使用受限的金额(含各种保证金等)为1.45亿元。

2014~2016年,公司应收账款波动增长,截至2016年底,公司应收账款27.04亿元,同比增长11.43%,主要是公司业务扩张,采用信保赊销和国际信用证结算的业务增加所致;其中前五名余额合计占比23.97%,公司应收账款

集中度一般。从账龄看，采用组合计提坏账准备的应收账款（占应收账款余额的 91.23%）中，1 年以内的占 89.00%，账龄较短；公司共计提坏账准备 2.43 亿元，计提较合理。

2014~2016 年，公司预付款项年均复合下降 26.03%，其中 2015 年同比下降较快，主要系农产供应链预付粮食收购款减少所致。截至 2016 年底，预付款项 51.65 亿元，与 2015 年基本持平，其中账龄在 1 年以内的占 95.89%，账龄短。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 69.30%。2015 年同比增长主要是拍地保证金增加所致。截至 2016 年底，公司其他应收款 51.00 亿元，同比大幅增长 99.83%，主要来期货保证金增加及支付房地产合资项目公司运营款。截至 2016 年底，其他应收款构成主要是关联交易形成应收账款、员工备用金、应收期货保证金等；期末其他应收款前五大客户合计 33.24 亿元，占比 60.01%，集中度高，主要为房地产合作开发产生的关联方往来款。公司累计计提坏账准备 4.39 亿元。

表 10 其他应收款期末余额前五名单位情况

(单位: 亿元)

单位名称	款项性质	其他应收款期末余额	账龄
客户一	关联方往来款	10.69	1年以内
客户二	关联方往来款	8.03	1年以内
客户三	关联方往来款	6.76	1年以内
客户四	期货保证金	4.79	1年以内
客户五	关联方往来款	2.97	3年以内
合计	--	33.24	

资料来源：公司提供

注：前三名单位均为房地产合作开发项目公司。

2014~2016 年，随着供应链业务扩大及房地产开工项目增加，公司存货增长较快，截至 2016 年底，公司存货为 295.08 亿元，同比大幅增长 82.27%，其中供应链业务库存商品增加 44.89 亿元，主要是金属矿产、化工材料等产品；房地产开发增加 67.12 亿元，主要来自花桥 2-3 等项目。截至 2016 年底，存货主要为库存商品

(占 34.75%)、开发成本（占 54.74%）和开发产品（占 8.75%），本期对库存商品计提 1.45 亿元跌价准备，开发产品计提 1.44 亿元跌价准备。

2014~2016 年公司其他流动资产快速增长。截至 2016 年底，公司其他流动资产 55.56 亿元，同比大幅增加 30.77 亿元，截至 2016 年底，主要为理财产品（22.25 亿元）和对公司上下游产业客户及合资公司提供的委托贷款（17.18 亿元）所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产 206.57 亿元，同比增长 37.54%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、其他非流动资产构成。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产不断增长，年均复合增长 13.65%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 33.84 亿元，同比增长 26.75%，主要为海峡金桥财产保险公司投资款 2.25 亿元以及科华恒盛股票投资款 4.30 亿元所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产公允价值计量部分为 24.07 亿元，成本计量部分为 6.27 亿元。

公司长期股权投资主要为对物流、饲料、矿业、房地产、码头等行业的合营、联营企业和其他股权的投资。截至 2016 年底，公司长期股权投资 26.17 亿元，同比增长 45.76%，主要为公司 2016 年新增对哈尔滨农村商业银行股份有限公司 2.77 亿元、厦门象阳投资有限公司 2.45 亿元、福州丰顺祥投资有限责任公司 1.96 亿元投资所致。公司对长期股权投资无质押。

2014~2016 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 113.14%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 71.02 亿元，同比增长 84.56%，主要系富锦象屿金谷、绥化象屿金谷的仓储建设项目及富锦和北安地区深加工项目由在建工程转固定资产所致。截至 2016 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 62.58%）、机器设备（占比 23.29%）构成；累计折旧 5.92 亿元，未计提减值准备。

截至2016年底,公司其他非流动资产21.99亿元,同比增加14.32亿元,主要为对集团上下游产业客户及农产项目的委托贷款7.82亿元,以及土地出让金、贷款业务、代建工程增加所致。

截至2017年3月底,公司资产总额为916.09亿元,较2016年底增长25.55%;流动资产占比为76.83%,仍以流动资产为主,比重进一步提升。其中,货币资金68.98亿元,较年初大幅增长75.57%,主要是为之后的到期融资及经营需要筹措资金所致;应收票据、应收账款及预付账款较2016年底大幅增加,主要系供应链业务规模扩大,导致与上下游经营性款项大幅增加所致;存货365.92亿元,较年初增长24.01%,主要是供应链业务库存商品增加所致;其他流动资产76.66亿元,较年初增长37.98%,主要因为理财业务增加所致。其他科目变动不大。

总体看,随着业务规模扩大,公司资产总额快速增长,资产以流动资产为主,应收账款、存货和预付款项占比大,房地产合作开发形成的关联方往来款及对上下游客户委托贷款增长较快,对公司资金形成一定占用,非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。公司整体资产质量良好一般,流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年公司所有者权益快速增长,年均复合增长53.08%。截至2016年底,公司所有者权益为226.24亿元(其中少数股东权益131.45亿元),同比增长42.27%。归属于母公司权益94.79亿元中,实收资本占16.63%、资本公积占15.13%、其他权益工具占31.46%、未分配利润占27.35%。

截至2016年底,公司实收资本15.76亿元,同比增长0.64%,主要是厦门市人民政府国有资产监督管理委员会增加对公司投资(0.10亿元)所致。公司资本公积为14.34亿

元,同比增长11.35%,主要系子公司收到绥化市财政局拨付款项、省级和中央配套资金,同时象屿资产持有厦门农商行的股权按权益法核算使公司资本公积增加。

截至2016年底,公司其他权益工具29.82亿元,同比增长50.23%,包括中期票据“15象屿MTN001”9.85亿元、上海兴瀚资产管理有限公司投资的永续期债券10.00亿元和中期票据“2016象屿MTN001”9.97亿元。其他综合收益为7.65亿元,同比减少13.40%,主要为公司可供出售金融资产的累计公允价值变动所致。少数股东权益为131.45亿元,同比增长42.27%,主要为成立产业基金以及成立合资公司引入战略投资者所致。

截至2017年3月底,公司所有者权益为244.56亿元(其中少数股东权益149.75亿元),较上年底增长8.10%。

总体看,公司资本金不断扩充,2016年,公司所有者权益增长主要来自少数股东权益及永续中期票据,权益稳定性弱。

负债

2014~2016年,公司负债总额持续增长,截至2016年底,公司负债合计为503.40亿元,同比增长55.18%,其中流动负债占84.67%,构成以流动负债为主。

2014~2016年,公司流动负债年均复合增长30.98%。截至2016年底,公司流动负债为426.23亿元,同比增长62.92%,主要由短期借款(占34.28%)、预收款项(占18.84%)和其他流动负债(占14.01%)构成。

截至2016年底,公司短期借款为146.12亿元,同比增长22.84%,主要是经营规模扩大导致资金需求增加所致。公司短期借款主要包含信用借款(占48.75%)、保证借款(占42.67%)、贸易融资借款(占8.49%)。

2014~2016年,随着公司业务规模的扩大,公司应付票据及应付账款快速增长,年均复合增长率分别为57.36%及57.76%。截至2016年底,公司应付票据为32.57亿元,同比增长

65.62%，主要为银行承兑汇票（占 99.82%）；应收账款为 46.50 亿元，同比增长 46.54%，其中 1 年以内占比 96.91%，账龄短。

公司预收款项主要是预收货款和房地产预售房款。2014~2016 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 79.65%。截至 2016 年底，预收款项 80.30 亿元，同比增长 96.40%，其中预收货款及预售房款分别增加 10 亿元和 28.98 亿元；截至 2016 年底，预收款项中包含预售房款 51.57 亿元。

公司其他应付款主要包含往来款、客户期货保证金、代收客户契税等款项，2014~2016 年，公司其他应付款快速增长，年均增长 105.30%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 28.38 亿元，同比大幅增加 22.56 亿元，主要是房地产合作开发业务收到合作股东投入的项目运营款。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 59.70 亿元，同比增长 157.94%，主要是应付短期债券增加 34.58 亿元所致，2016 年底其他流动负债包含委托贷款 2 亿元。

表11 截至2016年底公司（合并口径）短期债券明细
(单位: 亿元)

债券名称	发行日期	期限	额度
16 象屿 SCP003	2016/6/17	276 天	5.00
16 象屿 SCP004	2016/6/20	270 天	5.00
16 象屿 SCP005	2016/7/19	270 天	5.00
16 象屿 SCP006	2016/8/8	270 天	15.00
16 象屿 CP002	2016/9/13	365 天	12.00
16 象屿 SCP007	2016/10/12	270 天	5.00
16 象屿 SCP008	2016/10/18	270 天	5.00
16 象屿股份 SCP001	2016/11/15	270 天	5.00
12 象屿 MTN1	2012/7/23	5 年	4.50
合计	--	--	61.50

资料来源: 根据公开资料整理

2014~2016 年，公司非流动负债波动中有所增长，截至 2016 年底，公司非流动负债 77.17 亿元，同比增长 22.96%，构成主要为长期借款（占 54.56%）和应付债券（30.67%）。

2014~2016 年，公司长期借款波动中有所下降，截至 2016 年底，公司长期借款 42.11 亿元，同比增长 13.61%，主要是东北农产项目贷款增加所致。

2014~2016 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 32.83%。截至 2016 年底，公司应付债券 23.67 亿元，同比增长 28.22%，主要是 2016 年新发行债券“16 象屿债”和“16 象屿 MTN002”所致。

表12 截至2016年底公司（合并口径）长期债券明细
(单位: 亿元)

债券名称	发行日期	期限	期末余额
11 厦门象屿债	2011.7.8	5+2 年	8.66
15 象屿 MTN002	2015.10.26	5 年	5.01
16 象屿债	2016.4.12	5+2 年	5.00
16 象屿 MTN002	2016.6.28	5 年	5.00
合计	--	--	23.67

资料来源: 公司审计报告

2014~2016 年，公司有息债务波动中有所增长，截至 2016 年底，公司全部债务 322.52 亿元，同比增长 40.20%；其中短期债务占 79.60%，以短期债务为主。公司 2016 年长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 22.53%、58.77%和 68.99%。若将计入权益的永续中票及永续期债券调入长期债务，则公司 2016 年全部债务为 352.34 亿元，上述三项指标分别为 29.70%、60.90%和 73.08%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 671.53 亿元，较 2016 年底增长 33.40%，主要来自短期借款和预收款项的增长，期末金额分别为 241.44 亿元和 114.41 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 444.64 亿元，较年初增长 37.86%，其中短期债务占比 79.90%，构成变动不大。截至 2017 年 3 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 26.77%、64.52%和 73.30%，均较上年底有所上升。若将计

入权益的永续中票及永续期债券调入长期债务，则公司全部债务为 477.01 亿元，上述三项指标分别为 32.77%、65.90%和 76.56%，公司整体债务负担很重。

总体看，房地产业务的开发投资及供应链业务的拓展提升公司资金需求，公司短期债务快速增长，债务负担很重，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司供应链业务快速拓展，房地产开发投资加大，营业收入规模快速提升，年均增长 54.13%，同期营业成本年均增长 54.00%，增速略低于营业收入。2016 年，公司实现营业收入 1239.38 亿元，同比增长 88.90%，营业成本 1175.83 亿元，同比增长 89.74%，营业利润率 4.65%，同比变化不大。

2014~2016 年，公司期间费用年均增长 21.13%，其中销售费用增长较快，主要是由于供应链业务规模扩大所致；2014~2016 年，公司期间费用在营业收入中占比分别为 4.34%、4.29%和 2.68%，期间费用占比逐年降低。

2014~2016 年，公司资产减值损失年均增长 112.63%，2016 年公司资产减值损失 6.48 亿元，同比增加 4.36 亿元，主要是对供应链业务应收款项计提增加 2.43 亿元和对重庆两江公元房地产项目计提计提的存货跌价损失 1.99 亿元。

2016 年公司公允价值变动收益-3.24 亿元，同比减少 2.48 亿元，主要是期货合约浮亏增加 2.95 亿元所致。

公司投资收益主要来自股权投资收益、出售股票收益、期货合约处置收益、农产板块合作种植和收益等。2014~2016 年，公司投资收益波动较大，2016 年，公司投资收益-1.01 亿元，同比减少 11.25 亿元，主要是由于当期合作种植与合作收粮收益受玉米临储政策取消大幅下滑，仅实现投资收益 1.04 亿元，相比 2015 年减少 2.78 亿元，同时期货亏损 3.27 亿元所致。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为

1.20 亿元、1.17 亿元和 3.77 亿元，主要为政府补助和违约赔偿收入等。2016 年，公司营业外收入同比增加 2.60 亿元，主要是赔偿金、违约金收入增加 0.81 亿元以及政府补助增加 0.98 亿元所致。

2014~2016 年公司利润总额分别为 8.81 亿元、10.37 亿元和 17.08 亿元。2016 年，公司利润总额同比增长 53.37%，主要是产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张所致。2016 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.05%和 5.81%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 424.62 亿元，同比增长 111.35%，营业利润率为 2.33%。公允价值收益 7.40 亿元，同比大幅增加 7.27 亿元，主要是由于 2017 年大宗商品行情下跌，公司配套期货合约浮盈所致；获得投资收益-3.67 亿元，同比减少 3.94 亿元，主要是套期保值和贵金属合约业务亏损增加所致。公司实现利润总额 2.70 亿元，同比增长 19.69%。

近年来，随着公司供应链业务的快速拓展及房地产市场政策性回暖，公司营业收入快速提升，主业盈利能力增强，受 2016 年玉米临储政策取消的影响，公司投资收益下滑明显，且易受期货合约盈利能力影响，公司对投资收益依赖程度下降。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入量均持续增长，2016 年分别为 1434.01 亿元和 1511.73 亿元，年均分别增长 58.75%和 56.82%。从收入实现能力看，2014~2016 年公司现金收入比小幅上升，分别为 109.06%、111.86%和 115.70%，收入实现质量有所增强。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及工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2016 年分别为 76.62 亿元和 89.63 亿元。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为-89.46 亿元、46.40 亿元

和-19.37 亿元，经营性净现金流量波动较大。

投资活动方面，2014~2016 年，投资活动现金流入和流出均大幅增长。2016 年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金大幅增加，主要由于将账面富余货币资金阶段性操作短期理财及国债逆回购摊低融资成本，因国债逆回购业务的短频性（一般 1-7 天），频繁的操作逆回购业务导致现金流量表中回投资收到的现金及投资支付的现金金额增长较大。2016 年，玉米临储政策取消，公司取得投资收益收到的现金大幅下滑。2016 年支付其他与投资活动有关的现金 15.92 亿元主要为与合作方设立合资公司的支出。2014~2016 年，公司投资活动现金流量净额均表现为净流出，分别为-10.30 亿元、-27.55 亿元和-114.65 亿元，投资活动现金流规模逐年增加，公司资金缺口大。

2014~2016 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-99.76 亿元、18.86 亿元和-134.02 亿元，对外融资需求大。筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入大幅增加，为 795.67 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 658.46 亿元，主要为偿还债务所支付现金。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 101.44 亿元、-3.93 亿元和 137.20 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净额为-80.74 亿元，收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 157.30 亿元和 170.93 亿元，规模很大，主要是公司将短期闲置资金阶段性操作国债逆回购及购买短期理财所致；当期投资活动产生的现金流量净额为-22.73 亿元；筹资活动现金流量净额为 133.45 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 7.83 亿元主要是象屿股份板块黄金租金业务所筹得资金。

总体看，房地产开发投资及供应链业务的快速拓展，公司资金压力加重，对经营活动现金流带来一定影响，收入实现质量尚可。未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，公司仍存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，随着短期债务的增长，2014~2016 年，公司流动比率、速动比率持续下降，截至 2016 年底分别为 122.72%和 53.49%；截至 2017 年 3 月底，上述两项比率分别为 123.44%和 59.26%。2014~2016 年，公司经营现金流流动负债比率分别为-36.01%、17.70%和 -4.55%。考虑到公司流动资产中存货、应收款项及预付规模较大，且随着业务规模的快速拓展，公司经营活动及投资活动资金需求增大，对外筹资压力增大，短期债务快速提升，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2014~2016 年公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 20.72 亿元、22.21 亿元和 29.66 亿元，同期 EBITDA 利息倍数分别为 1.35 倍、1.43 倍和 2.39 倍；全部债务/EBITDA 倍数波动下降，分别为 12.41 倍、10.39 倍和 10.87 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1003.01 亿元，尚未使用额度 456.48 亿元；另外象屿股份为国内 A 股上市公司，直接融资便利。整体看，公司融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额为 25.95 亿元，其中象屿担保对外提供担保余额 4.88 亿元，象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 21.07 亿元。

7. 母公司财务情况分析

截至 2016 年底，母公司资产总额 222.29 亿元，流动资产占 57.81%，非流动资产占 42.19%；流动资产主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成，分别为 6.81 亿元、和 112.56 亿元和 9.09 亿元（合并层面其他应收款为 51 亿元）；非流动资产中可供出售金融资产和长期股权投资分别为 22.28 亿元和 63.44 亿元。截至 2016 年底，母公司负债合计 156.15 亿元，流动负债占 80.98%，非流动负债占

19.02%；流动负债中短期借款和其他流动负债规模较大，分别为 65.19 亿元和 52.56 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 3.72 亿元和 23.67 亿元。2016 年底，母公司资产负债率为 70.25%，有息负债规模 149.94 亿元，其中短期债务 122.55 亿元。截至 2017 年 3 月底，母公司资产总额 225.59 亿元，其中其他应收款和其他流动资产分别为 92.96 亿元和 29.27 亿元，可供出售金融资产和长期股权投资分别为 21.71 亿元和 66.00 亿元；负债合计 159.83 亿元，资产负债率 70.85%，有息负债规模 149.81 亿元，其中短期债务 107.79 亿元。

盈利能力方面，2016 年，母公司实现营业收入 0.12 亿元，产生投资收益 2.10 亿元，利润总额 3.40 亿元。母公司融资成本较高，财务费用支出规模 1.36 亿元（其中利息支出 5.99 亿元，利息收入 3.84 亿元）。2017 年 1~3 月，母公司营业收入 0.01 亿元，投资收益 0.83 亿元，利润总额 0.38 亿元。

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

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1035020600240090T），截至 2017 年 8 月 23 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 2 笔次级类垫款、1 笔关注类垫款、4 笔关注类贷款、2 笔关注类贸易融资类贷款和 1 笔关注类银行承兑汇票、9 笔关注类信用证；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。公司过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，

在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道等方面具备优势。基于对公司经营及财务状况及发展前景的综合分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占 2017 年 3 月底长期债务和调整后全部债务的 5.59% 和 1.12%，本期中期票据对公司现有债务规模影响不大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.30%、64.52% 和 26.77%。以 2017 年 3 月底财务数据为基础，考虑到公司已于 2017 年 7 月发行第二期中期票据 7.5 亿元（5 年期），并计划发行第三期中期票据 15 亿元（5+N），预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 74.08%、65.88% 和 32.34%，若将计入权益的永续中票和永续期债券投资（截至 2017 年 3 月底合计 29.82 亿元）调整计入债务，则上述三项指标将升至 77.24%、70.04% 和 40.59%，公司债务压力进一步上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 614.69 亿元、764.86 亿元和 1511.73 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 122.94 倍、152.97 倍和 302.35 倍；公司 EBITDA 分别为 20.72 亿元、22.21 亿元和 29.66 亿元，分别为本期中期票据的 4.14 倍、4.44 倍和 5.93 倍。考虑到本期中期票据与 2017 年第二期中期票据（7.5 亿元）期限相同，还本付息时间相近，公司经营活动产生的现金流入量为两期中期票据发行额度的 49.18 倍、61.19 倍和 120.94 倍；公司 EBITDA 为两期中期票据的 1.66 倍、1.78 倍和 2.37 倍总体看，公司 EBITDA 对本期中期

票据覆盖能力强。

十、结论

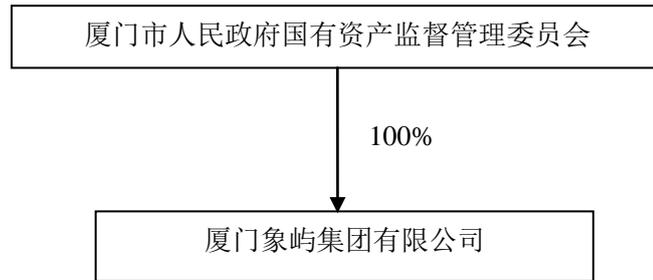
公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备优势。近年来，公司物流供应链与客户合作逐步加深，创新业务模式效益显现，带动公司业务规模及收入大幅提升，但业务规模快速增长推升公司资金需求、公司债务负担加重、短期偿债压力大、经营获利能力波动大。2016年以来，玉米国家临储政策取消，收储规模下滑，公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务，未来随着物流供应链业务模式进一步完善、深加工业务的逐步量产以及高质量金融投资带来持续收益，公司综合竞争力有望持续提高。

目前，公司资产以流动资产为主，应收账款、存货和预付款项占比大，房地产合作开发形成的关联方往来款及对上下游客户委托贷款增长较快，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱。考虑到公司房地产投资及供应链扩张所需营业资金规模仍较大，未来仍存在较大的对外融资需求。

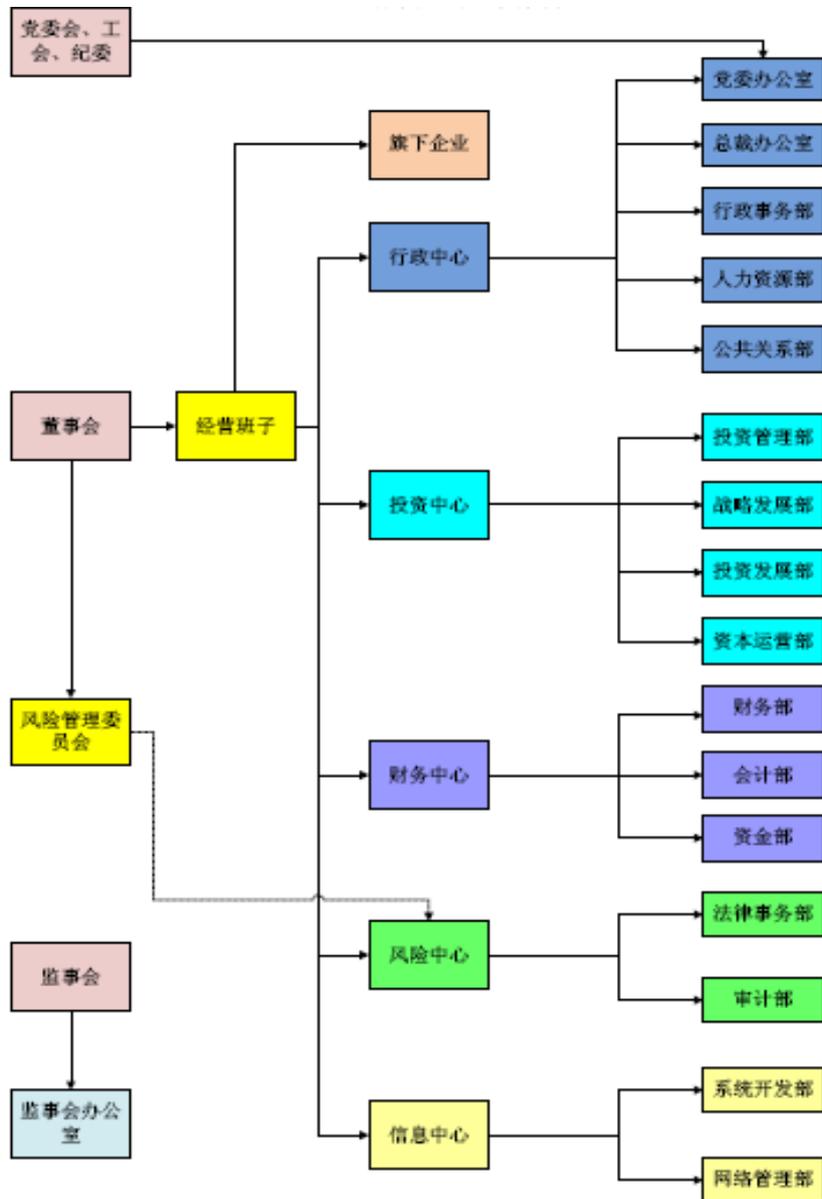
公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

综合分析，公司主体信用风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.47	38.86	42.07	82.51
资产总额(亿元)	414.12	483.17	729.64	916.09
所有者权益(亿元)	96.54	157.48	226.24	244.56
短期债务(亿元)	191.73	175.29	256.74	355.25
长期债务(亿元)	65.33	55.52	65.78	89.39
全部债务(亿元)	257.06	230.82	322.52	444.64
营业收入(亿元)	521.73	656.11	1239.38	424.62
利润总额(亿元)	8.81	10.37	17.08	2.70
EBITDA(亿元)	20.72	22.21	29.66	--
经营性净现金流(亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-80.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.23	25.46	45.89	
存货周转次数	3.08	3.80	5.10	
总资产周转次数	1.26	1.46	2.04	
现金收入比(%)	109.06	111.86	115.70	118.07
营业利润率(%)	4.38	4.61	4.65	2.33
总资本收益率(%)	1.39	1.78	4.05	--
净资产收益率(%)	5.75	4.39	5.81	--
长期债务资本化比率(%)	40.36	26.07	22.53	26.77
全部债务资本化比率(%)	72.70	59.44	58.77	64.52
资产负债率(%)	76.69	67.41	68.99	73.30
流动比率(%)	130.29	127.33	122.72	123.44
速动比率(%)	65.56	64.12	53.49	59.26
经营现金流动负债比(%)	-36.01	17.70	-4.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.43	2.39	
全部债务/EBITDA(倍)	12.41	10.39	10.87	

注：1、2015 年数据为 2016 年财务报告对期初数追溯调整后的数据；2、2017 年一季度财务数据未经审计；3、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；4、2016 年所有者权益中包 19.82 亿元永续中票和 10.00 亿元永续期债券投资，2017 年 3 月所有者权益中包含 19.82 亿元永续中票和 10.00 亿元永续期债券投资。

附件 3 主要计算指标的计算公式(新准则)

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 厦门象屿集团有限公司 2017 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门象屿集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。同时，每季度出具一次跟踪评级信息公告。

厦门象屿集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对厦门象屿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，厦门象屿集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注厦门象屿集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现厦门象屿集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对厦门象屿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如厦门象屿集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对厦门象屿集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与厦门象屿集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。