

# 信用等级公告

联合[2018] 046 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 2018 年度第一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  
2018 年度第一期中期票据的信用等级为  
AAA

特此公告。



## 厦门象屿集团有限公司

# 2018 年度第一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：10 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：公司有权选择在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

发行目的：补充流动资金

评级时间：2018 年 1 月 12 日

### 财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	22.47	38.86	42.07	118.64
资产总额(亿元)	414.12	483.17	729.64	964.38
所有者权益(亿元)	96.54	157.48	226.24	259.47
短期债务(亿元)	191.73	175.29	256.74	329.53
长期债务(亿元)	65.33	55.52	65.78	129.60
全部债务(亿元)	257.06	230.82	322.52	459.13
营业收入(亿元)	521.73	656.11	1239.38	1508.88
利润总额(亿元)	8.81	10.37	17.08	12.21
EBITDA(亿元)	20.72	22.21	29.66	--
经营性净现金流(亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-65.38
营业利润率(%)	4.38	4.61	4.65	2.76
净资产收益率(%)	5.75	4.39	5.81	--
资产负债率(%)	76.69	67.41	68.99	73.09
全部债务资本化比率(%)	72.70	59.44	58.77	63.89
流动比率(%)	130.29	127.33	122.72	127.29
经营现金流负债比(%)	-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、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；3、2016 年底所有者权益中包 19.82 亿元永续中票和 10.00 亿元永续期债券投资，2017 年 9 月底所有者权益中包含 44.79 亿元永续中票和 10.00 亿元永续期债券投资；4、2017 年 1-9 月财务数据未经审计。

### 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，钢材等大宗商品价格回暖，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及相关投资收益下滑、业务规模快速增长推升公司资金需求、在建房地产及投资项目规模大、债务负担很重、短期偿债压力大、经营获现能力波动大等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2016 年底，公司在粮食产区布局农产品深加工业务实现投产，未来随着物流供应链业务模式进一步拓展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。

本期中期票据具有发行人可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强，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，公司本期中期票据付息或赎回日本息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环境。

## 分析师

刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

2. 公司已形成物流供应链、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块,并形成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。
3. 公司物流供应链业务与客户合作进一步加深,实体企业全程供应链服务模式、代采代销等创新模式效益逐步显现,带动收入规模大幅增长。
4. 2015年以来,公司房地产项目销售金额逐年增长,为公司收入及盈利水平提供一定支撑。
5. 公司布局东北地区玉米深加工已于2016年底投产,有望成为未来新的收入及利润增长点。
6. 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,投资收益显著下滑。
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,整体债务负担很重,且以短期债务为主,短期偿债压力大。
5. 未来,公司房地产项目及在建工程投资规模较大,对外融资压力大。
6. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,且一旦出现递延且一旦出现递延,累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

## 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

## 2018 年度第一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9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9月底，公司对其直接和间接持股54.74%，其中公司持有部分的10.36%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 9 月底，公司（合并）资产总额 964.38 亿元，所有者权益 259.47 亿元（含少数股东权益 147.17 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1508.88 亿元，利润总额 12.21 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

公司已注册中期票据 25 亿元，并于 2017 年 9 月 12 日发行“17 象屿 MTN003”（额度 15 亿元，期限 5+N），本次计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元，募集资金将用于补充流动资金，本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据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。公司在本期中期票据发行第 3 年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差<sup>1</sup>，

<sup>1</sup>初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网公布

如公司在第 4 年不行使赎回权，从第 4~6 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 3 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。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据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。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司向股东分红（包括上缴国有资本收益）或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至今已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向股东分红（包括上缴国有资本收益）或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据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，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 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，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，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) 本期中期票据在除发生股东分红（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。根据厦门市人民政府 2006 年 11 月 3 日下发的《厦门市属国有企业国有资本收益收缴管理暂行办法》，厦门市市属国有独资企业上缴的国有资本收益为按照审计后合并会计报表的税后利润扣除按企业财务制度的有关规定弥补以前年度亏损、提取盈余公积金后的余额的 20% 上缴，上缴时间为在规定的年度审计报告日（或年度财务决算报告批复日）后 30 日内直接上缴给市财政；特殊情况可适当推迟，但最迟不得超过当年 6 月 30 日。公司自 2010 年以来连续七年上缴国有资本收益，2010~2016 年上缴金额分别为 5769 万元、5820 万元、7804 万元、8029 万元、4087.95 万元、4419 万元、11319 万元。未来，随着公司物流供应链进一步拓展以及房地产开发规模的持续扩大，公司盈利能力有望得到提高，未来公司亏损可能性小，这为其持续上交国有资本收益提供了业绩基础。从利息支付角度分析，尽管公司每年上交国有资本本金的比例有所波动，但按照厦门市人民政府的文件要求，公司未来逐年持续上交国有资本收益可能性大，递延利息支付可能性小，本期中期票据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，本期中期票据属债券创新品种，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，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回

的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

### 三、宏观经济和政策环境

2016年，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，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，中国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（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。

2017年1~9月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，中国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础设施建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，中国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 贸易行业

###### （1）进出口贸易

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%。2017年前三季度，中国货物贸易进出口总值20.29万亿元人民币，比去年同期增长16.6%。其中，出口11.16万亿元，增长12.4%，进口9.13万亿元，增长22.3%；贸易顺差2.03万亿元，收窄17.7%。

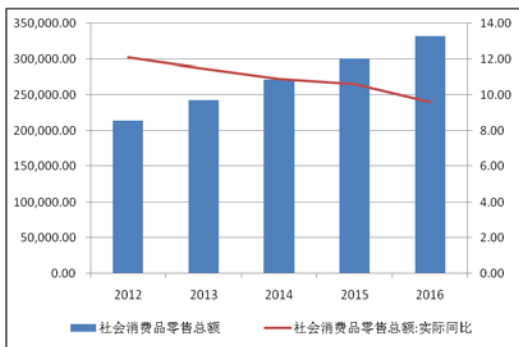
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

###### （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%。2017年前三季度，社会消费品零售总额263178亿元，同比增长10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额117751亿元，增长8.5%。



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

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。

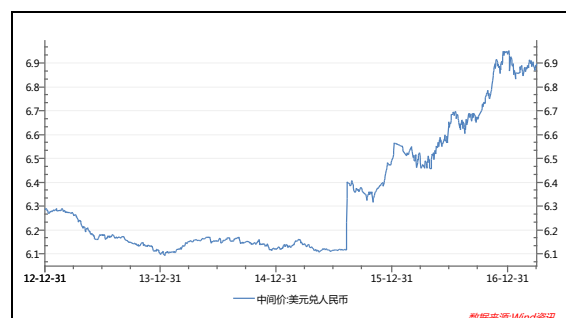
贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体,也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家,其中既有针对中国传统优势产业的,也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

#### 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。在贸易顺差持续高位运行,人民币升值压力不断加大的背景下,中国人民银行于2010年6月19日宣布允许人民币汇率更具弹性,人民币汇率每日正负0.5%的浮动区间将维持不变,意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后,人民币汇率进入升值通道。一方面,人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少,尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响;另一方面,从产品下单做货到出货,再到最终结汇,整个周期通常有几个月的时间,汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润,经营风险加大。

为推进汇率改革,促进对外贸易进一步趋于平衡,中国人民银行宣布,自2012年4月16日起,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%,人民币汇率波幅再增一倍,这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理,并采取相应的对冲,与此同时,这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币,来降低相应的风险。

图2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

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。2016年以来，美元兑人民币汇率波动较大，美元兑人民币汇率由2016年底的6.9370元/美元上升至2017年9月底的6.6532元，短期内波动中呈升值趋势。

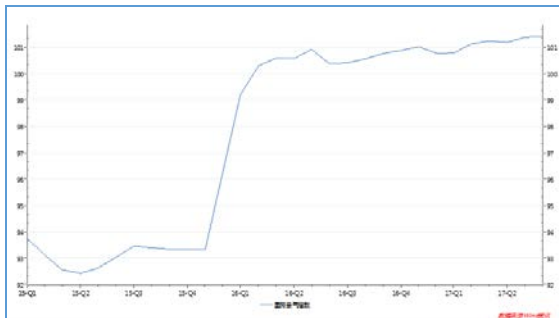
总体看，在美联储停止QE以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、利率市场化等诸多背景下，人民币汇率波动明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

## 2. 房地产行业

### (1) 房地产行业概况

2015年末以来，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%。2017年1~9月，全国房地产开发投资8.06万亿元，同比增长

8.10%；其中住宅投资5.51万亿元，同比增长10.40%。全国房屋施工面积73.81亿平方米，同比增长3.10%；新开工面积13.10亿平方米，同比增长6.80%，其中住宅9.41亿平方米，同比增长11.10%；竣工面积5.77亿平方米，同比增长1.00%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较2016年同期也有显著回落。

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，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，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。

2017年1~9月，全国商品房销售面积为11.60亿平方米，同比增长10.30%，其中住宅销售面积10.01亿平方米，同比增长10.30%；商品房销售额9.19万亿元，同比增长14.60%，其中住宅销售额7.64万亿元，同比增长11.40%。价格方面，2017年1~9月，国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017年6月为5.70%。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

### (2) 土地供给与信贷环境

2016年，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，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。2017年以来，土地市场热度不减，2017年8月，全国300个城市共推出2348宗土地，环比增长2%；土地面积0.93亿平方米，环比增长3%，同比增长16%，其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）0.32亿平方米，同比增长16%。从成交价格来看，2017年8月，全国300个城市土地平均溢价率为29%，较去年同期下降29个百分点，其中住宅用地平均溢价率为34%，较去年同期下降43个百分点。

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。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，

为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

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%，其中国内贷款占比有所下降，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：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、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017年1~9月，房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收款和个人按揭贷款占比分别为16.80%、30.60%和15.68%，各类开发资金来源占比较2016年基本保持稳定，国内贷款和定金及预收款的占比略有提升，在限购限贷政策的影响下，个人按揭贷款的占比略有下降。截至2017年10月，个人按揭贷款1.96亿元，同比下降0.99%。

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，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。

国内贸易方面，2016年，厦门市社会消费品零售总额1283.46亿元，比上年增长9.8%。其中商品零售1143.20亿元，增长10.4%；餐饮收入140.26亿元，增长5.2%。限额以上企业实现零售额891亿元，增长9.8%，占全市社会消费品零售总额的69.4%；限额以下单位实现零售额392.46亿元，增长9.9%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有174家，实现零售额727.54亿元，净增99.82亿元，增长15.9%。

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9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，是厦门市国有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，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，公司已形成供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，其中公司供应链物流服务业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；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（其中公允价值变动损益-3.25亿元，投资收益-1.29亿元）。截至2017年9月底，象屿股份资产总额526.05亿元、权益总额130.52亿元，2017年1~9月，象屿股份实现营业收入1440.99亿元，利润总额8.73亿元（其中公允价值变动损益5.01亿元，投资收益-0.91亿元）。截至2017年9月底，公司所持象屿股份股权质押比例合计10.36%。

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 2017 年 9 月底，公司拥有储备土地 173.93 万平方米。公司于 2014 年开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并积极布局玉米深加工板块，目前粮食收储基本处于满仓，玉米深加工业务已于 2016 年底投产，2017 年前三季度，富锦深加工项目及北安深加工生化项目产量分别是 51.96 万吨、48.42 万吨；分别实现深加工收入 9.36 亿元和 8.63 亿元。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 9 月底，公司员工总数 4156 人，按学历划分，高中及以下占 14.45%，中专占 8.95%，大专及本科占 70.29%，研究生及以上占 6.31%；按职称划分，初级职称占 5.07%，中级职称占 5.21%，高级职称占 1.28%；按年龄划分，30 岁以下占 42.19%，30~50 岁占 53.57%，50 岁以上占 4.24%。

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》、《授信管理办法》、《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

公司以供应链管理为主业，辅以房地产开发及类金融业务。2016年以来，公司加快供应链业务的拓展，带动公司收入迅速增长，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，房地产业务收入受项目结算的周期性影响波动增长，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，整体毛利率水平仍较低；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1~9月，公司实现营业收入1508.88亿元，同比大幅增长86.66%；其中物流供应链业务同比增长82.06%，仍保持快速增长态势，占营业收入比重95.50%，但毛利率水平下滑至2.10%，主要是2017年前三季度铁矿石/粉、氧化铝等行情价格波动下行及钢材价格阶段性回调等趋势影响，大宗商品业务毛利率短期下降。同期，房地产业务结转收入45.23亿元，较上年同期大幅增加34.24亿元，主要是前期销售快速增长，当期确认规模较大所致，但受结转项目土地成本较高影响，当期房地产毛利率较2016年全年大幅下降32.88个百分点至15.33%。类金融及其他业务实现收入22.66亿元，同比增加16.31亿元，主要是由于新增富锦项目及北安生化项目玉米深加工业务所致，毛利率31.71%，较上年同期下降12.36个百分点，主要是由于玉米深加工业务毛利率相对较低所致。2017年1~9月，公司综合毛利率为2.94%，较2016年下降2.19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
<b>合计</b>	<b>521.73</b>	<b>100.00</b>	<b>25.90</b>	<b>4.96</b>	<b>656.11</b>	<b>100.00</b>	<b>35.61</b>	<b>5.55</b>
业务种类	2016年				2017年1-9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	1440.99	95.50	30.31	2.10
房地产	38.57	3.11	18.60	48.21	45.23	3.00	6.93	15.33
类金融及其他	10.14	0.82	4.52	44.59	22.66	1.50	7.18	31.71
<b>合计</b>	<b>1239.38</b>	<b>100.00</b>	<b>63.56</b>	<b>5.13</b>	<b>1508.88</b>	<b>100.00</b>	<b>44.43</b>	<b>2.94</b>

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、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的控股子公司，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、金属材料和农副产

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。

公司贸易业务分为代理采购和自营业务两种模式，其中自营业务又包含分销、卖断式采购、买断式采购。

#### (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。

①长约采购业务：指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：指采购协议签订后，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：指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的同时，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。会计处理方面，公司将买入的期货合约计入衍生金融资产/负债，期货价值波动计入公允价值变动损益，期货平仓后收益/亏损计入投资收益。

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，价格风险可以一定程度降低。买断式业务价格风险敞



口较大，目前买断式业务占整个贸易业务比重 35.07%。

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。

除上述贸易模式外，2015 年以来，公司金属材料贸易通过与部分优质中小钢厂合作开展实体企业全程供应链服务项目及代采代销服务，同时与多家民营贸易企业成立合资公司拓展业务资源，加之 2016 年以来，主要钢材类大宗商品价格回暖，共同导致 2016 年及 2017 年前三季度公司金属材料贸易业务快速增长。

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 1-9 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	2834070.80	20.13
金属材料	2039625	43.86	3476686.72	60.94	7965630.90	69.21	10226076.31	72.62
农副产品	1194447	25.69	1185768.82	20.78	755333.33	6.56	612673.90	4.35
其他	282706	6.08	94463.53	1.66	730092.15	6.34	407928.67	2.90
<b>合计</b>	<b>4649806</b>	<b>100.00</b>	<b>5705191.14</b>	<b>100.00</b>	<b>11509349.23</b>	<b>100.00</b>	<b>14080749.68</b>	<b>100.00</b>

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

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，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，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。2017 年 1~9 月，金属材料实现贸易收入 1022.61 亿元，为 2016 年的

128.38%，主要是由于大宗商品价格回暖，公司贸易业务规模进一步扩大所致；其中进出口贸易占比 16.65%，毛利率 1.28%，较 2016 年全年下降 3.91 个百分点<sup>2</sup>，国内贸易占比 83.35%，毛利率为 1.46%。

公司于 2015 年开展实体企业全程供应链服务并于 2016 年实现快速增长，具体经营模式为：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，公司对钢厂的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

<sup>2</sup>公司自营模式有期货市场的均套保，但期货套保的收益主要体现在投资收益中的期货投资收益中；现货交易过程中因公司主营的大宗商品价格波动影响，毛利率波动较大。

售价的固定比例定价<sup>3</sup>，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2017年9月底，公司有多个合作的全程供应链服务实体企业，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，毛利率1.09%；2017年1~9月，实体企业全程供应链服务项目实现销售收入351.25亿元，毛利率0.17%，收入大幅增长主要是公司新增合作企业，同时大宗商品行情回暖导致贸易业务量价齐升；受新增合作项目费率较低，同时公司为加深合作主动降低部分项目的合作费率，2017年前三季度毛利率大幅下降。

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，生产计划有客户确定，公司仅根据客户需求进行原料代采和产成品代销，原材料价格波动风险由客户承担，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。截至2017年9月底，公司代采代销模式合作客户共1家，目前主要生产不锈钢坯、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%。2017年1~9月，代采代销业务模式实现销售收入99.60亿元，毛利率3.25%，为2016年全年的70.64%。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（即代理采购、分销、卖断式采购、买断式采购），2016年合资公司为公司金属材料贡献收入20.59亿元。2017年1~9月，合资公司实现金属材料销售收入41.96亿元，为2016年全年的203.79%，主要是由于业务规模扩张所致。

### 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95.84亿元，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%。2017年1~9月，公司化工产品实现收入283.41亿元，为2016年全年的137.69%，主要是由于业务规模扩张所致，其中进出口贸易占比13.87%，毛利率0.94%，较2016年全年有所下降；国内贸易占比86.13%，毛利率0.99%。

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

<sup>3</sup>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。

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。2017年1~9月，农副产品实现收入61.27亿元，同比变动不大（上年同期收入为61.52亿元）；其中进出口贸易占比32.53%，毛利率3.58%，国内贸易毛利率7.79%，较2016年变动主要系农副产品价格波

动所致。

### 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、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。其中2016年公司其他贸易业务实现收入73.01亿元，同比大幅增加，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。2017年1~9月，其他贸易业务收入40.79亿元，同比下降25.10%，主要是由于白银等部分商品重分类至金属材料所致。

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至2017年1~9月，公司汽车供应链业务分别进口代理车辆1511台、10439台和12473台，实现收入分别为2.62亿元、36亿元和32.29亿元。

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（含PTA、铜等产品），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。2017年1~9月，商品衍生事业部实现白银销量1599.73吨，白银收入54亿元。2017年1~9月商品衍生事业部合计实现收入207.36亿元（含PTA、铜等产品），公允价值变动损益3.17亿元，投资收益0.96亿元，利润3.26亿元。

表 3 粮食代收业务收入构成情况 (单位: 万元、%)

	2014 年		2015 年		2016 年	
	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
装卸收入	--	--	26663.19	44.55	25222.45	40.24
烘干收入	--	--	15188.30	26.12	9947.60	-15.84
合计	5678.15	57.07	96778.79	59.99	160516.61	48.37

资料来源: 企业提供

注: 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、合作种植及玉米深加工 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。截至 2017 年 9 月底, 象屿农产资产总额 161.58 亿元, 权益总额 37.93 亿元, 2017 年 1~9 月实现营业收入 38.51 亿元, 净利润 2.39 亿元。

公司粮食收储业务流程如下: 公司于当年 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玉米、水稻等粮食, 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<sup>4</sup>、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。粮食入库后, 根据国家决定 3 年内逐渐出仓。

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, 计入预付款项, 中储粮在后期将垫付资金拨付给公司, 一般公司主要在每年 9~12 月集中收粮阶段出现大额预付款项, 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, 为 19 个收粮经纪人提供 3.12 亿元自营贷款。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。

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, 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)。截至 2017 年 9 月底, 公司粮食仓储能力达到 1750.31 万吨, 其中自有粮食仓储能力 1510.20 万吨, 合作粮食仓储能力 240.11 万吨。

从粮食收储规模来看, 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 年受玉米国家临储政策取消影响, 公司粮食收储规模大幅下降, 2016-2017 年收粮季, 公司仅收储水稻 146.66 万吨。截至 2017 年 9 月底, 尚未开始 2017 年度收储。截至 2017 年 9 月底, 委托贷款及自营贷款余额为 17858.33 万元, 未出现逾期; 2017 年 9 月以来, 象屿农产通过象屿小贷向 2 位收粮经纪人提供委托贷款 2298 万元, 未向收粮经纪人提供自营贷款。

目前仓库内基本属于满仓状态, 2015~2017 年 1~9 月, 公司粮食分别出库 7946 吨、131078 吨和 1196 吨, 出库规模不大。由于公

<sup>4</sup>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。

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，2015~2016 年随着收储规模的扩大分别实现收入 9.68 亿元和 16.05 亿元。其中 2016 年公司仓储收入 12.53 亿元、装卸收入 2.52 亿元和烘干收入 0.99 亿元。2017 年 1~9 月，实现仓储收入 8.27 亿元、装卸收入 0.25 亿元和烘干收入 0.05 亿元。可以看出，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，但装卸收入及烘干收入受业务下滑影响收入大幅减少。

### 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到公司名下，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收储，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。2017 年以来，象屿农产合作种植规模进一步下降，当期与种粮大户合作种粮 8.69 万吨，其中玉米合作种植面积 0.57 万亩，水稻合作种植面积 7.88

万亩，大豆合作种植 0.24 万亩，2017-2018 年收粮季来自合作种植部分粮食收储仅为 2.45 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 9 月底，象屿小贷为合作种植提供贷款余额 0.50 亿元。

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%。2017 年 1~9 月，象屿农产由于合作方式调整未实现合作种植与合作收粮投资收益。

### 玉米深加工

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。公司于 2015 年 8 月成立黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”，注册资本 6 亿元，公司持股 56.33%<sup>5</sup>），并先后成立项目公司在玉米产区富锦、北安各新建 60 万吨玉米深加工项目。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，富锦及北安深加工项目合计产能：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。2016 年投产至年底，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；2017 年 1~9 月，富锦项目及北安生化项目产量分别是 51.96 万吨、48.42 万吨；收入分别是 9.36 亿元和 8.63 亿元，预计 2017 年收入分别为 12.01 亿元和 11.71 亿元。公司目前在建深加工项目还包括绥化象屿金谷生化项目，项目总投

<sup>5</sup> 其他股东方为黑龙江金谷粮食集团股份有限公司持股 35%（实际控制人黑龙江粮食局），依安县鹏丰投资有限公司持股 8.67%。

资 41.92 亿元，年深加工 150 万吨玉米，产品包括结晶葡萄糖发酵用糖、苏氨酸、色氨酸等。

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。同时，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，需关注其投资规模及资金压力。

### (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。公司物流服务业务包括基础性物流服务和综合物流服务，其中，基础性物流服务主要是指单项物流操作能力，包括港口装卸运输、堆场、报关、仓储、配送等，综合物流服务主要有货运进出口代理、多式联运、进口清关、港口物流服务、配送等集多个单项物流操作的专业服务，并依托综合的物流服务能力 and 网络平台为客户提供一体化物流服务方案。目前，公司仅有约 10% 物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求，钢材内贸物流约 25% 为承接公司贸易业务形成的物流需求，其余约 65% 均为承接公司运营的物流园区企业的物流需求以及社会其他客户的需求。

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 1-9 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	156229.00	8.09
运输装卸收入	9314	3.89	7494	7.05	6477.00	14.00	4679.00	11.44
空运收入	1509	8.65	918	18.28	1241.00	16.36	1546.00	14.76
堆场收入	16347	24.63	16725	22.89	15095.00	31.00	11416.00	19.07
报关收入	325	90.57	383	64.82	349.00	81.85	88.00	96.00
仓储收入	3464	-2.59	3799	7.43	3789.00	0.88	2930.00	0.20
其他收入	16616	5.50	21546	13.14	65092.00	7.51	5997.00	61.73
<b>合计</b>	<b>145785</b>	<b>12.46</b>	<b>159334</b>	<b>11.90</b>	<b>201489.00</b>	<b>12.43</b>	<b>182885.00</b>	<b>10.59</b>

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 1~9 月，公司物流业务收入 18.29

亿元，占 2016 年全年的 90.77%，同比增长 27.55%；毛利率为 10.59%。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总面积合计 33.69 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 9 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	115177.14	136999.86	21807	62897
场装面积	37843.2	21596.66	1813	3220
修箱场面积	19317.17	31400	1800	1200
冷藏箱插座	120 个	100 个	32 个	24 个

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 20.53 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。物流业务的结算方式一般采用现结，即完成服务后以现金或银行汇款结算；对于长期合作的客户则在一定信用额度内采用按月结算。对外涉及进出口贸易业务的国际物流，则结合采用信用证的结算方式。

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 9 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。截至 2017 年 9 月底，象屿地

产资产总额 256 亿元，权益总额 188 亿元，2017 年 1~9 月实现营业收入 45.23 亿元，利润总额 3.01 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，其中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，公司销售面积有所下降，但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 万元/平方米，带动当期销售额同比增长 6.01%；当期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，公司房地产业务确认收入 38.57 亿元，主要确认项目包括上海闸北项目、昆山珑庭花园、重庆项目。2017 年 1~9 月，房地产开发投资 70.97 亿元，当期公司调整开发策略，竣

工面积同比大幅下降至 10.90 万平方米，房屋销售面积同比下降 24.15%，主要是由于公司根据房地产政策调控调整销售策略所致，当期销售单价提升至 2.23 万元/平方米，受此影响 2017 年 1~9 月实际销售额同比微降 7.81%。

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 1-9 月
房屋竣工面积	35.71	40.30	76.43	10.90
房屋销售面积	23.48	42.74	38.97	24.21
新增土地储备	12.80	12.05	83.29	68.55
平均销售单价	1.59	1.57	1.83	2.23
实际销售额	38.02	67.03	71.06	53.92

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 1~9 月, 公司土地购置支出 27.83 亿元, 新增土地储备 68.55 万平方米。截至 2017 年 9 月底, 公司土地储备合计 173.93 万平方米, 其中上海占 2.10%、南平占 22.65%、福州占 32.43%、花桥占 12.19%、天津占 28.07%、重庆占 2.56%。

表 7 截至 2017 年 9 月底公司在建及拟建房地产项目情况 (单位: 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 10-12 月计划投资
福建象屿	南平	在建在售	396584	587782	198975	187956	5204
南平瑞峰	南平	在建在售	206848	448911	99124	32567	11549
南平恒荣	南平	尚未开工	217828	206517	44802	8463	--
优山美地家园	湖南	售罄	43965	112735	49381	49159	220
重庆两江公元	重庆	在建在售	206356	568377	445065	405581	8008
珑庭花园	昆山	在建在售	87865	393284	235550	195463	2443
鑫山汇众苑 2 期(都城)	上海	售罄	138666	274041	143427	141122	22
云润新苑(名城)	上海	北区售罄	81857	163916	119355	89050	9177
象屿鼎城	上海	售罄	56570	125367	199016	198703	313
象屿郦庭	上海	售罄	41424	77577	105071	104279	336
北场 1 号项目	上海	售罄	120663	226569	305919	303179	984
闸北地块	上海	在建在售	45683	119952	321867	295393	5535
花桥地块(15-1)	昆山	在建在售	146236	459884	362240	228311	823
花桥地块(24-2))	昆山	在建在售	100959	325438	247350	142875	15396
花桥 9-2	昆山	尚未开工	65122	213231	173295	89314	31042
花桥 9-3	昆山	在建	55374	178526	155905	101582	3215
陈春路 D/c-1 地块	上海	在建在售	128091	208189	488336	438289	7673
南桥新城 16 单元 36-03	上海	尚未开工	52793	148852	322792	234023	23217
南桥新城 15 单-23A01A 地块	上海	尚未开工	36595	117328	301444	219795	22228
花桥 2-3	昆山	在建	100841	337987	650916	480246	21220
太仓沙溪	苏州	尚未开工	59026	149947	152159	71242	51242
福州项目	福州	尚未开工	642632	602790	1058919	437451	14399
天津项目	天津	在建在售	581907	1839552	843387	207934	35000
重庆九龙坡地块	重庆	尚未开工	14815	67305	74972	49831	1669



重庆观音桥地块	重庆	尚未开工	29749	166223	185618	122045	3955
<b>合计</b>	--	--	<b>3658449</b>	<b>8120280</b>	<b>7284885</b>	<b>4833853</b>	<b>172386</b>

资料来源：公司提供

注：1. 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、福州项目和天津项目）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；2. 天津项目为公司收购项目，非公开市场招拍挂，收购时已在建。

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年分别与绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）合作开发昆山花桥9-2地块，公司持股50%，公司操盘，绿地集团纳入合并范围；与融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）合作开发花桥2-3地块，公司持股50.5%，融创中国操盘，公司纳入合并范围；与保利房地产（集团）股份有限公司（以下简称“保利地产”）合作开发南桥新城16单元36-03地块，公司持股50.5%，公司操盘，保利地产纳入合并范围；与阳光城集团股份公司合作开发福州项目，双方均不纳入合并范围；2017年1~9月，公司与天安数码城（中国）有限公司合作开发天津项目，公司持股50%不纳入合并范围。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9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812.03万平方米，总投资额728.49亿元（含合作方投资额），已投资483.39亿元，尚需投资245.10亿元，其中2017年10~12月计划投资17.24亿元，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9月底，公司代建项目主要包括有集美北路（集灌路-中洲路）、灌口中路（新亭-324国道）一期工程、灌前路（集美北大道-海翔大道段）道路工程等，代建合同标的合计39.90亿元，已投资33.86亿元。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9月底，担保余额43706万元，2016年及2017年1~9月无代偿情况，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9月底，贷款余额39842万元，主要贷款对象为个人，抵押物持有比例100%，2016年及2017年1~9月未发生逾期情况，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%。2017年1~9月，公司合计获得现金分红4075万元。截至2017年9月底，公司主要股权投资明细如下表。

表 8 截至 2017 年 9 月底公司主要股权投资明细 (单位: %、万股、万元)

会计处理	被投资对象	账面余额	持股比例	1-9 月投资收益
长期股权投资- 权益法	厦门农村商业银行股份有限公司	83153.46	8.01	6455.07
	厦门集装箱码头集团有限公司	74991.30	10	2906.12
	CrystalIdeaManagementLimited	69752.15	50	0.00
	厦门象道物流有限公司	61656.08	40	1656.08
	上海磐臣房地产开发有限公司	43799.51	50	-167.76
	合计	333352.51	--	6455.07
会计处理	被投资对象	股票数量	投资成本	市场价值
可供出售金融 资产	恒力股份	25497200	16257.49	23686.90
	太阳电缆	90195958	7450.56	95697.91
	三友化工	22522522	15000.00	26351.35
	兴业证券	94172000	63684.01	79763.68
	怡亚通	20000	29.34	16.82
	科华恒盛	9674710	34821.38	37237.96
	滨海泰达	10000000	1712.69	1104.56
	合计	252082390	138955.47	263859.19

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 9 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、两岸贸易中心二期项目、绥化深加工项目等, 项目总投资 98.65 亿元, 截至 2017 年 9 月底, 已投资 27.44 亿元, 2017 年 10~12 月

和 2018 年分别计划投资 14.51 亿元和 36.55 亿元。其中绥化象屿金谷生化项目位于黑龙江省绥化市北林区张维工业园区, 项目总投资 41.92 亿元(其中 70%来自贷款, 30%来自自有资金), 截至 2017 年 9 月底已投资 0.62 亿元, 主要为前期设备款投入, 投资进度 1.47%, 预计建设周期 2 年, 预计 2019 年 5 月建成完成。项目投产后, 公司将新增年深加工 150 万吨玉米; 可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 28.4 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/年; 以热电联产和污水综合利用为核心的节能环保中心; 最终形成以现代化生物技术为核心的氨基酸产业集群。项目建成后正常年销售收入 35.76 亿元, 年均利润 4.39 亿元, 静态投资回收期 8.58 年(含建设期)。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, 公司未来仍存在较大资金压力。

表 9 截至 2017 年 9 月底公司主要在建工程情况 (单位: 万元)

项目名称	计划总投资	截至 2017 年 9 月 底投资进度	截至 2017 年 9 月底 已投资	2017 年 10-12 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	351924.00	27.22%	95786.00	25000.00	30000.00
两岸贸易中心项目（二期）	57304.00	93.90%	53808.00	1375.00	1800.00
跨境电商产业园（二期）	20000.00	45.00%	8999.45	6369.69	4630.86
中心渔港冷库	9876.00	54.60%	5392.00	4484.00	0.00
绥化深加工项目	419242.29	1.47%	6175.29	89074.77	323992.23
富锦金谷铁路发放系统项目	51583.00	80.02%	41277.00	10306.00	--
江苏大丰铁矿石加工项目	28000.00	64.19%	17973.00	4949.00	5077.00
南通象屿厂区、办公楼及设备改造	24271.00	97.46%	23655.00	616.00	--
富锦金谷 80 万吨罩棚项目	13500.00	97.36%	13144.00	356.00	--
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	10825.00	75.84%	8209.00	2616.00	--
<b>合计</b>	<b>986525.29</b>	--	<b>274418.74</b>	<b>145146.46</b>	<b>365500.09</b>

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年三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。截至2017年9月底，公司纳入合并报表范围的公司共28家，较2016年底因设立增加5家子公司，因内部公司股权变更增加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9月底，公司（合并）资产总额964.38亿元，所有者权益259.47亿元（含少数股东权益147.17亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入1508.88亿元，利润总额12.21亿元。

### 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年底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	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 9 月底，公司资产总额为 964.38 亿元，较 2016 年底增长 32.17%；其中流动资产占 74.35%，公司资产构成仍以流动资产为主，比重进一步提升。其中，货币资金 96.87 亿元，较 2016 年底大幅增长 146.57%，主要系公司为后续到期融资及经营需要筹措资金所致；衍生金融资产较 2016 年底大幅增加至 6.88 亿元，主要系期末贵金属合约和期货合约公允价值变动浮盈增加所致；应收票据及预付款项较 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 340.46 亿元，较 2016 年底增长 15.38%，主要是供应链业务库存商品增加所致，以库存商品（157.22 亿元）和开发成本（176.43 亿元）为主；其他流动资产 67.42 亿元，较 2016 年底增长 21.35%，主要因为理财业务增加所致，其中对上下游客户提供资金支持而产生的委托贷款规模 15.68 亿元（期限 1-3 年）；长期股权投资较 2016 年底大幅增长 78.51% 至 46.72 亿元，主要为新增对厦门象道物流有限公司（6.17 亿元）、Crystal Idea Management Limited（6.98 亿元）、上海磐臣房地产开发有限公司（4.38 亿元）的投资；其他科目变动不大。

表 11 截至 2017 年 9 月底长期股权投资期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

被投资单位名称	核算方式	账面余额	投资比例
厦门农村商业银行股份有限公司	权益法	83153.46	8.01
厦门集装箱码头集团有限公司	权益法	74991.30	10.00
Crystal Idea Management Limited	权益法	69752.15	50.00
厦门象道物流有限公司	权益法	61656.08	40.00
上海磐臣房地产开发有限公司	权益法	43799.51	50.00
<b>合计</b>	--	<b>333352.51</b>	--

资料来源：公司提供

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 元，同比增长 50.23%，包括永续中期票据“15 象屿 MTN001”（规模 10.00 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“16 象屿 MTN001”（规模 10.00 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 9 月底，公司所有者权益为 259.47 亿元（其中少数股东权益 147.17 亿元），较 2016 年底增长 14.69%，其中其他权益工具较 2016 年底增长 50.21% 至 44.79 亿元，为公司 2017 年 9 月发行的永续中期票据“17 象屿 MTN003”（15.00 亿元）；少数股东权益较 2016 年底增长 11.96% 至 147.17 亿元，主要为象屿股份 17 年 4 月发行永续中票“17 象屿股份 MTN001”（10.00 亿元）并与银行合作可续期借款（20.00 亿元），此外少数股东权益中的产业基金部分到期收回（4.00 亿元）和部分少数股东退出综合作用所致。

总体看，公司资本金不断扩充，2016 年以来，公司所有者权益增长主要来自发行永续中期票据及少数股东权益增加，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 10.00 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 12 截至 2016 年底公司（合并口径）其他流动负债中的债券明细（单位：亿元）

债券名称	到期日期	期限	额度
16 象屿 SCP003	2017-3-14	276 天	5.00
16 象屿 SCP004	2017-3-18	270 天	5.00
16 象屿 SCP005	2017-4-16	270 天	5.00
16 象屿 SCP006	2017-5-06	270 天	15.00
16 象屿 CP002	2017-9-14	365 天	12.00
16 象屿 SCP007	2017-7-10	270 天	5.00
16 象屿 SCP008	2017-7-16	270 天	5.00
16 象屿股份 SCP001	2017-8-12	270 天	5.00
12 象屿 MTN1	2017-7-23	5 年	4.50
<b>合计</b>	--	--	<b>61.50</b>

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 13 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 9 月底，公司负债总额为 704.91 亿元，较 2016 年底增长 40.03%，主要来自短期借款、预收款项和长期借款的增长，期末金额分别为 271.98 亿元、130.83 亿元和 85.01 亿元，其中，预收款项较 2016 年底继续增长 59.83%，主要系子公司象屿股份业务规模扩大，预收客户货款和保证金增加所致，构成上预收货款和预售房款分别为 90.37 亿

元和 39.79 亿元，其中账龄一年以内的占 98.37%；其他应付款较 2016 年底增长 48.82% 至 39.92 亿元，主要为关联方往来款及与合作方的项目运营款；其他流动负债大幅下降至 0.91 亿元，主要系公司发行的多期超短期融资券和委托贷款到期兑付所致；应付债券较 2016 年底增加 20.92 亿元至 44.59 亿元，主要为公司发行中期票据“17 象屿 MTN002”（7.50 亿元，期限 5 年）、“17 象屿 MTN001”（12.50 亿元，期限 5 年）和象屿股份发行公司债券“17 象屿 01”（10 亿元，期限 3 年），且 11 厦门象屿债（9 亿元，期限 7 年）转入一年内到期长期负债科目所致。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务 459.13 亿元，较 2016 年底增长 42.36%，其中短期债务占 71.77%，占比较 2016 年底有所下降。截至 2017 年 9 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 33.31%、63.89% 和 73.09%，均较上年有所上升。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 503.92 亿元，上述三项指标分别为 40.19%、66.01% 和 77.74%，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年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.05%和5.81%。

2017年1~9月，公司实现营业收入1508.88亿元，同比增长86.66%，营业利润率为2.76%，同比减少0.63个百分点；公司实现公允价值变动收益5.01亿元，同比大幅增加4.05亿元，主要是由于2017年部分大宗商

品行情下跌，公司配套期货合约浮盈所致；公司实现投资收益1.92亿元，主要是对合营企业的投资收益。2017年1~9月，公司实现利润总额12.21亿元，同比增长54.43%。

总体看，近年来，随着公司供应链业务的快速拓展及2015~2016年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，但整体盈利水平逐年上升。

## 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，投资活动现金流出规模逐年增加，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 1~9 月，公司经营活动产生的现金净额为-65.38 亿元；收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 97.38 亿元和 125.37 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-36.30 亿元；筹资活动现金流量净额为 146.71 亿元，其中吸收投资收到的现金 49.00 亿元，包括公司本部和子公司象屿股份发行的永续债券合计 25.00 亿元及与银行合作的可持续期借款 20.00 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 6.42 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 9 月底，上述两项比率分别为 127.29%和 66.85%。2014~2016 年，公司经营现金流流动负债比分别为-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 9 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1166.44 亿元，尚未使用额度 543.55 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 9 月底，公司合计对外担保余额为 36.49 亿元；其中，厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 4.37 亿元，下属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 15.99 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 16.14 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 9 月底，母公司资产总额 211.35 亿元，其中其他应收款为 95.43 亿元，可供出售金融资产和长期股权投资分别为 22.83 亿元和 66.84 亿元；负债合计 131.57 亿元，资产负债率 62.25%，有息负债规模 123.91 亿元，其中短期债务 77.76 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 1~9 月，母公司营业收入 0.17 亿元，投资收益 2.23 亿元，利润总额 0.50 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 12 月 15 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 10 亿元，占 2017 年 9 月底长期债务和全部债务的 7.72% 和 2.18%，本期中期票据对公司现有债务规模影响较小。

截至 2017 年 9 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 33.31%、63.89% 和 73.09%。以 2017 年 9 月底财务数据为基础，若将公司计入权益的永续中票和可续期债券投资（截至 2017 年 9 月底合计 54.79 亿元）调整计入债务，并将 2017 年 10 月发行的“17 象屿 MTN004”（5 亿元，期限 5 年）考虑进债务指标计算中，则公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 73.23%、66.67% 和 42.19%，公司债务压力进一步上升，以此财务数据为基础，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 79.10%、67.09% 和 43.45%。

#### 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 61.47 倍、76.49 倍和 151.17 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 2.07 倍、2.22 倍和 2.97 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动公司资金需求、公司债务负担很重、短

期偿债压力大、经营获现能力波动大。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。

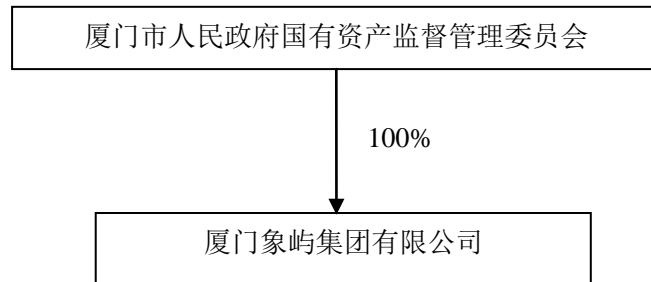
目前，公司资产以流动资产为主，应收款、存货和预付款项占比大，房地产合作开发形成的关联方往来款及对上下游客户委托贷款增长较快，对公司资金形成一定占用，资产流动性一般。考虑到公司房地产投资及供应链扩张所需营业资金规模仍较大，未来仍存在较大的对外融资需求。

本期中期票据具有发行人可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

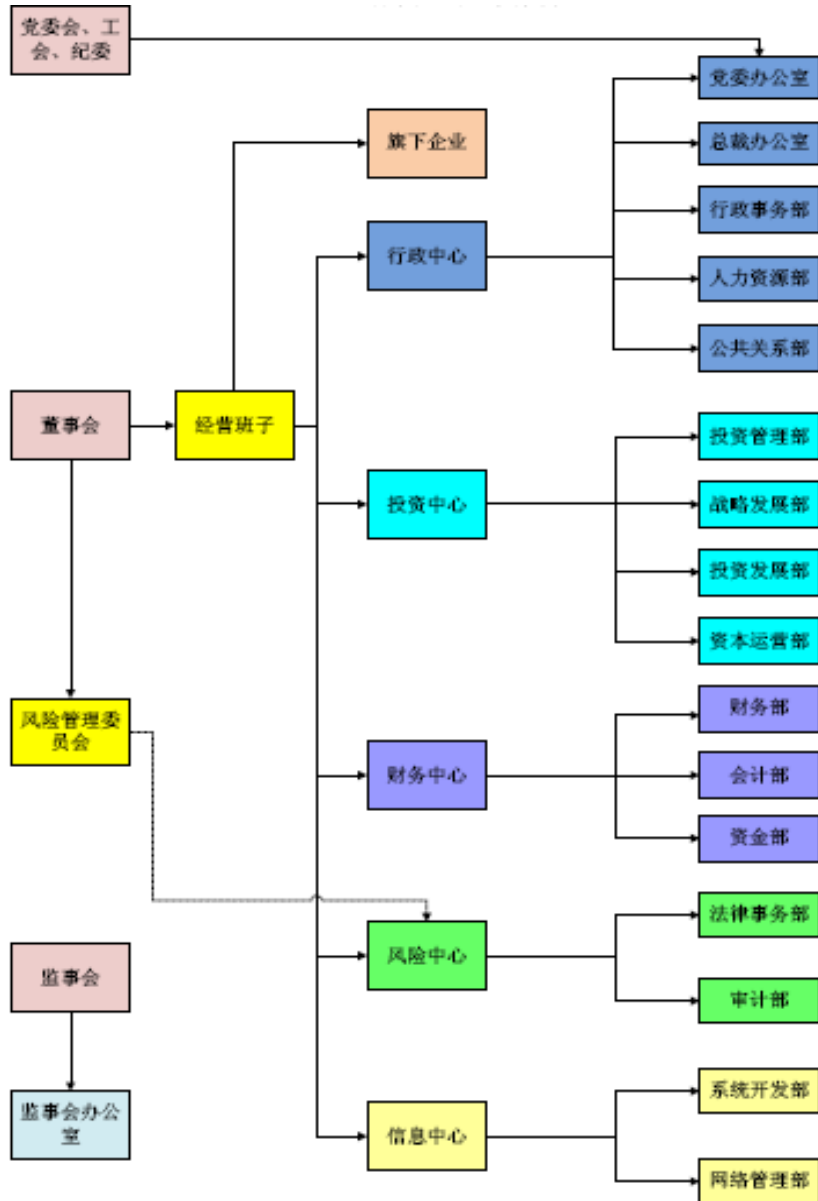
公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

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 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	22.47	38.86	42.07	118.64
资产总额(亿元)	414.12	483.17	729.64	964.38
所有者权益(亿元)	96.54	157.48	226.24	259.47
短期债务(亿元)	191.73	175.29	256.74	329.53
长期债务(亿元)	65.33	55.52	65.78	129.60
全部债务(亿元)	257.06	230.82	322.52	459.13
营业收入(亿元)	521.73	656.11	1239.38	1508.88
利润总额(亿元)	8.81	10.37	17.08	12.21
EBITDA(亿元)	20.72	22.21	29.66	--
经营性净现金流(亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-65.38
<b>财务指标</b>				
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	118.12
营业利润率(%)	4.38	4.61	4.65	2.76
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	33.31
全部债务资本化比率(%)	72.70	59.44	58.77	63.89
资产负债率(%)	76.69	67.41	68.99	73.09
流动比率(%)	130.29	127.33	122.72	127.29
速动比率(%)	65.56	64.12	53.49	66.85
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 1~9 月财务数据未经审计；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 9 月所有者权益中包含 44.79 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 2018 年度第一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。