

信用等级公告

联合[2018] 1721 号

联合资信评估有限公司通过对厦门象屿集团有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门象屿集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，“15 象屿 MTN001”、“16 象屿 MTN001”、“17 象屿 MTN001”、“17 象屿 MTN002”、“17 象屿 MTN003”、“17 象屿 MTN004”和“18 象屿 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十六日



厦门象屿集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*15 象屿 MTN001	10 亿元	2020/9/8	AAA	AAA
*16 象屿 MTN001 ¹	10 亿元	2021/3/8	AAA	AAA
17 象屿 MTN001	12.5 亿元	2020/3/8	AAA	AAA
17 象屿 MTN002	7.5 亿元	2022/07/17	AAA	AAA
*17 象屿 MTN003	15 亿元	2022/09/12	AAA	AAA
17 象屿 MTN004	5 亿元	2022/10/24	AAA	AAA
*18 象屿 MTN001	10 亿元	2021/04/17	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2018 年 7 月 26 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	36.20	39.88	83.52	115.37
资产总额(亿元)	483.17	729.64	916.99	1051.12
所有者权益(亿元)	157.48	226.24	280.87	291.83
短期债务(亿元)	175.29	256.74	297.27	336.95
长期债务(亿元)	55.52	65.78	135.85	182.28
全部债务(亿元)	230.82	322.52	433.12	519.22
营业收入(亿元)	656.11	1239.38	2140.89	480.31
利润总额(亿元)	11.13	17.08	24.30	4.21
EBITDA(亿元)	22.21	29.66	44.17	--
经营性净现金流(亿元)	46.40	-19.37	-56.48	-45.20
营业利润率(%)	4.61	4.65	3.27	3.62
净资产收益率(%)	4.39	5.81	6.47	--
资产负债率(%)	67.41	68.99	69.37	72.24
全部债务资本化比率(%)	59.44	58.77	60.66	64.02
流动比率(%)	127.33	122.72	136.17	140.58
经营现金流动负债比(%)	17.70	-4.55	-11.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.39	10.87	9.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.39	2.57	--

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、2018 年一季度财务数据未经审计; 3、现金类资产中已剔除受限货币资金; 4、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; 5、2015~2018 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 19.85 亿元、29.82 亿元、45.00 亿元和 49.00 亿元; 6、全部债务与长短期债务加总数有细微差异, 系小数末位四舍五入所致。

¹注: 存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据, 所列兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

厦门象屿集团有限公司(以下简称“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保持显著优势。跟踪期内, 钢材等大宗商品价格回暖, 随着公司物流供应链与客户合作逐步加深, 公司实体企业全程供应链、代采代销等贸易模式日趋成熟, 主要贸易产品量价齐升, 共同带动公司贸易规模及营业收入大幅提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到业务规模快速增长以及在建项目投资规模大推升公司资金需求、公司债务负担加重、短期偿债压力大、物流供应链业务盈利能力较弱、非经常性损益受大宗商品市场价格波动影响大、经营性现金持续净流出等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2017年12月, 子公司厦门象屿股份有限公司完成配股发行募集资金17.50亿元, 资本实力进一步提升; 随着公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务, 未来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。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA, “15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”、“17象屿MTN001”、“17象屿MTN002”、“17象屿MTN003”、“17象屿MTN004”和“18象屿MTN001”的信用等级为AAA, 评级展望为稳定。

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. 跟踪期内, 公司物流供应链业务与客户合

分析师

刘嘉敏 郭察理 刘祎烜

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

作进一步加深, 主要贸易产品量价齐升, 共同带动收入规模大幅增长, 主业盈利能力有所增强。

3. 跟踪期内, 公司房地产项目销售金额大幅增长, 为收入及盈利水平提供一定支撑。
4. 2017年12月, 子公司厦门象屿股份有限公司完成配股发行募集资金17.50亿元, 资本实力进一步提升。

关注

1. 公司贸易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. 公司存货和预付款项占比大, 房地产项目投入规模大, 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, 经营活动现金流净流出规模扩大; 少数股东权益占比高, 所有者权益稳定性较弱。
3. 跟踪期内, 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, 公司以短期债务为主的债务规模快速增长, 整体债务负担重, 短期偿债压力大。
4. 跟踪期内, 非经常性损益对公司利润总额的贡献程度高, 但其易受大宗商品市场价格波动影响, 稳定性一般。
5. 截至2018年3月底, 公司对外担保余额为33.58亿元; 涉及未决诉讼标的金额合计16.61亿元, 公司面临一定或有负债风险。
6. 公司存续期内“15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”、“17象屿MTN003”和“18象屿MTN001”, 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, 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。

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

厦门象屿集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门象屿集团有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

厦门象屿集团有限公司(以下简称“公司”)系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》(厦府[1995]综230号)批准组建的国有企业集团，于1995年11月28日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为1.38亿元。2007年以来，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至2018年3月底，公司注册资本为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2018年3月底，公司对其直接和间接持股55.44%，其中公司直接持有部分的8.24%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2017年底，公司(合并)资产总额916.99亿元，所有者权益280.87亿元(含少数股东权益166.04亿元)；2017年，公司实现营业收入2140.89亿元，利润总额24.30亿元。

截至2018年3月底，公司(合并)资产总额1051.12亿元，所有者权益291.83亿元(含少数股东权益174.45亿元)；2018年1~3月，公司实现营业收入480.31亿元，利润总额4.21亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司分别于2015年9月，2016年3月，2017年9月和2018年4月发行四期永续中期票据“15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”、“17象屿MTN003”和“18象屿MTN001”；于2017年3月，2017年7月和2017年10月发行三期普通中期票据“17象屿MTN001”、“17象屿MTN002”和“17象屿MTN004”，所募集资金已全部按募集资金用途使用完毕。跟踪期内除“17象屿MTN003”、“17象屿MTN004”和“18象屿MTN001”未到付息日外，其余存续中期票据均正常付息。

表1 公司存续债券概况及使用情况(单位：亿元)

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	兑付日
*15 象屿 MTN001	10.00	10.00	2015-09-08	2020-09-08
*16 象屿 MTN001	10.00	10.00	2016-03-08	2021-03-08
17 象屿 MTN001	12.50	12.50	2017-03-08	2020-03-08
17 象屿 MTN002	7.50	7.50	2017-07-17	2022-07-17
*17 象屿 MTN003	15.00	15.00	2017-09-12	2022-09-12
17 象屿 MTN004	5.00	5.00	2017-10-24	2022-10-24
*18 象屿 MTN001	10.00	10.00	2018-04-17	2021-04-17

资料来源:Wind资讯

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

公司存续期债券中，“15 象屿 MTN001”、“16 象屿 MTN001”、“17 象屿 MTN003”和“18 象屿 MTN001”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。

基于上述永续中期票据条款，可得出以下结论：

(1) 上述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，上述中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 上述中期票据（不含“18 象屿 MTN001”外）如不赎回，从第 5 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（“18 象屿 MTN001”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，上述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) 上述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。公司自 2010 年以来连续上缴国有资本收益，2016~2017 年分别上缴 2015~2016 年国有资本收益 4419 万元和 11319 万元，2018 年由于未接到上级机构缴款通知，截至本报告出具日尚未进行 2017 年度国有资本收益上缴，根据往年情况公司预计下半年对国有资本收益进行上缴。总体来看，公司未来逐年持续上缴国有资本收益可能性大，公司递延利息支付可能性小，上述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，上述四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，认为上述四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。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升

的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明

显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快

增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析及区域经济环境

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，2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，海关统计数据显示，2017年，中国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，比2016年增长14.2%。2017年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续了2016年下半年以来回稳向好走势。其中，出口15.33万亿元，增长10.8%；进口12.46万亿元，增长18.7%；贸易顺差2.87万亿元，收窄14.2%。总体看，2017年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

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。

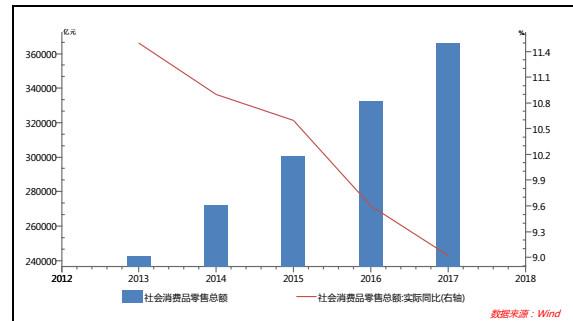
(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势

态，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，2017年全年社会消费品零售总额366262亿元，比上年增长9.02%。

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。

贸易保护趋势增长，国家间非关税壁垒日益凸显

中国加入世贸组织后，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。

目前，全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求等，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

人民币汇率风险不断加大

2015 年下半年，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。从基本面来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016 年，美元兑人民币汇率由 2016 年初的 6.5032 元/美元跌至至 2016 年底的 6.9370 元/美元。2017 年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017 年底汇率收于 6.5342 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。2018 年国内基本面略趋缓，但受美联储加息以及美国贸易保护主义抬头影响下的国际经济形势动荡影响，美

元兑人民币汇率总体呈增长态势，人民币贬值压力大。

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。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

2. 房地产行业

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.00%；其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米，同比增长 3.00%，增速较上年减少 0.2 个百分点；其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米，同比增长 2.90%，增幅较上年上升 1.00 个百分点。总体看，2017 年全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017 年全年商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速较上年下降 14.80 个百分点；共实现销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速较上年下降 21.20 个百分点。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，2017 年百城住宅平均价

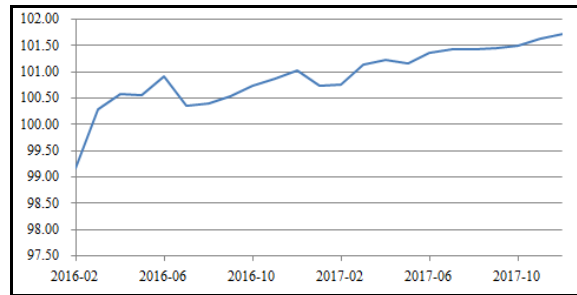
格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。

整体来看，2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

房地产供求方面，2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13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。2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2016年以来，国房景气指数呈现稳中有升的态势，但增速有所放缓。

图2 2016年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

总体看，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

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区的战略定位和强劲发展为公司创造了良好的外部环境。

根据“2017年厦门市国民经济和社会发展统计公报”，2017年，厦门市全年地区生产总值（GDP）4351.18亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值23.23亿元，增长2.1%；第二产业增加值1815.92亿元，增长7.2%；第三产业增加值2512.03亿元，增长7.9%。三次产业结构为0.5：41.7：57.8。按常住人口计算的人均地区生产总值109740元，增长5.5%，折合16253美元。

国内贸易方面，2017年，厦门市社会消费品零售总额1446.74亿元，比上年增长12.7%。其中商品零售1297.73亿元，增长13.5%；餐饮收入149.01亿元，增长6.2%。限额以上企业实现零售额1047.01亿元，增长15.5%，占全市社会消费品零售总额的72.4%；限额以下单位实现零售额399.73亿元，增长6.1%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有183家，实现零售额

873.02亿元，净增147.75亿元，增长20.4%。

固定资产投资方面，2017年，厦门市固定资产投资（不含农户）2381.46亿元，比上年增长10.3%，分产业看，第一产业投资下降13.1%，第二产业投资增长9.6%，第三产业投资增长10.4%，三次产业投资比例为0.1：17.8：82.1。

总体看，公司所在厦门区域工业逐步回暖，拉动经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为15.76亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市国资委。

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，是厦门市几大国有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，是厦门现代物流园区、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2017年底，象屿股份（合并）资产总额455.56亿元，所有者权益160.43亿元；2017年，象屿股份实现营业收入2032.91亿元，利润总额12.86亿元。截至2018年3月底，公司持有象屿股份股权中6637.60万股用于质押，质押比例为8.24%。

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2018年3月底，公司房地产业务土地储备面积合计165.53万平方米，其中，并表土地储备面积22.21万平方米。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

厦门象屿股份有限公司配股发行

2017年7月3日，象屿股份召开第七届董事会第十三次会议审议通过配股相关议案，并于2017年7月获得厦门市国资委及公司临时股东大会批准，于2017年11月30日获得中国证券监督管理委员会核发的《关于核准厦门象屿股份有限公司配股的批复》（证监许可【2017】2203号）。

本次象屿股份配股以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每10股配售2.5股的比例向全体股东配售，配售股份数量为292694850股，配股价格6.10元/股，本次募集资金全部用于补充象屿股份供应链管理与流通服务业务所需的营运资金。截至认购缴款结束日2017年12月26日，配股有效认购数量286959844股，占本次可配股份总数的98.04%，配股发行成功，认购金额人民币17.50亿元，新增股份已于2018年1月8日上市流通。

本次配股完成后，象屿股份股本变更为1457739247股，公司直接持有象屿股份股权

53.97%，通过象屿地产集团有限公司间接持有公司股权 1.41%，公司仍为其控股股东。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司仍以供应链管理为主业，辅以房地产开发及类金融业务。2017 年，公司实现营业收入 2140.89 亿元，同比增长 72.74%，其中各板块收入均有不同程度的增长。从收入构成来看，2017 年公司供应链业务实现收入 2032.91 亿元，同比增长 70.74%，主要是①跟踪期内，公司主要贸易产品行情回暖，量价齐升；②公司实体全程供应链项目日趋成熟，同时公司借助资本合作，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。2017 年，物流供应链业务占营业收入比重为 94.96%，同比略有下降仍为公司收入主要来源。房地产业务受行业景气度上升影响，2017 年实现收入 74.06 亿元，同比增长 92.01%，占营业收入比重增长至 3.46%。类金融及其他收入 2017 年大幅增长至 33.92 亿元，系深加工及非股份体系内的制造业相关公司的营收增加所致，占比仍较小，2017 年占营业收入的 1.58%。

从毛利率来看，2017 年，物流供应链毛利率水平同比小幅下降至 2.32%，主要是由于公司全流程供应链管理服务正处于模式处在培育初期，对客户的增值服务收益尚未充分挖掘体现，收益水平尚未匹配收入增幅；同时公司加大对核心物流资源的布局，固定成本负担持续增长，毛利率近三年呈下降趋势；公司房地产业务收入及毛利率存在一定的波动性，主要系 2016 年结转的上海闸北项目毛利偏高带动当期综合毛利率水平提高所致，2017 年房地产业务毛利率正常回落至 26.75%；类金融及其他业务毛利率较高，但跟踪期内延续下降趋势，系新设板块如深加工的制造业刚起步，尚在业务培育期，毛利率偏低所致，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 480.31 亿元，同比增长 13.12%，其中物流供应链业务同比增长 15.72%，延续增长态势，占营业收入比重为 97.20%，毛利率水平增长至 3.02%。同期，房地产业务结转收入 3.17 亿元，同比下降 79.63%，主要是项目竣工结算面积下降，确认收入规模下降所致，毛利率较增长至 41.14%。当期公司综合毛利率为 3.78%，较 2017 年全年略有增长。

表 2 公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2015 年				2016 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	599.23	91.33	22.83	3.81	1190.67	96.07	40.44	3.40
房地产	52.60	8.02	10.01	19.03	38.57	3.11	18.60	48.21
类金融及其他	4.28	0.65	2.76	64.56	10.14	0.82	4.52	44.59
合计	656.11	100.00	35.61	5.55	1239.38	100.00	63.56	5.13
业务种类	2017 年				2018 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	2032.91	94.96	47.18	2.32	466.88	97.20	14.11	3.02
房地产	74.06	3.46	19.81	26.75	3.17	0.66	1.31	41.14
类金融及其他	33.92	1.58	10.96	32.30	10.25	2.13	2.75	26.83
合计	2140.89	100.00	77.95	3.64	480.31	100.00	18.17	3.78

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

大宗商品采购供应及综合物流服务是公司营业收入的主要构成部分，经营主体为子公司象屿股份，由商品采购供应、综合物流服务两部分构成，主要经营用于工农业生产、大批量买卖的大宗商品（包括原辅材料和产成品），并依托自身物流平台、信息平台、资金规模、营销渠道等优势，整合资源要素，通过帮助上游供应商拓宽分销渠道，协助下游客户建立采购渠道，提高系统效率，获得协同效应。2017年大宗商品采购供应占该板块的97.98%，较上年变动不大。

（1）大宗商品采购供应

公司大宗商品采购供应业务（即贸易业务）分为进出口业务与国内贸易，以国内贸易为主，2017年国内贸易比重为81.40%，较上年变动不大（2016年为80.12%）。跟踪期内，公司贸易品种仍以金属材料（含钢材、铜等）、化工产品（含PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工）及农副产品为主（含乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉等），2017年占比分别为69.32%、23.09%和4.71%，其他业务中主要包括平行进口汽车、白银等产品的贸易业务。

表3 公司大宗商品采购供应业务收入构成情况
(单位: 亿元、%)

商品类别	2016年		2017年		2018年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工产品	205.83	17.88	457.85	23.09	76.53	16.85
金属材料	796.56	69.21	1374.68	69.32	333.55	73.43
农副产品	75.53	6.56	93.50	4.71	34.98	7.70
其他	73.01	6.34	57.13	2.88	9.20	2.03
合计	1150.93	100.00	1983.17	100.00	454.26	100.00

资料来源: 公司提供;

注: 2016年其他贸易品种包含平行进口车、白银和其他产品等。2017年其他贸易品种包含平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。

从贸易模式来看，公司大宗商品供应链业务的经营方式主要是满足上下游客户对原辅材料、半成品的采购供应需求，以及产成品的分

销需求，公司为其提供的采购与分销服务。盈利模式包括大宗商品的分销、代理以及自营模式，在分销和代理模式下，通过有效控制价格波动风险，赚取对锁价差收益和服务收益，在自营模式下，公司承担价格波动风险，赚取价差利润。

经过多年的业务模式转型，公司新增实体企业全程供应链服务项目和代采代销服务项目，同时，公司与多家民营贸易企业成立合资公司拓展业务资源²。公司的大宗贸易业务逐步转向以产业型、工厂型客户为主，服务于产业需求，主要利润来源于对锁价差收益和服务收益，自营业务赚价差不再是主要利润来源。公司的大宗贸易业务主要依靠增加物流增值服务、提升客户原材料、产成品采购分销效率，来提高盈利能力。

价格风险方面，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³。

跟踪期内，随着钢材类等大宗商品价格回暖，公司主要贸易品种量价齐升，实体企业全程供应链服务业务以及代采代销模式逐步成熟，同时公司成立多家合资公司，业务资源逐步丰富，贸易规模实现迅速增长。2017年，公司金属材料贸易实现收入1374.68亿元，同比增长72.58%，化工产品实现收入457.85亿元，同比增长122.44%，公司共计实现贸易业务收入1983.17亿元，同比大幅增长72.31%。

金属材料贸易

²合资形式主要是公司派驻总经理、财务人员等核心人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展供应链业务。

³会计处理方面，由于公司将期货合约的持有与处置作为规避现货市场风险的手段之一，难以同时满足套期保值会计要求，因此2014-2016年未使用套期保值会计处理方法，故在投资收益中反映。2015年11月26日，财政部发布了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18号），自2016年1月1日开始执行，为了更加合理的体现公司的期货业务及风险管理，公司自2017年1月1日起选择执行《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18号）。公司将买入的期货合约计入衍生金融资产/负债，期货持有期间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。

金属材料主要包括黑色金属（含钢材）、有色金属、矿产品类等，2017 年占比分别为 73.58%、16.92%和 9.40%。跟踪期内，钢材类大宗商品价格持续回暖，公司传统贸易业务量价齐升，2017 年公司金属材料实现销售收入 1374.68 亿元，同比延续大幅增长态势。2017 年，金属材料进出口贸易和国内贸易占比分别为 13.47%和 86.53%；毛利率分别为 1.63%和 1.59%，同比均有所下滑。

跟踪期内，公司实体全程供应链服务模式及结算方式未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司实体企业全程供应链服务共 3 个⁴，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。2017 年，实体企业全程供应链服务收入 403.47 亿元，同比大幅增长 163.72%，主要是由于公司于 2017 年新增 1 个项目，同时大宗商品行情回暖导致贸易业务量价齐升，当期实现毛利率 0.59%，同比有所下滑，主要系 2017 年新增项目费率较低，同时公司实际收益来自资金占用费，由于资金周转效率提升，实际资金占用规模未呈现大幅增长所致。2018 年 1~3 月，实体企业全程供应链服务项目实现销售收入 90.87 亿元，毛利率 0.79%。

代采代销模式方面，截至 2018 年 3 月底，长期稳定且体量较大的主要合作客户共 1 家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁；2017 年，公司该模式为金属材料贸易贡献收入 194.71 亿元，毛利率 3.32%。2018 年 1~3 月，代采代销业务模式实现销售收入 91.17 亿元，毛利率 2.41%。

近年来，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 60%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股 59.21%）、河南象屿铝晟矿产品有限公司（公司持股 51%）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、矿产品收入大幅增长。目前，公司将合资公司等等同于事业部管理，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），合资企业之间相互独立，但对于相同类型的原材料公司会进行合并，集中采购。2017 年合资公司为公司金属材料贡献收入 76.27 亿元。2018 年 1~3 月，合资公司实现金属材料销售收入 26.46 亿元，为 2017 年全年的 34.69%，主要是由于 2018 年一季度，公司新增象屿宏大供应链有限责任公司所致。

化工产品贸易

化工产品贸易品种主要以有机类、塑化类为主，2017 年上述产品销售额占化工材料销售总额的 80.15%和 16.00%。2017 年化工材料进出口贸易及国内贸易占比分别为 22.45%和 77.55%，毛利率分别为 2.02%和 0.71%。2017 年，公司化工产品贸易收入大幅增长 122.44%至 457.85 亿元，主要是由于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；同时有机类业务（如乙二醇）不断深化平台服务内容，业务量增长所致。2018 年 1~3 月，公司化工产品实现收入 76.53 亿元，同比小幅下降 5.41%。目前，化工产品主要通过锁方式给下游客户，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粮食类、油脂油料类和木材类为主，2017 年占比分别为 55.58%、14.33%和 18.29%，经营主体主要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”），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 月出资 4 亿元与穆氏家族合作，共同设立象屿农产（持股比例为 80%）；截至目前象屿农产注册资本 21.25 亿元，其中公司出资 17.00 亿元。

⁴ 2017 年公司新增 1 个实体企业全程供应链项目，2018 年一季度减少 1 个实体企业全程供应链服务项目。

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）。

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，跟踪期内，公司农副产品板块结算方式未发生变化。2017年农副产品国内贸易和进出口贸易占比分别为68.52%和31.48%，毛利率分别为9.09%和3.54%，其中国内贸易毛利率大幅提升4.30个百分点至9.09%，主要是由于象屿农产玉米和食用油产品把握行情能力提高，毛利率和贸易量同时增长，以及合资公司象屿盛洲开展业务毛利率偏高共同作用所致。2017年农副产品收入同比增长23.79%。

其他贸易产品

公司其他贸易产品2017年实现收入57.13亿元，主要销售产品为平行进口车，经营主体为福建省平行进口汽车交易中心有限公司（公司持股比例51%），公司平行进口汽车品牌主要包括丰田、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。跟踪期内，公司整合国外采购渠道和进口车源，推动与下游分销商的合作，逐步拓展进口和内贸业务，2017年公司累计进口车辆13890台，总额67937万

美元，实现收入49.25亿元，同比增长36.81%；2018年一季度累计进口车辆1824台，总额9956万美元，实现收入8亿。由于当期白银等商品重分类至金属材料的原因，公司其他贸易收入同比下降21.75%。

（2）粮食收储及合作种植

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，2017年底，象屿农产总资产154.94亿元，所有者权益38.33亿元，2017年实现营业收入62.30亿元，实现净利润2.80亿元。2018年3月底，象屿农产总资产157.47亿元，所有者权益39.32亿元，2018年1~3月实现营业收入23.54亿元，实现净利润0.99亿元。

粮食收储

公司因承担国储粮保管任务而获取的收入主要包括仓储收入、装卸收入和烘干收入等，以仓储费用为主。计费方式方面，2017年2月起国储粮仓储补贴由以往的86元/吨下调为80元/吨，同比略有下降。收储规模方面，2016年以来，玉米国家临储政策取消，公司收储规模较以前年度大幅下滑；2017~2018年收粮季，公司收储水稻125万吨（2016~2017年收粮季，公司收储水稻146.66万吨，2015~2016年收粮季收储水稻及玉米合计772.20万吨），同比进一步下滑。

表4 粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2015年		2016年		2017年		2018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	54927.30	76.85	125346.56	55.10	106923.91	60.23	23981.98	54.24
装卸收入	26663.19	44.55	25222.45	40.24	4268.69	-37.93	1650.32	-27.29
烘干收入	15188.30	26.12	9947.60	-15.84	615.81	-909.26	1161.42	-19.73
合计	96778.79	59.99	160516.61	48.37	111808.41	51.15	26793.72	46.02

资料来源：公司提供

目前，象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）的自营贷款及委托贷款业务，向农户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押，同时

委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务。发放给农户和收粮经纪人的自营贷款和委托贷款一般在收粮季期间陆续收回。2017~2018年收粮季，象屿农产通过象屿小贷向9位收粮经纪

人提供共计额度 0.65 亿元的委托贷款⁵，未发放自营贷款。截至 2018 年 3 月底，象屿小贷发放自营贷款余额 2191.48 万元，公司通过象屿小贷发放委托贷款余额 434.00 万元，截至 2018 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

跟踪期内，公司粮食仓储能力未发生变化，截至 2018 年 3 月底，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⁶268.11 万吨。

2017 年，公司粮食出库 185.88 万吨，同比增长明显（2016 年出库 13.11 万吨），但轮出规模仍较小，目前仓库基本仍属于满仓状态，虽玉米国家临储政策取消，但玉米陈粮轮出速度较慢，未来 1~2 年仍可以维持较高仓储利润率，但随着玉米陈粮的逐步轮出，公司因承担国储粮保管任务而获取的收入未来规模将逐步缩减。2017 年，公司粮食代收业务实现收入 11.18 亿元，同比下滑明显，其中仓储收入同比下降 14.70%，主要是由于玉米陈粮轮出所致；装卸收入大幅下降，主要是由于公司收储规模大幅缩减所致。

合作种植

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。2017~2018 年收粮季，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮 8.91 万亩，其中玉米合作种植面积 0.57 万亩，水稻合作种植面积 7.9 万亩，大豆合作种植面积 0.44 万亩，合作种植规模同比大幅下降（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）。2017~2018 年

收粮季来自合作种植部分粮食收储为 6 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 2018 年 3 月底，象屿小贷为合作种植提供贷款余额 872.20 万元。2017 年，象屿农产共取得合作种植与合作收粮投资收益合计 27.68 万元，同比进一步下降。

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%⁷），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。2017 年，富锦项目及北安生化项目产量分别是 70.99 万吨、64.72 万吨；收入分别是 13.09 亿元和 11.66 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，项目总投资 416407.67 万元，其中建设投资 380356.95 万元，建设期利息 14894.77 万元，铺底流动资金 21155.95 万元，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，跟踪期内，公司粮食收储规模大幅下降，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的占用相应大幅减少。跟踪期内，粮食政策性轮转出库提速但进度仍较慢，未来 1~2 年内仓容率仍可得到保证，但随着陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模未来将下滑。同时，公司布局深加工行

⁵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营业收入。

⁶公司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。

⁷其他股东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%。

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

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74.12%，以下简称“速传供应链”）负责。跟踪期内，公司综合物流业务模式及结算方式未发生重大变化。

2017年，公司物流业务实现收入25.89亿元，同比增长28.49%，主要来自货代及综合物流收入的增长，同期物流业务毛利率为12.08%，同比变化不大。分板块看，2017年货代及综合物流收入22.21亿元，同比大幅增长

102.95%，主要是由于2017年口径调整，原放在其他收入的其他工程物流项目调整到货代及综合物流收入所致，当期毛利率9.17%，同比下降3.67个百分点；同期，其他收入大幅下降至9245.53万元。2018年1~3月，公司物流业务收入8.06亿元，同比增长41.90%，毛利率为10.18%，较上年同期下降1.94个百分点。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；跟踪期内，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和毛利润不断增长。

表5 公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年		2018年1-3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	109446	12.84	222119.99	9.17	72906.74	9.31
运输装卸收入	6477	14	6309.81	19.65	1485.28	16.92
空运收入	1241	16.36	789.89	12.2	976.93	12.98
堆场收入	15095	31	16141.03	23.49	3370.31	21.83
报关收入	349	81.85	116.4	93.89	24.62	62.1
仓储收入	3789	0.88	4183.22	0.78	1353.86	0.82
其他收入	65092	7.51	9245.53	60.78	443.13	62.43
合计	201489.00	12.43	258905.87	12.08	80560.87	10.18

资料来源：公司提供

堆场方面，跟踪期内，公司在厦门和福州的四个港区自营堆场面积稳定增长，截至2018年3月底堆场总面积为33.83万平方米，场装总面积6.45万平方米，修箱场总面积4.39万平

方米，共计拥有冷藏箱插座296个。公司拥有福建省唯一的现代化发泡房，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6 截至2018年3月底公司自营堆场情况（单位：平方米、个）

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	138419.02	21807	62897
场装面积	37843.199	21596.66	1813	3220
修箱场面积	19317.17	21561.92	1800	1200
冷藏箱插座	180	60	32	24

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2018 年 3 月底，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（包括保税区及非保税区）为 13.07 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。

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，截至 2018 年 3 月底，公

司在厦门、福州口岸自有拖车 110 余部；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。此外，公司参股厦门现代码头有限公司 12.50% 的股权和厦门集装箱码头集团有限公司 10.00% 的股权。

3. 物流平台开发运营

表 7 公司物流园区基本情况（单位：平方米）

项目名称	占地面积	服务能力	位置	目前进展
五金机电物流集散中心	63615.00	中心总建筑栋数为 13 幢，总建筑面积为 66528.89 平方米。	厦门	于 2012 年 5 月份投入使用。
晋江物流园区	47432.00	室内仓库 26934.平方米。	晋江	于 2006 年 5 月份投入使用 9105.04 平方米，2007 年 10 月投入使用 13637 平方米，2011 年 8 月投入使用 4192.42 平方米。
上海宝山区罗泾物流园	76752.10	规划建设 5 万平方米仓库和 5 万平方米堆场的钢材仓储交易市场。	上海	整个项目分两期建设，一期 8300 平方米，二期 119500 平方米。项目一期于 2013 年 1 月建成、交付 2013 年 2 月投入使用。二期预计总投资约 5 亿元，暂无建设计划。
福州江阴物流园区	134717.80	7-2#地块为 24934.20 平方米的堆场，9#地块有 3 座仓库共计 8527.78 平方米。8#地一期已建成仓库面积 9516.21 平方米。	福州	包括为 7-2#、8#、9#地块，均已付清全部土地款。其中 7-2#地块上的堆场空置未使用，9#地块上三座仓库共 8527.78 平方米已全部出租。8#地块占地面积 68975.40 平方米，拟分为两期建设，一期仓库建筑面积 9516.21 平方米，投资 1424 万，2014 年 6 月已经建成，现已全部出租，二期暂无规划。
象屿国际物流仓储中心(29BC 仓库)	18709.20	建筑面积 24277.58 平方米，一栋三层仓库	厦门	2007 年 7 月已建成 24277.58 平方米仓库并投入使用，已全部出租。
30 号厂房	15851.06	建筑面积 11046.51 平方米，两栋均为单层建筑，用于生产、加工、仓储。	厦门	2002 年 7 月建成一期厂房 5964.50 平方米；2007 年 12 月建成二期厂房 5082.01 平方米，已全部出租。
合计	357077.16	--	--	--

资料来源：公司提供

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。跟踪期内，公司已投产物流园未发生变化，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晋江物流园区等，主要对外出租收取租金收入，截至 2018 年 3 月底，主要物流园区合计占地面积 35.71 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”）运营，截至 2017 年底，象屿地产总资产 247.97 亿元，所有者权益 62.82 亿元，2017 年度实现营业收入 74.06 亿元（同比增长 92.01%），净利润 6.43 亿元（同比增长 5.92%）。目前公司房地产项目开发主要集中于上海及周边（昆山、太仓、常熟）、重庆、天津、福建等地。目前，上海及其周边是公司房地产业务的重点区域。厦门市土地成片开发及基础设施

代建业务经营主体为公司下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司。

2017年，公司房屋竣工面积和房屋销售面积分别为35.53万平方米和34.25万平方米，同比分别下降53.51%和12.11%，主要销售项目包括上海年华、浦西玫瑰园、象屿珑庭等；受当期开盘项目较少影响，当期销售面积大幅下降。2017年以来，上海及周边房地产景气度良好，住宅价格持续增长，公司房产平均销售单价增长至2.27万/平方米。2017年，公司房地产业务确认收入74.06亿元，同比大幅增长92.01%。

表8 公司房地产业务发展情况

(单位: 万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
房屋竣工面积	40.30	76.43	35.53	0.00
房屋销售面积	42.74	38.97	34.25	6.54
新增土地储备	12.05	83.29	74.75	0.00
平均销售单价	1.57	1.83	2.27	2.45
实际销售额	67.03	71.06	77.78	16.05

资料来源: 公司提供

受一、二线房地产市场限购限贷政策收紧影响，2017年，公司房地产开发投资91.59亿元，新增土地储备74.75万平方米，同比均有所下降；当期土地购置支出42.00亿元。2017年公司新增地块位于天津、太仓沙溪、重庆九龙坡、观音桥以及常熟，截至2018年3月底未开工；2018年一季度公司无新拿地。截至2018年3月底，公司储备土地合计163.56万平方米，其中福州占34.48%、天津占29.85%、南平占23.3%、苏州占7.4%、重庆占2.72%、上海占2.24%。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。

2017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，对部分地产项目采用合作开发模式。2017年以来，公司通过收购方式间接持有天津天安泛科技园开发有限公司30%股权，与厦门市朱陶投资有限公司（持股比例20%）、天安数码城（中

国）有限公司（持股比例50%）合作开发天津项目，不纳入合并范围；公司通过参股方式持有位于沙溪南部新城的太仓沙溪18-6号地块项目公司苏州睿致房地产开发有限公司17%的股权，与重庆同原房地产开发有限公司等合作开发，不纳入合并范围。以上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，直接计入投资收益。

表9 截至2018年3月底公司房地产在建、拟建项目情况(单位: 万平方米、亿元)

	总用地面积	总建筑面积	总投资	已投资	2018年4-12月投资额
并表项目	232.21	437.10	294.07	144.09	25.66
非并表项目	153.27	392.84	457.74	369.92	29.61
合计	385.48	829.93	751.81	514.01	55.27

资料来源: 公司提供

截至2018年3月底，公司在建、拟建房地产项目合计27个，主要分布在上海、昆山和南平等地，其中并表项目18个，非并表项目9个。截至2018年3月底，公司在建、拟建房地产项目总建筑面积829.93万平方米，总投资额751.81亿元（含合作方投资额），已投资514.01亿元，尚需投资237.80亿元，其中2018年4~12月需投资55.27亿元。公司房地产业务未来投资额较大，会产生一定的资金压力。

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。2017年公司代建收入1678万，规模较小。截至2018年3月底，公司在建的代建项目有集美北路、灌口中路一期工程、灌前路道路工程等项目，合计投资总额达39.90亿元，已投资34.24亿元。上述项目均不需要公司垫资，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。

整体来看，公司土地储备较为充足，业务可持续性良好，但未来投资额较大，有一定的资金压力。

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月设立厦门象屿金融控股集团有限公司（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2017年底，象屿金控资产总额70.04亿元，所有者权益25.20亿元，2017年度象屿金控实现营业收入3.92亿元，净利润2.67亿元。其中，象屿资产实现营业收入2.88亿元，实现

净利润2.41亿元；2017年象屿担保实现收入188.92万元，利润总额326.30万元，截至2018年3月底，象屿担保对外提供担保余额4.84亿元，2017年无代偿情况，无计提资产减值准备；小额贷款公司收入3977.02万元，利润总额2599.70万元，截至2018年3月底，贷款余额39261.03万元，主要贷款对象为个人，抵押物持有比例100%，2017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，公司目前持有兴业证券股份有限公司、福建南平太阳电缆股份有限公司等公司的上市流通股。2017年公司合计获得股票现金分红4358.02万元，较上年（2958.23万元）实现大幅增长。截至2017年底，公司主要股权投资明细如下表。

表10 截至2017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	厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	81575.77
	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	76278.61
	Crystal Idea Management Limited	50.00	70792.64
	厦门象道物流有限公司	40.00	63428.46
	上海磐臣房地产开发有限公司	50.00	43722.13
可供出售金融资产	兴业证券	9429.20	68644.58
	国都证券	3507.46	9645.52
	太阳电缆	9140.28	82079.71
	三友化工	2252.25	21599.10
	科华恒盛	1020.55	31238.93
	怡亚通	2.00	14.10
	滨海泰达	1000.00	1003.09
	恒力股份	1707.17	21049.42

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为72.51次、6.78次和2.60次，同比均有所增长。总体看，公司经营效率较好。

6. 未来发展

公司未来发展战略定位是以供应链平台、

自贸区平台、城市服务配套平台三大平台整合发展为根基，以金融服务链和创业服务链两大链条服务为牵引，以金融升维、市值管理升维、互联网+升维、国际化升维四大升维为导向，形成服务于城市发展、区域升级和产业运营的综合能力，打造现代服务业投资控股集团。

截至2018年3月底，除房地产项目以外，

公司在建项目主要有镍钴冶炼工厂项目、绥化深加工项目、厦门大嶝对台小额商品交易市场等，项目总投资 219.89 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 60.13 亿元，2018 年 4~12 月和 2019 年分别计划投资 71.65 亿元和 52.40 亿元。

镍钴冶炼工厂项目系公司响应国家“一带一路”战略，为拓展海外市场，在印度尼西亚合作投资建设的年产 250 万吨 300 系不锈钢一体化冶炼项目，预计建成后可以利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产，成品供应全球市场。项目总投资 134.34 亿元（为含铺底流动资金的项目总投资，其中 70% 以贷款投资，30% 以自有资金投资），项目公司系 PT Obsidian Stainless Steel，由公司持股 51%，江苏德龙镍业有限公司持股 49%，

由公司纳入合并范围，注册资本等值人民币 40 亿元。项目于 2017 年 9 月开工，建设周期为 2 年，目前已完成项目所需用地 95% 的征收工作，园区土地平整、道路铺设、码头基建等各项基础工作均已开展，国内审批手续已完成，专项用于该项目建设的海外债已发行并资金到位，项目银团贷款审批中，正在积极推动当地政府相关审批中。根据公司提供的可行性研究报告，项目达成年平均营业收入为超过 200 亿元，年净利润超过 20 亿元。项目投资内部收益率接近 20%，投资回收期 6.49 年（含基建期 2 年）。

公司在建项目未来投资规模较大。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，公司未来存在一定资金压力。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程情况（不含房地产在建项目）（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2018 年 3 月底投资进度	截至 2018 年 3 月底已投资	2018 年 4-12 月计划投资	2019 年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	35.19	28.72%	10.11	2.50	2.00
跨境电商产业园（二期）	2.93	68%	1.35	0.88	0.40
中心渔港冷库	0.99	62.35%	0.62	0.37	0.00
镍钴冶炼工厂项目	134.34	22.95%	30.83	38.69	50.00
绥化深加工项目	38.06	28.78%	10.96	27.11	0.00
江苏大丰铁矿石加工项目	3.22	66.08%	2.13	1.09	0.00
富锦金谷铁路发放系统项目	5.16	80.30%	4.14	1.01	0.00
合计	219.89	--	60.13	71.65	52.40

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。

十、财务分析

公司提供的 2017 年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

从公司合并范围来看，2017 年纳入合并报表范围的公司共 28 家，较 2016 年增加 5 家；2018 年一季度，公司纳入合并报表范围的公司较 2017 年无变化。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 2017 年底，公司（合并）资产总额 916.99 亿元，所有者权益 280.87 亿元（含少数股

东权益 166.04 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 2140.89 亿元，利润总额 24.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1051.12 亿元，所有者权益 291.83 亿元（含少数股东权益 174.45 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.31 亿元，利润总额 4.21 亿元。

1. 资产结构

截至 2017 年底，公司资产总额 916.99 亿元，同比增长 25.68%。截至 2017 年底，公司流动资产占 72.37%，非流动资产占 27.63%，公司资产结构以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 663.64 亿

元，同比增长 26.88%，主要由货币资金（占 13.73%）、预付账款（占 12.60%）、存货（占 47.23%）和其他流动资产（占 14.84%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 91.09 亿元，同比增长 131.84%，主要系子公司象屿股份完成配股发行股票募集资金 17.50 亿元，且考虑到金融政策收紧，公司提前进行资金储备所致。构成上银行存款占 80.99%，其他货币资金占 19.01%，其中受限的货币资金金额 16.07 亿元，主要为期货保证金及开具备用信用证保证金。

截至 2017 年底，公司应收票据 6.35 亿元，同比大幅增长 418.38%，主要为银行承兑汇票的大幅增加。截至 2017 年底，公司应收账款 24.43 亿元，同比下降 9.65%，主要系公司加快应收账款周转率所致；集中度上期末余额前五名的单位合计占比为 18.54%，集中度较低；账龄方面，一年以内的应收账款占期末余额的 76.51%，整体账龄较短。

截至 2017 年底，公司预付款项 83.59 亿元，同比增长 61.86%，主要是钢材、化工等产品供应链业务规模扩大，对下游供应商预付货款增加所致；其中，账龄在 1 年以内的占 95.80%，账龄短；期末余额前五名的单位占 39.83%，集中度尚可，均为非关联方预付款。

截至 2017 年底，公司其他应收款 43.03 亿元，同比下降 15.63%，主要是当期支付合资公司合作项目营运款减少所致。截至 2017 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 25.04 亿元，占比 51.96%，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 5.16 亿元。

表 12 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	占比
单位一	关联往来款	9.26	19.22
单位二	关联往来款	8.10	16.81
单位三	子公司少数股东往来	2.97	6.16

单位四	关联往来款	2.73	5.67
单位五	关联往来款	1.98	4.10
合计	--	25.04	51.96

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司存货为 313.45 亿元，同比增长 6.23%，主要系供应链板块营业规模扩大所致；构成上以库存商品（占 38.84%）和房地产开发成本（占 47.41%）为主。2017 年底，上述两项在存货账面余额中的占比分别为 34.75%和 54.74%。公司累计计提存货跌价准备 4.58 亿元，主要为对库存商品计提的跌价准备（3.56 亿元）。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 98.49 亿元，同比大幅增长 77.26%，主要系当期贷款业务、资产包和应收保理款增加所致；构成上其他流动资产包括待抵扣税费（10.90 亿元）、委托贷款（18.23 亿元）、贷款业务款（32.25 亿元）和理财产品（20.47 亿元）等。

截至 2017 年底，公司非流动资产 253.34 亿元，同比增长 22.64%，主要由可供出售金融资产（占 13.58%）、长期股权投资（占 18.75%）、固定资产（占 32.43%）和其他非流动资产（占 9.13%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 34.40 亿元，同比增长 1.67%；计量方式上公允价值计量部分为 23.53 亿元（包括兴业证券 6.86 亿元、太阳光缆 8.21 亿元和科华恒盛 3.12 亿元等），成本计量部分为 7.38 亿元（包括海峡金桥财产保险股份有限公司 2.25 亿元和厦门国际物流港有限责任公司 1.00 亿元等），投资标的较为分散。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 47.50 亿元，同比增长 81.49%，主要为公司当期对物流体系、房地产板块及金融租赁行业增加股权投资所致，包括当期新增对厦门象道物流有限公司的投资（6.34 亿元）和厦门金融租赁有限公司（2.00 亿元）的投资，以及对上海磐臣房地产开发有限公司增加的投资（4.30 亿元）等。公司所持长期股权投资未用于质押。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 82.17 亿元，同比增长 15.70%，主要为下属子公司购买房屋建筑、机器设备、集装箱等资产所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 23.12 亿元，同比增长 5.13%，主要为预付工程款增加所致；构成上包括预付工程款（6.13 亿元）、预付投资款（2.06 亿元）、土地出让金（3.72 亿元）和委托贷款（4.38 亿元）等。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 146.03 亿元，占资产总额的 15.92%，受限比例较低。

表 13 截至 2017 年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元）

项 目	账面价值	受限原因
货币资金	16.07	各类保证金、在途资金等
应收票据	2.75	票据质押及票据附追索贴现
存货	108.30	抵押借款
投资性房地产	5.92	抵押借款
固定资产	12.99	抵押借款
合 计	146.03	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 1051.12 亿元，较 2017 年底增长 14.63%；流动资产占比增长至 75.57%。货币资金 119.15 亿元，较 2017 年底增长 30.81%，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 2017 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 357.68 亿元，较上年底增长 14.11%，主要是供应链业务库存商品增加所致；其他流动资产 85.68 亿元，较上年底下降 13.00%，主要因为部分委托贷款到期收回，规模下降所致。其他科目变动不大。

跟踪期内，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，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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 280.87 亿元（其中少数股东权益 166.04 亿元），同比增长 24.15%，主要系公司其他权益类工具规模扩大以及下属公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。归属于母公司权益（114.82 亿元）中，实收资本占 13.72%、资本公积占 12.20%、其他权益工具占 39.19%、未分配利润占 28.00%。

截至 2017 年底，公司实收资本仍为 15.76 亿元，资本公积为 14.01 亿元，规模保持稳定；公司其他权益工具 45.00 元，同比增长 50.91%，系公司当期发行永续中期票据“17 象屿 MTN003”（15.00 亿元）所致；其他综合收益为 6.51 亿元，同比下降 14.91%，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 166.04 亿元，同比增长 26.32%，主要为子公司象屿股份成功配股以及发行永续中期票据（10.00 亿元）计入合并报表少数股东权益、成立合资公司的少数股东所有者投入资本增加以及归属于少数股东的利润累积增加所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 291.83 亿元（含少数股东权益 174.45 亿元），较上年底增长 3.90%。

总体看，跟踪期内，受子公司象屿股份配股及公司供应链及房地产板块成立多家合资公司影响，少数股东权益规模快速提升，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计为 636.12 亿元，同比增长 26.37%，其中流动负债占比下降至 76.62%，构成仍以流动负债为主。截至 2017 年底，公司流动负债为 487.38 亿元，同比增长 14.35%，主要由短期借款（占 49.18%）、应付账款（占 11.59%）、预收款项（占 15.58%）

和其他应付款（占 7.33%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 239.69 亿元，同比增长 64.04%，主要是经营规模扩大导致资金需求增加所致。随着公司业务规模的扩大以及使用票据结算比例的增加，公司应付账款同比增长 21.51% 至 56.51 亿元，其中账龄一年以内的应收账款占 93.70%；同期，公司应付票据保持较大规模，2017 年底为 32.91 亿元，主要为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司预收款项为 75.93 亿元，同比下降 7.24%，主要系随着房地产板块结转收入，预收房款阶段性减少所致；其中账龄一年以内的预收款项占 93.22%，整体账龄短，其中预收房款和预收货款分别为 23.65 亿元和 52.24 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 35.73 亿元，同比增长 33.20%，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；集中度方面，期末余额前五名的单位合计占其他应付款余额的 47.85%，集中度较高。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 5.16 亿元，同比下降 91.35%，主要是应付短期债券以及委托贷款（2.00 亿元）到期兑付所致。截至 2017 年底公司其他流动负债余额主要为“17 象屿 SCP002”（发行额度 5.00 亿元）。

截至 2017 年底，公司非流动负债 148.74 亿元，同比大幅增长 92.74%，主要源于长期借款和应付债券的增长；构成上以长期借款（占 57.81%）和应付债券（33.52%）为主。截至 2017 年底，公司长期借款 85.98 亿元，同比增长 104.20%，主要是公司针对中长线项目对应提高中长期贷款比重所致。截至 2017 年底，公司应付债券 49.87 亿元，同比增长 110.66%，截至 2017 年底公司长期债券见列表。

表14 截至2017年底公司（合并口径）长期债券明细
(单位: 亿元)

项目	发行日期	期限	发行规模
11 厦门象屿债	2011/7/8	5+2 年	9.00

15 象屿 MTN002	2015/10/26	5 年	5.00
16 象屿债	2016/4/12	5+2 年	5.00
16 象屿 MTN002	2016/6/28	5 年	5.00
17 象屿 MTN001	2017/3/6	3 年	12.50
17 象屿 MTN002	2017/7/13	5 年	7.50
17 象屿 MTN004	2017/10/20	5 年	5.00
17 象屿 01	2017/9/19	5 年	10.00
小计	--	--	59.00
减：一年内到期的应付债券（“11 厦门象屿债”）			9.00
合计	--	--	50.00

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司全部债务 433.12 亿元，同比增长 34.29%；其中短期债务占 68.64%，受长期债务增长较快影响，短期债务占比同比减少 10.97 个百分点，构成仍以短期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.37%、60.66% 和 32.60%，同比均有所上升。若将计入权益的其他权益工具调入长期债务，则公司 2017 年底全部债务为 478.15 亿元，上述三项指标分别为 74.28%、66.97% 和 43.40%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 759.29 亿元，较 2017 年底增长 19.36%，主要来自短期借款、预收款项、其他流动负债和应付债券的增长，期末金额分别为 253.31 亿元、121.05 亿元和 90.84 亿元；随着公司供应链板块业务规模扩大以及地产板块预收房款增加，公司预收款项随之大幅增长；应付债券较上年底增加 40.98 亿元，主要由于公司发行 10 亿元公司债“18 象屿 01”及 31.44 亿元海外债（发行额度 5 亿美元，发行日期 2018 年 1 月，期限 5 年）所致；公司其他流动负债同比增加 25.11 亿元至 30.27 亿元，为当期公司本部发行的三期超短期融资券以及子公司象屿股份发行的两期超短期融资券，发行额度均为 5.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 519.22 亿元，较年初增长 19.88%，其中短期债务占 64.89%，构成变动不大。截至 2018 年 3 月底，由于债务规模的持续增长，公司资产

负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.24%、64.02%和38.45%，较上年继续增长。若将计入权益的其他权益工具调入长期负债，则公司全部债务为568.25亿元，上述三项指标分别为76.90%、70.06%和48.48%，债务负担重。

总体看，跟踪期内，公司物流供应链业务的开发以及房地产业务投资的加大，共同推动公司债务规模快速增长，公司有息债务以短期债务为主。整体看，公司债务负担重，短期偿债压力大。

3. 盈利能力

跟踪期内，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，2017年，公司实现营业收入2140.89亿元，同比增长72.74%，营业成本2062.94亿元，同比增长75.45%；营业利润率3.27%，同比减少1.38个百分点。

2017年，公司期间费用合计33.25亿元，同比增长55.59%，其中销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度的增长，2017年销售费用为30.37亿元，同比增长72.88%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。2017年期间费用占营业收入的比重为2.42%，同比变化不大。

非经常性损益方面，2017年公司资产减值损失4.91亿元，损失规模同比实现下降，其中计提坏账损失和存货跌价损失分别为1.50亿元和3.39亿元。2017年公司公允价值变动收益3.78亿元，同比实现大幅扭亏，主要是期货合约浮盈增加至3.12亿元所致。2017年，公司投资收益4.64亿元，同比增加5.65亿元，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益及阶段性理财收益增加，同时贵金属合约亏损规模下降所致；构成上可供出售金融资产的处置、理财收益、按权益法核算的长期股权投资收益和套期工具产生的收益分别为1.75亿元、1.32亿元、1.59亿元和1.67亿元，贵金属合约亏损规模下降至-2.30亿元。2017年，公司其他收益和

营业外收入分别为1.39亿元和1.06亿元，其中其他收益主要为与进出口业务、资产和收益相关的政府补贴，营业外收入主要为赔偿金、违约金收入和政府补助，整体变动不大。总体来看，非经常性损益（公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入）合计10.88亿元，对利润总额的贡献程度高，但稳定性弱。

从盈利指标看，2017年公司利润总额为24.30亿元，同比增长42.29%，主要为产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张以及非经常性损益贡献。2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.49%和6.47%。

2018年1~3月，公司实现营业收入480.31亿元，同比增长13.12%，营业利润率为3.62%，同比增加1.30个百分点；公允价值变动收益0.56亿元，同比大幅减少6.83亿元，主要是由于上年同期大宗商品行情下跌，公司配套期货合约浮盈，当期大宗商品行情变动不大所致；公司实现投资收益0.65亿元，同比实现扭亏。公司实现利润总额4.21亿元，同比增长55.86%。

跟踪期内，受益于公司供应链业务的快速拓展以及当期房地产收入确认规模的增长，公司营业收入快速提升，主业盈利能力增强；公司所持期货合约和贵金属合约易受大宗商品市场价格波动影响，公允价值变动收益和投资收益波动较大，利润总额对非经常性损益依赖程度高。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017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分别为2468.78亿元和2546.28亿元，分别同比增长68.43%和69.99%。从收入实现能力看，2017年公司现金收入比为115.32%，同比变化不大。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，2017年分别为76.08亿元和108.15亿元。2017年，公司经营活动产生的现

金流净额为-56.48 亿元，净流出规模进一步扩大。

投资活动方面，2017 年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金大幅增加，主要由于公司利用闲置资金阶段性操作短期理财及国债逆回购摊低融资成本，并且对产业相关投资加大，收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 136.49 亿元和 144.96 亿元。受益于当期公司加大期货套保保证金及理财款收回力度，以及支付股权投资款减少，2017 年，公司投资活动现金流量净额为-40.34 亿元，投资活动现金流净流出规模有所收紧，公司资金缺口仍较大。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为-96.82 亿元，存在较大对外融资需求。筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入为 698.52 亿元，同比下降 12.21%，主要为取得借款收到的现金（620.93 亿元）和吸收投资收到的现金（67.58 亿元）；筹资活动现金流出为 563.31 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 135.22 亿元，同比变动不大。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净额为-45.20 亿元；收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 17.81 亿元和 31.69 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-20.50 亿元；筹资活动方面，当期以借款为主的现金流入规模较大，筹资活动现金流量净额为 91.88 亿元。

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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2017年底，公司

流动比率、速动比率分别为136.17%和71.85%，同比均实现增长；截至2018年3月底，上述两项比率继续增长至140.58%和77.27%。考虑到公司流动资产中存货及应收款项规模较大，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，2017 年公司 EBITDA 增长至 44.17 亿元，EBITDA 利息倍数小幅增长，为 2.57 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 9.81 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1224.73 亿元，尚未使用额度 590.31 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 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 33.58 亿元，公司子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 4.84 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 6.80 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 21.24 亿元，对社会公益项目（被担保方为厦门市慈善总会）的银行融资提供担保 0.70 亿元。

未决诉讼方面，截至 2018 年 3 月底，公司涉及未决诉讼标的金额合计 16.61 亿元，占 2017 年底净资产的 5.91%，涉诉金额较大；上述案件已累计计提坏账准备 41145.08 万元及存货跌价准备 1867.23 万元。

6. 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 2018 年 7 月 6 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。

7. 母公司财务情况分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 235.14 亿元，流动资产占 48.68%，非流动资产占 51.32%；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 7.49 亿元、103.31 亿元和 3.63 亿元(合并层面其他应收款为 43.03 亿元)，其中其他应收款以关联交易形成的往来款、员工备用金等为主（103.28 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 23.02 亿元和 88.60 亿元。截至 2017 年底，母公司负债合计 157.05 亿元，流动负债占 65.92%，非流动负债占 34.08%；流动负债中短期借款、一年以内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为 84.40 亿元、9.29 亿元和 5.03 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 11.38 亿元和 39.93 亿元。2017 年底，母公司资产负债率为 66.79%，有息负债规模 145.00 亿元，其中短期债务 93.69 亿元。截至 2018 年 3 月底，母公司资产总额 265.06 亿元，其中内部往来款和其他流动资产分别为 123.29 亿元和 2.13 亿元，可供出售金融资产和长期股权投资分别为 21.37 亿元和 93.68 亿元；负债合计 185.06 亿元，资产负债率 69.82%，有息负债规模 157.01 亿元，其中短期债务 95.49 亿元。

盈利能力方面，2017 年，母公司实现营业收入 0.27 亿元，产生投资收益 3.14 亿元，利润总额 0.75 亿元。母公司融资成本较高，财务费用支出规模 1.63 亿元。2018 年 1~3 月，母公司营业收入 0.05 亿元，投资收益 0.03 亿元，利润总额-0.72 亿元。

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

8. 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。

十一、存续期内债券偿债能力

截至 2018 年 6 月底，公司存续期债券余额合计 117.00 亿元，无一年以内到期债券，其中 2020 年~2023 年到期债券规模分别为 27.50 亿元、37.00 亿元、27.50 亿元和 25.00 亿元，年度最高待偿债券余额为 37.00 亿元。

以 2017 年底财务数据为基础，公司现金类资产 83.52 亿元，为年度最高待偿债券余额的 2.26 倍，对年度最高待偿债券余额的保障能力较强。

2017 年公司经营活动现金流入 2546.28 亿元，为公司存续期债券余额的 21.76 倍，公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强；公司 EBITDA 为 44.17 亿元，是存续期债券余额的 0.38 倍，是年度最高待偿债券余额的 1.19 倍，公司 EBITDA 对年度最高待偿债券余额的保障能力尚可。

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	21.76
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.48
EBITDA/应付债券余额	0.38

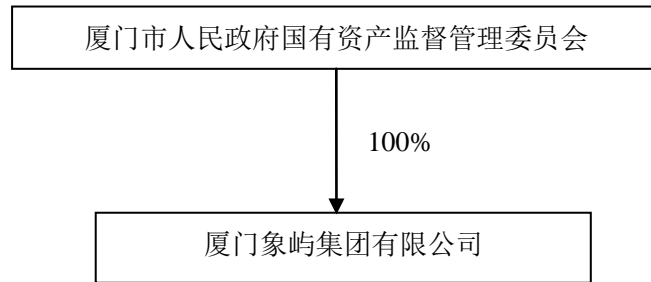
资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，公司现金类资产较为充足；经营活动现金流入量对存续期债券余额的保障能力强。

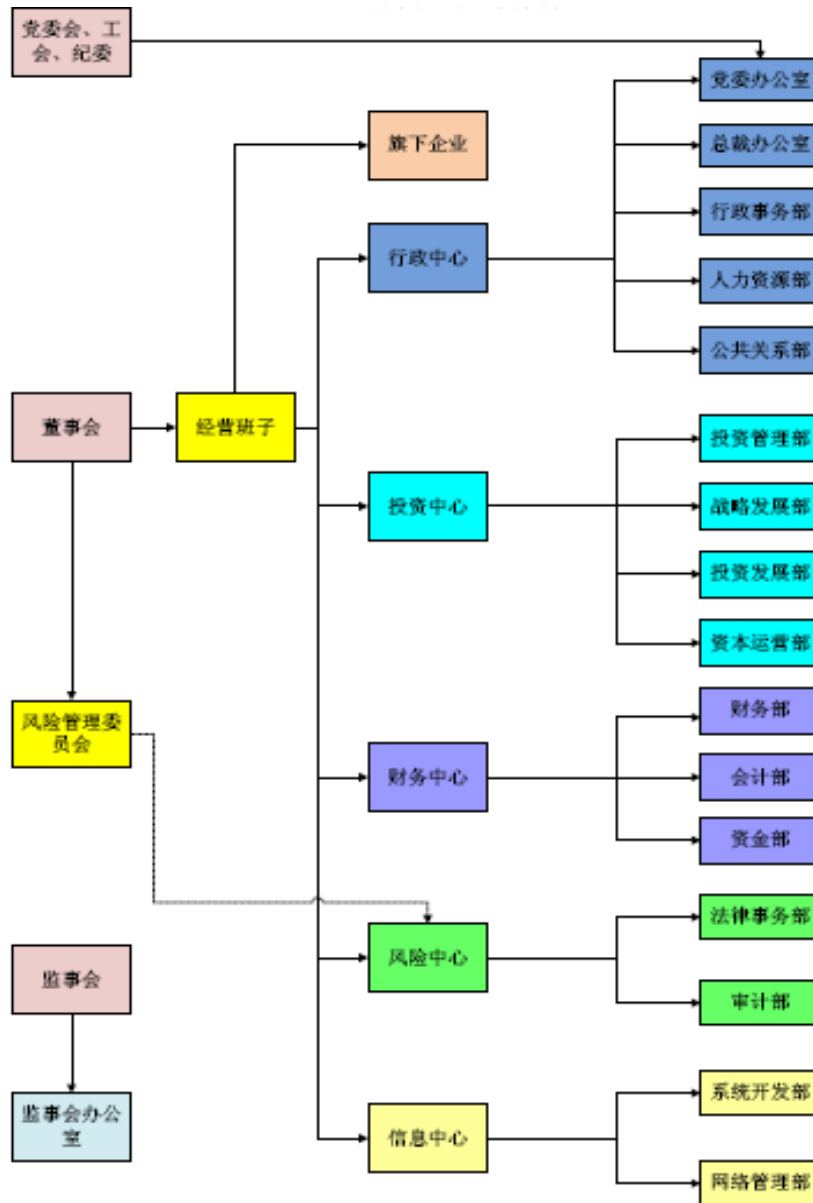
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”、“17象屿MTN001”、“17象屿MTN002”、“17象屿MTN003”、“17象屿MTN004”和“18象屿MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.20	39.88	83.52	115.37
资产总额(亿元)	483.17	729.64	916.99	1051.12
所有者权益(亿元)	157.48	226.24	280.87	291.83
短期债务(亿元)	175.29	256.74	297.27	336.95
长期债务(亿元)	55.52	65.78	135.85	182.28
全部债务(亿元)	230.82	322.52	433.12	519.22
营业收入(亿元)	656.11	1239.38	2140.89	480.31
利润总额(亿元)	11.13	17.08	24.30	4.21
EBITDA(亿元)	22.21	29.66	44.17	--
经营性净现金流(亿元)	46.40	-19.37	-56.48	-45.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.46	45.89	72.51	--
存货周转次数	3.80	5.10	6.78	--
总资产周转次数	1.46	2.04	2.60	--
现金收入比(%)	111.86	115.70	115.32	120.71
营业利润率(%)	4.61	4.65	3.27	3.62
总资本收益率(%)	4.38	4.05	4.49	--
净资产收益率(%)	4.39	5.81	6.47	--
长期债务资本化比率(%)	26.07	22.53	32.60	38.45
全部债务资本化比率(%)	59.44	58.77	60.66	64.02
资产负债率(%)	67.41	68.99	69.37	72.24
流动比率(%)	127.33	122.72	136.17	140.58
速动比率(%)	64.12	53.49	71.85	77.27
经营现金流动负债比(%)	17.70	-4.55	-11.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.39	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.39	10.87	9.81	--

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、2018 年一季度财务数据未经审计；3、现金类资产中已剔除受限货币资金；4、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；5、2015~2018 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 19.85 亿元、29.82 亿元、45.00 亿元和 49.00 亿元；6、全部债务与长短期债务加总数有细微差异，系小数末位四舍五入所致。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

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。