

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据 2020 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

〇二〇年七月三十日



信用等级公告

联合〔2020〕2898号

联合资信评估有限公司通过对“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”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 2019 年度第一期资产支持票据”项下“19 象屿 ABN001 优先 A”的信用等级为 AAA_{sf}，“19 象屿 ABN001 优先 B”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月三十日



厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期 资产支持票据 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	存续规模（万元）		占比（%）		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
19 象屿 ABN001 优 先 A	84300.00	85000.00	68.37	68.55	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 象屿 ABN001 优 先 B	38000.00	38000.00	30.82	30.65	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 象屿 ABN001 次	1000.00	1000.00	0.81	0.81	NR	NR
合计	123300.00	124000.00	100.00	100.00	—	—

注：NR——未予评级，下同

跟踪评级基准日：

信托设立日：2019 年 6 月 21 日
票据预计到期日：2039 年 6 月 21 日
本次跟踪期间：2019 年 6 月 21 日—2020 年 6 月 30 日
资产跟踪基准日：2020 年 6 月 30 日
票据跟踪基准日：2020 年 1 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
商业地产资产证券化（单一借款人）评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

厦门象屿集团有限公司主体评级结果

公司名称	信用级别	评级展望	评级时间	评级报告
厦门象屿集团有限公司	AAA	稳定	2020/6/22	阅读全文

跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 30 日

分析师

张睿君 聂中一 韩易洋

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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：http://www.lhratings.com

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 2019 年度第一期资产支持票据”交易项下差额支付承诺人的信用水平、基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下“19 象屿 ABN001 优先 A”的信用等级为 AAA_{sf}，“19 象屿 ABN001 优先 B”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. 跟踪期内目标资产租金实现情况良好。截至资产跟踪基准日，本交易目标资产归集租金收入 8908.69 万元，高于同期预测租金收入，收入情况良好。
2. 差额补足人厦门象屿集团有限公司（以下简称“厦门象屿”）偿债能力仍极强。本交易设置了差额支付机制，差额支付承诺人为厦门象屿，联合资信给予厦门象屿的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。差额支付机制的设置为资产支持票据提供了极强的流动性支持和信用支持。

关注及风险缓释

1. 新冠肺炎疫情对目标资产运营带来一定冲击。受新冠肺炎疫情疫情影响，目标资产减免部分租金，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。新冠肺炎疫情或导致部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题，随着疫情的延续，或将对目标资产的出租率造成一定影响。风险缓释：本交易设置了差额支付机制，

厦门象屿作为差额支付人对资产支持票据本息的及时足额偿付提供差额补足义务，上述安排能够较好地缓释上述风险。

2. 本交易资产支持票据的信用等级对差额支付人的主体长期信用依赖程度很高。

风险缓释：联合资信将对厦门象屿的偿债能力及偿债意愿持续关注。

3. 存在一定的行业风险。商业地产与经济增速紧密关联，整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。同时，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响。因此，本交易借款人营业收入水平、抵押物价值会受到商业地产行业的发展状况影响，存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信评级过程中已经考虑了商业地产行业波动对物业未来现金流入及估值带来的影响，联合资信也将持续关注国家宏观经济变化、商业地产行业发展情况以及新冠肺炎疫情带来的影响。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构厦门象屿集团有限公司和发行人平安信托有限责任公司提供，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厦门象屿集团有限公司/平安信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门象屿集团有限公司/平安信托有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因厦门象屿集团有限公司/平安信托有限责任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“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要

本交易发起机构/委托人为厦门象屿集团有限公司（以下简称“厦门象屿”），委托平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）设立“平安信托·象屿集团单一资金信托”（以下简称“资金信托”或“标的信托”）并向厦门国际物流中心开发有限公司（以下简称“物流中心”）、厦门象屿物业服务有限公司（曾用名“厦门象屿高尚物业服务有限公司”，以下简称“象屿物业”）、上海象屿投资管理有限公司（以下简称“象屿投资”）发放信托贷款；平安信托以其合法所有的资金信托项下的信托受益权作为基础资产，发起设立“厦门象屿集团有限公司2019年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。平安信托以票据信托作为发行载体，在全国银行间债券市场发行资产支持票据（包括19象屿ABN001优先A和19象屿ABN001优先B，下同）。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得票据信托项下相应的信托受益权。

标的信托贷款规模为124000.00万元人民币，贷款期限为20年。本交易标的信托设置了

抵/质押担保机制，即抵押人以其持有的《抵押合同》项下房屋及其对应的土地（以下简称“目标资产”）提供抵押担保，出质人以其在特定期限内享有的目标资产运营收入及其有权收取的其他款项提供质押担保。此外象屿集团为标的信托《信托贷款合同》项下的主债权提供差额支付义务，同时对优先级资产支持票据当期应付本息金额之和承担差额补足义务。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，优先级票据优先于次级票据获得偿付。本交易19象屿ABN001优先A发行规模为85000.00万元，实际发行利率为4.50%，预计存续期20年，按半年还本付息；19象屿ABN001优先B发行规模为38000.00万元，实际发行利率为4.70%，预计存续期为20年，按半年付息，本金到期一次性兑付。次级票据不设票面利率，享有最终剩余收益。此外，优先级票据每3年启动利率调整一次和开放退出一次。截至跟踪基准日，尚未到利率调整期及优先级票据退出期。

截至跟踪基准日，目标资产已经抵押给资金信托受托人平安信托，且已办理应收账款质押登记。

二、票据兑付情况

跟踪期内，本票据应付本息已足额兑付，触发了差额补足事件。

本交易信托计划于2019年6月21日成立，实际发行票据金额124000.00万元，其中19象屿ABN001优先A 85000.00万元，19象屿ABN001优先B 38000.00万元，19象屿ABN001次 1000.00万元。票据信托分别于2019年7月31日和2020年1月31日完成两次兑付，向19象屿ABN001优先A支付利息2339.46万元，向19象屿ABN001优先B支付利息1096.07万元，按照票据本金偿还计划，跟踪期内两次兑付日均偿还19象屿

ABN001 优先 A 本金 350.00 万元。

跟踪期内，各级票据均已按照计划正常兑付，触发一起“差额补足事件”，由差额支付承诺人厦门象屿支付差额补足款项148.03万元。¹未触发“受托机构解任事件”“违约事件”等事件。

¹ 触发事件主要系首期兑付时资金信托计息时间小于票据信托导致资金信托还本付息额无法完全覆盖票据信托应付本息所致

表 1 资产支持票据概况 (万元、%)

票据	本次跟踪基准日			信托设立日		
	金额	占比	执行利率	金额	占比	发行利率
19 象屿 ABN001 优先 A	84300.00	68.37	4.50	85000.00	68.55	5.50
19 象屿 ABN001 优先 B	38000.00	30.82	4.70	38000.00	30.65	5.70
19 象屿 ABN001 次	1000.00	0.81	—	1000.00	0.81	—
合 计	123300.00	100.00	—	124000.00	100.00	—

三、目标资产分析

1. 行业分析

(1.1) 市场供需

近年来，商业地产投资持续放缓，投资规模有所回落，供求矛盾仍存在；2019 年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。进入 2020 年，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响。

从商业地产供求情况看，近年来商业营业用房整体上呈现供过于求的态势，2019 年以来办公楼供应亦出现供应过剩的现象。2017 年，商业营业用房竣工面积 12670.26 万平方米，销售面积 12838.14 万平方米，前期供过于求的局面有所改善。2018 年，全国商业营业用房竣工面积 11258.68 万平方米，销售面积 11971.33 万平方米，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10814.18 万平方米，销售面积为 10172.87 万平方米，供应过剩压力未得到有效缓解。从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3884.04 万平方米，销售面积 4363.32 万平方米；2019 年，办公楼竣工面积 3923.39 万平方米，销售面积 3722.76 万平方米，竣工面积超过销售面积。

从全国商业地产的增速来看，近年来由于货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落。2017 年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。全国商业营业用房完成投资额 1.56 万亿元，同比增长 3.5%（较上年下降 4.9 个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的 14.24%；办公楼开发投资完成额 0.68 万亿元，同比下降 1.2%（较上年下降 6.4 个百分点），占

当期全国房地产行业投资完成总额的 6.16%。2018 年，商业地产投资规模回落。其中，2018 年商业营业用房投资完成额为 1.42 万亿元，同比下降 8.97%；写字楼开发投资完成额 5996.33 亿元，同比下降 11.30%。2019 年，全国商业开发投资额进一步下降。其中，全国商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，同比下降 6.70%；办公楼开发投资完成额 6162.60 亿元，同比增长 2.80%。

从租金水平看，2019 年上半年，百街商铺平均租金为 25.6 元/平方米·天，环比上涨 0.72%。2019 年下半年，百街商铺平均租金为 25.9 元/平方米·天，环比上涨 0.58%。分城市等级来看，2019 年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占 74.1%，环比下跌的商业街占 11.1%，14.8% 的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占 70.0%，环比下跌的商业街占 30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等 6 个城市商业街租金较上期均全部上涨。2019 年下半年，百 MALL 商铺平均租金为 27.2 元/平方米·天，环比上涨 0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019 年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为 4.9 元/平方米·天，跌幅为 0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占 38.8%，租金环比下跌的商圈占 56.3%，5.0% 的商圈租金与上期持平。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情对商业地产的

租售均产生较大影响，大量购物中心春节期间向租户提供不同幅度的租金减免政策，造成一定租金损失。随着疫情的延续，部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题，本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

（1.2）行业关注

商业地产行业竞争激烈，行业集中度持续上升

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑等因素共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如购物中心、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较大。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢。

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对开发商的资金周转产生一定的影响，加重了其融资压力。

2. 目标资产概况

目标资产产权明晰，实体状况较好，交通便利，配套齐全，整体情况良好。

（1）象屿集团大厦物业

目标资产象屿集团大厦物业位于上海市黄浦区西藏中路 725 弄 28 号，产权证显示其建筑面积合计 10840.46 平方米，权利人/土地使用权人为上海象屿投资管理有限公司。根据发起机构提供合同台账统计，共计 30 间办公室，地下车位 67 个。物业对外租户以物流、贸易、教育、金融类性质的公司为主，出租经营面积约 0.9 万平方米，截至 2020 年 6 月 30 日办公室出租

率为 100.00%。

象屿集团大厦于 2010 年竣工开业运营，各系统设施设备配置较为完善，地上 10 层，地下 2 层，包含商务、办公。现楼栋 1 至 5 层部分为出租，部分为自用；7 至 10 层为自用，地下车位部分用于出租，部分自用，地下一层为自用员工餐厅和办公用房。大厦为钢混结构，建筑外立面为巴洛克风格，采用了最新节能标准。建筑材质与老建筑保持协调一致，保证连续的街道空间及建筑界面风格。

（2）厦门国际航运中心大楼物业

厦门国际航运中心大楼物业包含位于福建省厦门市湖里区象屿路 89 号厦门国际航运中心大楼的共 272 套物业，建筑面积 64310.37 平方米²，土地使用权人为厦门国际物流中心开发有限公司。截至 2020 年 6 月 30 日办公室出租率为 87.60%。

国际航运中心于 2011 年 04 月开业试运营，共分 A、B、C、D、E 五个区，其中 A、B 区地上共 7 层，C 区地上共 6 层，D、E 区地上共 11 层，其中本交易目标资产包括 B、D、E 区以及 A 区 1-2 层两个银行店面、C 区 1 层报关大厅，室内净层高均约 3 米，室内格局方正，布局较合理，目前整体处于成熟阶段。厦门国际航运中心大楼物业为钢筋混凝土结构，楼栋内设施设备齐全。楼栋外墙为高级墙砖及玻璃幕墙，整体造型好，外观成新度较高，室内装修精良。

3. 目标资产租赁情况

跟踪期内，目标资产可出租面积空置率有所上升，租金收缴情况良好，归集款足够保证期间票据本息的及时足额兑付。联合资金将对未来租金收缴情况保持持续关注。

目标资产部分为对外出租，部分为厦门象屿自用。资产服务机构报告统计显示，截至资

² 根据发起机构提供的《厦门市土地房屋权证》（厦国土房证第地 00010661 号），估价对象的证载面积合计不超过 69426 平方米，此处参考资产评估机构的评估口径，以《土地房屋产籍调查表》记载的面积为准，合计为 64310.37 平方米。

产跟踪基准日，租赁合同签约面积为 74336.36 平方米，目前物业整体可出租面积空置率为 10.75%，较首次评级时有所下降。截至资产跟踪基准日，目标资产实现租金收入 8908.69 万元（其中 2019 年 6 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日收入 729.43 万元；2019 年 7 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日收入 4487.09 万元；2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日收入 3692.18 万元），高于同期预测租金收入 7733.17 万元（2019 年 6 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日），租金收缴情况良好。足够保证期间票据本息的及时足额兑付。跟踪期内，截至 2020 年 6 月 30 日，物流中心合计收入 5755.75 万元、象屿物业合计收入 1386.56 万元、象屿投资合计收入 1766.39 万元。

根据借款人提供资料显示，为响应国家号召，进一步缓解承租人在疫情期间经营压力，已免除厦门国际航运中心大楼外部客户两个月的租金，免除象屿集团大厦部分中小客户一个月租金，物业费方面并未针对疫情进行减免。共计减免金额约为 380.00 万元，租赁合同定价与疫情发生前保持一致。联合资金将对未来租金收缴情况保持持续关注。

4. 抵押物分析

跟踪期内，目标资产及其市场环境未发生较大变化，目标资产评估价值保持不变。

深圳市世联土地房地产评估有限公司采用比较法、收益法结果进行算术平均对估价对象进行了测算，确定估价对象在满足全部假设和限制条件下于价值时点 2018 年 7 月 1 日的估价结果为 231053.45 万元。跟踪期内，目标资产及其市场环境未发生较大变化，截止跟踪基准日，目标资产评估价值仍假定为 231053.45 万元。

四、现金流情景模拟及压力测试分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额，即 DSCR）和按揭比率（按揭比率=贷款金额/目标资产评估价值，即 LTV）两个指标来定量评估本交易的信用风险。

1. 偿债覆盖倍数

目标资产经营收入能够覆盖 19 象屿 ABN001 优先 A 期间的本息支出，对 19 象屿 ABN001 优先 B 本息的偿付有赖于差额支付承诺人厦门象屿的偿付能力，联合资信将继续对此保持关注。

结合目标资产在跟踪期内租金收入的实际表现，联合资信分别测算了未来预测租金收入不变及未来预测租金收入下降 10%情境下，各档票据的偿债覆盖倍数水平。详见表 2、表 3。

表2 正常情景下19象屿ABN001优先A和19象屿ABN001优先BDSCR水平（单位：万元、倍）

兑付日	回收款	19 象屿 ABN001 优 先 ADSCR	19 象屿 ABN001 优先 BDSCR	兑付日	回收款	19 象屿 ABN001 优 先 ADSCR	19 象屿 ABN001 优先 BDSCR
第 1 个	3526.55	1.26	0.94	第 20 个	4745.85	1.25	1.01
第 2 个	3619.09	1.32	0.99	第 21 个	4745.85	1.27	1.03
第 3 个	3639.93	1.34	1.01	第 22 个	4914.83	1.24	1.01
第 4 个	3639.93	1.31	0.99	第 23 个	4914.83	1.26	1.03
第 5 个	3639.93	1.34	1.01	第 24 个	4914.83	1.24	1.01
第 6 个	3724.23	1.30	0.99	第 25 个	4914.83	1.25	1.02
第 7 个	3724.23	1.32	1.00	第 26 个	5090.31	1.24	1.02
第 8 个	4161.25	1.28	1.00	第 27 个	5090.31	1.24	1.02

第 9 个	4161.25	1.30	1.02	第 28 个	5090.31	1.23	1.01
第 10 个	4426.71	1.28	1.01	第 29 个	5090.31	1.23	1.01
第 11 个	4426.71	1.29	1.03	第 30 个	5272.71	1.22	1.01
第 12 个	4426.71	1.27	1.01	第 31 个	5272.71	1.23	1.02
第 13 个	4426.71	1.29	1.03	第 32 个	5272.71	1.22	1.01
第 14 个	4583.27	1.27	1.01	第 33 个	5272.71	1.22	1.01
第 15 个	4583.27	1.28	1.03	第 34 个	5462.19	1.21	1.01
第 16 个	4583.27	1.26	1.01	第 35 个	5462.19	1.21	1.01
第 17 个	4583.27	1.27	1.02	第 36 个	5462.19	1.21	1.01
第 18 个	4745.85	1.26	1.02	第 37 个	5462.19	1.22	1.02
第 19 个	4745.85	1.27	1.02	第 38 个	5658.97	0.64	0.58

表 3 租金收入下降 10%情景下 19 象屿 ABN001 优先 A 和 19 象屿 ABN001 优先 BDSCR 水平（单位：万元、倍）

兑付日	回收款	19 象屿 ABN001 优 先 ADSCR	19 象屿 ABN001 优先 BDSCR	兑付日	回收款	19 象屿 ABN001 优先 ADSCR	19 象屿 ABN001 优先 BDSCR
第 1 个	3173.90	1.14	0.85	第 20 个	4271.27	1.12	0.91
第 2 个	3257.18	1.19	0.89	第 21 个	4271.27	1.14	0.92
第 3 个	3275.94	1.20	0.91	第 22 个	4423.35	1.11	0.91
第 4 个	3275.94	1.18	0.89	第 23 个	4423.35	1.13	0.92
第 5 个	3275.94	1.20	0.91	第 24 个	4423.35	1.11	0.91
第 6 个	3351.81	1.17	0.89	第 25 个	4423.35	1.12	0.92
第 7 个	3351.81	1.19	0.90	第 26 个	4581.28	1.12	0.92
第 8 个	3745.13	1.16	0.90	第 27 个	4581.28	1.12	0.92
第 9 个	3745.13	1.17	0.92	第 28 个	4581.28	1.10	0.91
第 10 个	3984.04	1.15	0.91	第 29 个	4581.28	1.11	0.91
第 11 个	3984.04	1.17	0.93	第 30 个	4745.44	1.10	0.91
第 12 个	3984.04	1.14	0.91	第 31 个	4745.44	1.10	0.92
第 13 个	3984.04	1.16	0.92	第 32 个	4745.44	1.10	0.91
第 14 个	4124.94	1.14	0.91	第 33 个	4745.44	1.10	0.91
第 15 个	4124.94	1.15	0.93	第 34 个	4915.97	1.09	0.91
第 16 个	4124.94	1.13	0.91	第 35 个	4915.97	1.09	0.91
第 17 个	4124.94	1.15	0.92	第 36 个	4915.97	1.09	0.91
第 18 个	4271.27	1.13	0.91	第 37 个	4915.97	1.09	0.91
第 19 个	4271.27	1.14	0.92	第 38 个	5093.07	0.58	0.52

测试结果显示在一般情景下，除最后一个兑付日外，19 象屿 ABN001 优先 A 各期 DSCR 均在 1.21 倍以上，19 象屿 ABN001 优先 BDSCR 在 4 个兑付日低于 1.00 倍。该结果表明在一般

情景下，回收款对 19 象屿 ABN001 优先 A 本息支出有一定的保障程度，19 象屿 ABN001 优先 B 期间利息的支付依赖于平安信托的管理能力和象屿集团的差额补足。平安信托有较丰富

的资产证券化实践经验，象屿集团的主体信用等级极高，对 19 象屿 ABN001 优先 B 的利息支出保障程度较好。

2. 按揭比率

抵押担保措施对票据本金偿付的保障程度较上一跟踪期间无变化。

世联评估最终确定抵押物的评估价值为不低于 231053.45 万元。按此计算，19 象屿 ABN001 优先 ALTV 为不高于 36.49%，19 象屿 ABN001 优先 BLTV 为不高于 52.93%，抵押担保措施对票据本金偿付的保障程度较上一跟踪期间变化不大。

五、参与机构情况

1. 委托人/回售和回购承诺人/发起机构/差额支付承诺人/票据信托差额补足承诺人

厦门象屿所属区域战略地位突出，外部发展环境良好；房地产业务收入结转情况良好，且土地储备较为充足，未来业务可持续性良好。同时，联合资信也关注到厦门象屿债务规模持续增长，整体债务负担重；投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响等因素给厦门象屿经营发展带来一定不利影响，会持续关注其履约能力。

本交易的差额支付承诺人为厦门象屿集团有限公司（以下简称“厦门象屿”）。厦门象屿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。自成立以来，厦门象屿多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，其中 2019 年、2020 年厦门象屿获得新增资本金分别为 1.00 亿元、1.205 亿元。截至 2020 年 3 月底，厦门象屿注册资本为 17.76 亿元，实收资本为 18.96 亿元。厦门象屿为国有独资企业，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”）。截至 2019 年底，厦门象屿（合并）资产

总额为 1393.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益 235.64 亿元）合计 435.55 亿元；2019 年，厦门象屿实现营业收入 2841.82 亿元，实现利润总额 34.66 亿元。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿（合并）资产总额为 1590.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益 224.02 亿元）合计 441.97 亿元；2020 年 1—3 月，厦门象屿实现营业收入 680.95 亿元，实现利润总额 5.12 亿元。

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

（1）经营分析

（1.1）经营概况

厦门象屿以物流供应链为主业，辅以房地产开发及类金融业务。跟踪期内，以象屿股份为主体的物流供应链业务收入规模持续扩张，房地产业务项目结转进度良好，带动整体收入、利润规模及毛利率水平进一步提升。

2019 年，厦门象屿实现营业收入 2841.82 亿元，同比增长 17.69%；毛利率为 4.40%，同比增加 0.82 个百分点。从收入构成来看，2019 年物流供应链业务占营业收入的比重为 95.86%，是最主要的收入贡献来源。2019 年，厦门象屿实现物流供应链收入 2724.12 亿元，同比增长 16.41%，主要系运营主体象屿股份基于完善的物流网点布局，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类、完善核心产品经营体系所致。房地产业务收入受项目结算的周期性影响，2019 年实现收入 64.58 亿元，同比大幅增长 116.13%。类金融及其他收入 2019 年进一步增长至 53.12 亿元，2019 年占营业收入的 1.87%，主要系制造业相关收入增加所致。

从毛利率来看，2019 年，厦门象屿加强提质增效及精细化管理，物流供应链业务毛利率保持增长，为 3.10%；房地产业务毛利率同比提升 10.27 个百分点至 41.74%，主要是由于当

期结算项目土地成本较低，毛利率较高所致；厦门象屿类金融及其他业务毛利率 2019 年同比略有下滑，为 25.33%。

2020 年 1—3 月，厦门象屿实现营业收入 680.95 亿元，同比增长 19.89%，其中物流供应链业务同比增长 21.20%，延续增长态势。同期，房地产业务结转收入 0.92 亿元（上年同期为

1.17 亿元）。当期厦门象屿综合毛利率为 2.25%，同比减少 1.62 个百分点；其中，物流供应链业务毛利率同比减少 1.64 个百分点至 1.72%，主要系执行新会计准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致。

表 4 近年来厦门象屿营业收入构成及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2019 年				2020 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	2724.12	95.86	84.50	3.10	669.27	98.28	11.48	1.72
房地产	64.58	2.27	26.95	41.74	0.92	0.13	0.30	32.62
类金融及其他	53.12	1.87	13.46	25.33	10.76	1.58	3.53	32.78
合计	2841.82	100.00	124.92	4.40	680.95	100.00	15.31	2.25

注：物流供应链收入为象屿股份合计收入，含象屿股份子公司少量烘干装卸及船舶业务

资料来源：厦门象屿提供

（1.2）业务经营分析

①物流供应链

厦门象屿物流供应链业务主要由大宗商品采购分销及物流服务组成，经营主体为子公司象屿股份本部的贸易事业部及其下属控股子公司。厦门象屿大宗商品采购分销及物流服务经营主体为厦门象屿本部的贸易事业部及控股子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客

户和流通型客户。

（A）大宗商品采购分销

近年来，厦门象屿沿着产业链上下游不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，逐步形成核心产品经营体系。厦门象屿经营的核心产品包括金属矿产、能源化工、农产品，三者合计占贸易业务收入的 95%以上。

表 5 厦门象屿大宗商品采购分销业务收入构成情况（单位：亿元、%）

商品类别	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
能源化工	647.27	28.63	1.88	676.25	25.63	3.04	159.12	24.51	1.12
金属矿产	1404.95	62.15	1.52	1699.85	64.42	2.12	434.13	66.86	1.17
农产品	171.50	7.59	7.79	233.07	8.83	5.93	54.06	8.32	3.00
其他	36.75	1.63	1.92	29.38	1.11	2.97	2.04	0.31	1.27
合计	2260.47	100.00	2.01	2638.55	100.00	3.09	649.35	100.00	1.31

注：能源化工包括塑料原料（PE、PP、PVC 等）、化工（甲醇、甲苯等）、化纤原料（PTA、MEG 等）、煤炭；金属矿产包括钢铁、有色金属、矿产、矿砂；农产品包括粮食谷物、食品原料（油脂、白糖、奶粉）、饲料原料（鱼粉、乳清粉、豆粕等）、林产品（原木、锯材、木浆等）；其他产品包括汽车、船舶、工程机械、民生物资等

资料来源：厦门象屿提供

跟踪期内，厦门象屿业务模式、采购模式与销售模式未发生重大变化。2019 年，厦门象屿前五大供应商采购总额合计 560.81 亿元，占

采购总额的比重为 21.30%。厦门象屿前五大客户销售额合计 298.09 亿元，占销售总额的比重为 10.94%。整体看，厦门象屿上下游集中度一

般。

风控措施方面，为防范信用风险，厦门象屿要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，厦门象屿将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。为确保控制货权，厦门象屿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。价格风险方面，厦门象屿采用套期保值来防范价格波动风险，在现货范围内进行严格对锁，规避价格涨跌对厦门象屿损益的影响。整体看，厦门象屿物流供应链业务具备较为完善的风险控制体系。

金属矿产业务方面，厦门象屿向上整合钢厂、不锈钢等资源，向下开发核心经销商客户；针对核心经销商客户，通过在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市建立的物流服务能力，提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，针对核心生产型钢厂客户，提供原辅材料采购供应服务、产成品销售服务以及相关配套仓储物流和加工服务，通过一条龙配套服务提高客户粘性并获取增值服务收益。2019年，厦门象屿金属矿产实现收入1699.85亿元，同比增长20.99%；金属类合计销售数量³8209.39万吨，同比增长43.69%，主要源于有色金属、铝产品供应链的增长。

能源化工业务主要以河北、上海、福建、广东等地区为核心，依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络；下游客户以厂家为主，同时与市场中主要的贸易商建立联系，作为备用销售渠道。2019年，厦门象屿能源化工产品大宗商品采购分销服务实现收入676.25亿元，同比增长4.48%；当期能源化工产品经营货量5562.54万吨，同比增长54.51%，其中煤炭供应链经营货量超4700万吨，同比增长超60%，煤炭进口量稳居全国前列；化工供应链经营货量近800万吨，同比增长14%。2019年，能源化工产品毛利率为3.04%，同比增加1.27个百分点，毛利率显著增加主要

源于煤炭、有机化学品等的毛利率上升。2020年1—3月，厦门象屿化工产品实现收入159.12亿元，同比增长16.28%；毛利率为1.12%，同比减少1.44个百分点。

跟踪期内，厦门象屿为拓展蒙古焦煤、电煤业务和内贸焦煤、电煤业务的大宗贸易及配套物流业务，与自然人易大宗合作设立贸易合资公司和组建物流合资公司，其中象晖能源（厦门）有限公司（注册资本20亿元，厦门象屿持股51%，易大宗控股有限公司持股49%，以下简称“象晖能源”）已完成设立。象晖能源的投入运营有望带动厦门象屿能源化工贸易业务规模提升，2019年，象晖能源实现营业收入和净利润分别为9.58亿元和0.20亿元；2020年1—3月，象晖能源实现营业收入和净利润分别为7.84亿元和0.28亿元。

目前，厦门象屿玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心，整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立集散中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供粮食资源；同时，厦门象屿积极开展“自种+合作种植”双轮驱动的种植业务模式，2019年厦门象屿自有种植面积约19万亩，较上年（15.26万亩）有所增长。跟踪期内，厦门象屿与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。跟踪期内，厦门象屿粮食贸易供应商及主要客户结算方式未发生变化。

2019年，农产品实现收入233.07亿元，同比增长35.90%，主要是由于象屿农产持续发挥产地优势、港区的物流优势以及销区的销售优势，业务规模增长所致；毛利率为5.93%，同比减少1.86个百分点，主要系因非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷所致。2020年一季度，农产品实现收入54.06亿元，毛利率继续下降至3.00%。

厦门象屿经营的其他贸易产品包括平行进口汽车、五金集采、船舶出口和其他非吨核算

³ 2019年起新增部分非吨计量的产品，未包含在数量统计中

的商品等。受国家政策及商用车景气度下行影响，汽车供应链规模下降，但厦门象屿以新能源汽车产业发展为契机初步构建“新能源原料—动力电池—电动汽车”全产业链服务，对其他贸易产品收入形成一定支撑。2019年，厦门象屿采购平行进口车 3713 台，采购金额为 18006 万美元（上年同期分别为 9700 台和 40590 万美元），共计获得收入 27.02 亿元。2019 年，厦门象屿其他贸易产品合计收入 29.38 亿元，同比下降 20.05%；毛利率为 2.97%，同比增加 1.05 个百分点。

（B）大宗商品物流服务

跟踪期内，厦门象屿基于较为完善的基础物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，并通过厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）不断推进铁路网点布局建设，物流服务整体收入规模变动不大。

厦门象屿基于仓库、堆场和专业物流园区等基础物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的基础物流服务体系。2019 年，厦门象屿实现综合物流服务收入 35.13 亿元，同比下降 6.89%；毛利率为 10.43%，同比增加 0.57 个百分点，主要是厦门象屿充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益。

跟踪期内，厦门象屿自营堆场面积及类型、自营仓库面积及类型、运输服务能力及物流园区持有等方面未发生重大变动，截至 2020 年 3 月底，厦门象屿在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 33.83 万平方米、场装 6.45 万平方米、修箱场 4.38 万平方米和冷藏箱插座 296 个。厦门象屿在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，为客户提供仓储服务，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 34.18 万平方米，在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。厦门象屿自营仓库面积较上年底有所下降，主要系部分仓库租约到期未进行续租所致。

农产品物流服务经营主体主要为象屿农

产。跟踪期内，农产品物流服务盈利模式未发生变动，厦门象屿通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费。同时通过经营粮食国储临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。农产品物流服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，其中国储补贴由政府相关部门按月以银行汇款结算给厦门象屿。2019 年，象屿农产实现营业收入 140.18 亿元，实现净利润 1.95 亿元，净利润较上年同期（4.13 亿元）下滑明显主要系非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷，以及国储业务因补贴政策调整同比下降较多所致。截至 2020 年 3 月底，象屿农产总资产 146.77 亿元，所有者权益 37.71 亿元；2020 年一季度实现营业收入 32.59 亿元，净利润 -0.22 亿元，主要系当期玉米及大豆期货浮动亏损，但因不适用套保准则，现货的浮盈约尚未体现所致。

粮食收储方面，2019—2020 产季完成粮食收购量（仅国储粮，不含贸易粮）60.2 万吨，同比增长 115.00%。国储粮仓储补贴标准逐年略有下降，2018 年 9 月由原来的 80 元/吨下降为 74 元/吨，2019 年 9 月继续下降至 66 元/吨。粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓，2019 年粮食出库 150 万吨。截至 2019 年底，厦门象屿经营和管理的粮食仓容达 1500 万吨，管理国储粮食库存约 900 万吨，较上年底（1086 万吨）有所下降，其中水稻库存约占 50%，剩余仓容主要用于储存贸易粮，仓容使用率 90%左右。受管理国储粮食库存下降及补贴标准下降影响，2018 年厦门象屿国储粮仓储收入为 7.27 亿元，同比下降 24.85%；毛利率为 60.86%，同比变化不大。随着国储粮的逐步轮出以及补贴标准下降，厦门象屿因承担国储粮保管任务而获取的收入规模将逐步缩减。

表 6 粮食代收业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
仓储收入	9.67	61.52	7.27	60.86	1.48	52.06
装卸收入	0.96	57.34	0.48	67.95	0.03	-517.22
烘干收入	0.16	-32.86	0.01	-81.28	--	--
合计	10.80	59.74	7.76	61.13	1.51	38.28

资料来源：厦门象屿提供

为扩大收储规模，象屿农产在开秤前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。截至 2020 年 3 月底，象屿小贷发放贷款余额合计 4.56 亿元，其中自营贷款余额 1.46 亿元，其余为象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司发放给农户的委托贷款，全部为对农户的放贷，截至 2020 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，厦门象屿粮食收储规模仍维持较小规模，粮食政策性轮转出库提速但进度仍较慢，随着陈粮的轮出，厦门象屿粮食代收业务收入规模未来将下滑。同时，厦门象屿布局深加工行业有望成为未来新的收入及利润增长点，但需关注其投资规模及资金压力。

跟踪期内，厦门象屿以象道物流为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局，2019 年有超过 2 万平米货场和 3 条铁路专用线（位于河南巩义）建成并投入使用，目前在建货场建设项目包括巩义、安阳、息烽三处，未来将陆续投入使用。截至 2019 年底，厦门象屿在河南三门峡、陕西咸阳、江西高安、河南巩义、湖南澧县、青海湟源、河南安阳、贵州息烽等大宗商品集散区域建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场，配备 32 条铁路专用线，配套集装箱堆场和仓库面积逾 17 万平方米，自备集装箱逾 25000 个，拥有遍布全国的

12 个常驻业务网点，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

2019 年，象道物流共经营货量 1225 万吨，同比变动不大，主要品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为 51.24%；下游前五大客户占营业收入比例为 48.07%，集中度高，其中下游关联销售收入占比 23.78%。

② 房地产

2019 年厦门象屿房地产业务收入结转情况良好，且土地储备较为充足，业务可持续性良好，但未来投资额较大，存在一定资金压力。

厦门象屿房地产业务运营主体为下属全资子公司象屿地产，业务类型涵盖住宅、商业、长租公寓和少量物业业务，以上海、重庆、江苏、天津、福建等一线城市的外环和二、三线城市的刚需住宅项目开发为主，平均开发周期 15~18 个月。厦门象屿拿地开发及项目结转有一定波动性，2019 年，厦门象屿结转房地产收入 64.58 亿元，同比增长 116.13%，主要源于上海（占 55.64%）、重庆（占 6.74%）和江苏（占 37.61%）；出让地产项目公司 1 个，确认投资收益 5.27 亿元。厦门象屿当期实现签约销售额 102.87 亿元，同比有所下降，签约销售项目主要位于昆山、南平、天津和重庆。2019 年，厦门象屿房地产开发投资额为 92.72 亿元（其中非并表项目 71.40 亿元、并表项目 21.32 亿元），较 2018 年投资规模（59.24 亿元）有所扩张。

表 7 近年来厦门象屿房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
房屋竣工面积	35.53	65.24	68.43	0.00
房屋销售面积	34.25	49.39	49.97	5.39
新增土地储备	74.75	6.93	18.23	0.00
平均销售单价	2.27	2.48	2.05	1.95
签约销售额	77.78	122.46	102.87	11.00

注：表中数据包含未并表的合作开发项目数据（100%纳入）；表中数据为全口径，非权益口径

资料来源：厦门象屿提供

土地储备方面，厦门象屿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。2019 年，厦门象屿新增土地储备 18.23 万平方米，位于上海中山和苏州吴中；拿地支出 52.98 亿元（全口径，按权益口径为 25.96 亿元）。截至 2019 年底，厦门象屿土地储备 149 万平方米，其中福州占 36%、天津占 30%、南平占 22%、苏州占 10%、上海占 2%。

表 8 截至 2020 年 3 月底厦门象屿房地产在建、拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

进度	总用地面积	总建筑面积	总投资	累计投入	未来拟投入
非并表项目	261.73	555.84	419.08	262.64	156.44
并表项目	133.10	355.77	445.30	402.74	42.56
合计	394.84	911.61	864.38	665.38	199.00

注：表中投资额数据为全口径，非权益口径
资料来源：厦门象屿提供

商业物业方面，象屿地产在厦门和上海持有两处商业物业，为厦门自贸金融中心和上海象屿大厦，项目总建筑面积合计 9.5 万平方米，可租面积合计 7.17 万平方米，截至 2020 年 3 月底已出租 6.19 万平方米，2019 年实现租金收入 4754 万元。作为厦门市国资委下属企业，厦门象屿承担了厦门市部分市政配套项目建设任务，在填海造地、市政道路、水工工程等领域具备领先的技术水平并发挥着重要作用，运营主体为下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司，截至 2020 年 3 月底在建代建项目投资总额达 80.86 亿元。代建中的工程款由业主支付，厦门象屿不承担项目的融资职能，并以实际总投资额的 0.4%~3%收取代建费用。2019 年厦门象屿实现代建收入 1892 万元。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿房地产项目合计 30 个，主要分布在上海、昆山、重庆、天津和福建等地，其中并表项目 17 个，非并表项目 13 个。厦门象屿在建、拟建房地产项目（含并表、非并表项目）总用地面积 394.84 万平方米，总建筑面积 911.61 万平方米，总投资额 864.38 亿元，已投资 665.38 亿元，未来尚需投

资 199.00 亿元。厦门象屿房地产业务未来投资额较大，存在一定资金压力。

③类金融及其他

象屿金控业务规模增长较快，客户以民营企业为主，存在一定业务风险，跟踪期内，部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，考虑到委托贷款逾期款项附有足额抵押物，整体资金回收风险可控。玉米深加工业务产能陆续建成投产，销售收入保持增长，但因原材料价格上涨未传导至产成品等因素暂时性亏损，未来随着厦门象屿持续优化工艺以及产能充分释放后，深加工业务有望形成新的收入和利润增长点。

(A) 类金融

厦门象屿类金融板块经营主体主要为象屿金控及下属厦门象屿担保有限公司（拥有融资性担保许可证）、厦门象屿金象融资租赁有限公司、深圳象屿商业保理有限责任公司（以下简称“象屿保理”）、厦门象屿小额贷款股份有限公司、厦门象屿资产管理运营有限公司等子公司。截至 2020 年 3 月底，象屿金控注册资本为 43.80 亿元，实收资本为 28.80 亿元。2019 年，类金融及其他业务实现营业收入 53.12 亿元，同比增长 18.94%。

金控业务收入主要来自产业金融（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等平台体现）收入、消费金融（主要是以小贷公司及二手车融资租赁）收入、资产管理（主要是不良资产包处置）收入及传统类业务等，其中产融业务客户对象主要为集团内部产业相关的上下游企业。2019 年，象屿资产实现营业收入 19470.74 万元，实现净利润 23369.75 万元；象屿担保实现收入 609.53 万元，净利润 796.24 万元；小额贷款公司实现收入 7597.29 万元，净利润 3542.65 万元。

截至 2020 年 3 月底，象屿金控产融结合类委托贷款业务借款余额 22.39 亿元，其中已逾期本金金额 4.89 亿元；产融结合类保理业务借款余额 17.16 亿元，其中已逾期本金金额 1.28

亿元；产融结合类资管余额、融资租赁余额及其他类余额分别为 6.16 亿元、3.27 亿元和 3.17 亿元，未出现逾期。消费金融业务中小贷借款余额 5.57 亿元，逾期本金为 612.15 万元；二手车业务借款余额 6.25 亿元，逾期本金为 190.94 万元。前期投入的非产融类委托贷款合计借款余额 9.45 亿元，其中已逾期本金金额 7.65 亿元。截至 2019 年底，象屿担保对外提供担保余额 5.46 亿元，未出现代偿情形。

截至 2020 年 3 月底，象屿金控以上业务逾期本金合计 13.89 亿元，存在一定资金回收风险，逾期委托贷款和应收保理款均附有足额抵押物，且象屿金控正通过法律诉讼、处置抵押物等手段进行追偿，2019 年和 2020 年一季度厦门象屿共收回逾期本金 2635 万元。截至 2020 年 3 月底，象屿金控针对上述逾期本金累计计提减值损失准备 641.99 万元。

厦门象屿也进行股权投资和基金投资，涉及二级市场定增、金融类股权（如国都证券、兴业证券股份有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司）、与厦门象屿主业相关联的公司（如厦门国际物流港有限责任公司）等。2019 年，厦门象屿确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计 1.95 亿元。截至 2019 年底，厦门象屿主要股权投资明细如下表，均未用于质押，所持变现能力良好的上市公司股权等金融资产对厦门象屿偿债能力形成一定支撑。

表 9 截至 2019 年底厦门象屿主要股权投资明细
(单位：%，万股、万元)

科目	公司全称/股票简称	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	苏州象屿地产有限公司	50.00	134689.94
	厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	89657.12
	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	75172.95
	Crystal Idea Management Limited	50.00	68472.17
	江苏象屿投资有限公司	50.00	46143.37

可供出售金融资产	科华恒盛	695.22	11311.28
	兴业证券	7600.20	53809.42
	国都证券	3858.21	7214.85
	三友化工	2242.25	14171.03
	怡亚通	2.00	8.42

资料来源：厦门象屿提供

(B) 玉米深加工

由于玉米价格回归市场化水平，厦门象屿玉米深加工行业布局玉米产区成本优势显现，同时近年来国家及东北各省出台扶持政策，厦门象屿提前积极布局玉米深加工板块，运营主体为黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）。金象生化为黑龙江省粮食加工领域龙头企业，主要运营富锦产业园、北安产业园、绥化产业园三大园区，产品包含淀粉、淀粉糖、氨基酸、生物发酵饲料等，广泛应用于制糖、造纸、纺织、食品、医药、啤酒发酵、饲料等行业。其中，富锦及北安深加工项目每年可加工淀粉约 120 万吨，加工农产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等约 40 万吨；绥化项目于 2019 年底建成投产，预计满产后可年产结晶葡萄糖 70 万吨、发酵用糖 28.40 万吨，年产苏氨酸 10 万吨、色氨酸 1 万吨，截至 2020 年 4 月底各产线试车效果已基本达到预期，全面进入提产增效阶段。截至 2020 年 3 月底，金象生化主要深加工项目产量及收入贡献情况见下表。

表 10 金象生化深加工项目产量及销售收入情况
(单位：万吨、亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
富锦	产量	78	79
	销售收入	16.44	17.45
北安	产量	76	82
	销售收入	16.23	17.42
绥化	产量	--	60
	销售收入	--	1.65
合计	产量	154	221
	销售收入	32.67	37.34

注：上述产量指全部产成品吨数

资料来源：厦门象屿提供

2019年，金象生化实现营业收入37.34亿元，净利润-0.95亿元；2020年一季度，金象生化实现营业收入10.13亿元，净利润-0.54亿元，金象生化经营亏损主要系玉米等原材料价格上涨未充分传导至产品端所致。随着项目投产以来厦门象屿持续优化工艺、调整设备，实现能耗稳步下降，深加工业务有望成为厦门象屿未来新的收入及利润增长点。

2019年，厦门象屿销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数分别为38.11次、2.23次和7.20次。总体看，厦门象屿经营效率较高。

未来厦门象屿将围绕“两链三平台”，打造中国一流的现代服务业投资控股集团，主要包括：以现代服务业为主要发展领域，强化现代服务产业以客户需求为导向的理念，以供应链服务、产城一体化服务、创新创业服务、金融服务等为主要业务领域；以产业化运作为主要发展思路，强化全产业链运作思维，推进上中下游一体化发展，推进产业整合式发展，构筑生态圈；以投资控股集团为主要发展方向，依托产业背景优势，打造集团投资决策能力、综合金融服务能力、集团管控能力三大核心能力；服务于“一带一路”等国家战略，强化在现代服务业、自贸及产业园区载体、千亿物流产业链等方面的区域综合开发运营商角色，服务于厦门市“5+3+10”现代产业体系，服务于福建省及厦门市的城市发展。

截至2020年3月底，除房地产项目以外，厦门象屿在建项目主要包括镍钴冶炼工厂项目等，项目总投资合计200.55亿元，已完成投资124.27亿元。镍钴冶炼工厂项目计划总投资140.49亿元，截至2020年4月底已经基本完成钢厂3台AOD炉、1个精炼炉、1条连铸生产线建设，铁厂完成2台矿热炉建设，电厂完成4台发电机组建设、码头3个泊位的建设，以及相关的道路、公辅等设施建设，目前整体建设进度符合预期；钢厂已于2020年2月份开始2条生产线生产，首批产成品不锈钢方坯均通

过象屿股份供应链平台操作销往中国国内。预计2020年全年可生产不锈钢钢坯超过100万吨。

考虑到厦门象屿房地产业务投资计划，结合在建工程投资规模来看，厦门象屿未来存在较大资金压力。

（2）财务分析

厦门象屿提供了2019年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。厦门象屿2020年一季度财务报表未经审计。

2019年，厦门象屿合并范围内二级子公司因内部公司股权变更较上年减少6家，非同一控制下企业合并增加1家。2020年一季度，厦门象屿合并范围内二级子公司较2019年底无变化。截至2020年3月底，厦门象屿纳入合并范围的二级子公司共19家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2019年底，厦门象屿（合并）资产总额为1393.67亿元，所有者权益（含少数股东权益235.64亿元）合计435.55亿元；2019年，厦门象屿实现营业收入2841.82亿元，实现利润总额34.66亿元。

截至2020年3月底，厦门象屿（合并）资产总额为1590.00亿元，所有者权益（含少数股东权益224.02亿元）合计441.97亿元；2020年1—3月，厦门象屿实现营业收入680.95亿元，实现利润总额5.12亿元。

（2.1）资产质量

跟踪期内，厦门象屿资产总额快速增长，构成仍以流动资产为主；流动资产中存货和预付款项规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，形成一定资金占用；绥化深加工项目、镍铁冶炼工厂项目建设的推进带动非流动资产规模大幅增长。考虑到象屿金控委托贷款逾期规模大，存在一定资金回收和减值风险，且资产受限规模提升，厦门象屿整体资产质量一般。

截至 2019 年底，厦门象屿资产总额为 1393.67 亿元，较上年底增长 20.17%。截至 2019 年底，厦门象屿流动资产占 63.68%，非流动资产占 36.32%，非流动资产占比较上年底有所上升，厦门象屿资产仍以流动资产为主。

(A) 流动资产

截至 2019 年底，厦门象屿流动资产 887.52 亿元，较上年底增长 15.35%，主要系存货、货币资金和应收票据及应收账款增加所致；流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、存货、其他应收款和其他流动资产构成。

截至 2019 年底，厦门象屿货币资金 125.42 亿元，较上年底下降 11.83%；构成上银行存款占 72.05%、其他货币资金占 27.94%。其中，使用受限货币资金为 41.20 亿元（上年底受限货币资金为 23.59 亿元），包括保证金 22.46 亿元、定期存款 11.15 亿元和预售监管账户资金 7.22 亿元，受限规模较大。

截至 2019 年底，厦门象屿交易性金融资产大幅增长至 23.85 亿元，主要为理财产品，其中根据新金融工具准则于期初由其他流动资产转入 11.93 亿元，均采用公允价值计量。

随着业务规模扩张，截至 2019 年底，厦门象屿应收票据和应收账款分别增长至 25.07 亿元和 56.41 亿元。其中，应收票据主要为商业承兑汇票（占 92.77%），厦门象屿累计计提坏账准备 0.23 亿元。应收账款较上年底增长 17.25%；期中一年以内的应收账款账面余额的占比为 89.42%，账龄较短；累计计提坏账准备 4.38 亿元，计提比例 7.21%；厦门象屿应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的 29.68%，集中度尚可。

表 11 截至 2019 年底应收账款期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

客户	是否关联	账面余额	占比
客户一	否	74375.48	12.23
客户二	否	47320.96	7.78

客户三	是	27813.59	4.58
客户四	否	16000.00	2.63
客户五	否	14887.45	2.45
合计	--	180397.48	29.68

资料来源：厦门象屿提供

截至 2019 年底，厦门象屿预付款项 85.85 亿元，较上年底增长 23.15%；其中账龄在一年以内的占 97.84%；期末余额前五大合计占余额的 46.59%，其中对第一名预付款项余额 25.50 亿元，集中度较高。

表 12 截至 2019 年底预付款项期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占比
第一名	254961.99	1 年以内	29.70
第二名	71778.36	1 年以内：71761.33 万元 3 年以上：17.03 万元	8.36
第三名	36509.80	1 年以内	4.25
第四名	19137.57	1 年以内	2.23
第五名	17578.96	1 年以内：13829.52 万元 1-2 年：3749.44 万元	2.05
合计	399966.68	--	46.59

注：前五名均非关联方

资料来源：厦门象屿提供

厦门象屿其他应收款主要包括对房地产项目合作股东的利润预付、对合资公司合作项目运营款的支付及预付拍地保证金等。截至 2019 年底，厦门象屿其他应收款 62.55 亿元，较上年底增长 53.30%，主要系支付合资公司合作项目运营款增加及期货保证金增多所致；其中，账龄 1 年以内的占 66.00%，1~2 年的占 10.45%，2~3 年的占 9.76%，3 年以上的占 13.70%，存在部分账龄较长的款项；厦门象屿累计计提坏账准备 5.90 亿元，考虑到其他应收款的性质，计提较充分；前五大其他应收款合计占比 50.77%，集中度较高，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

表 13 截至 2019 年底其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比	性质
第一名	134049.41	1 年以内	19.70	关联方往

				来
第二名	64841.59	1 年以内	9.53	关联方往来
第三名	63431.75	1 年以内: 12510 万元; 1-2 年: 41602 万元; 2-3 年: 9319.75 万元	9.32	关联方往来
第四名	44922.60	1 年以内	6.60	项目借款
第五名	38324.62	1 年以内	5.63	关联方往来
合计	345569.97	--	50.77	--

资料来源: 厦门象屿提供

截至 2019 年底, 厦门象屿存货为 386.01 亿元, 较上年底增长 4.82%; 厦门象屿累计计提存货跌价准备 2.29 亿元 (其中 2019 年计提 1.85 亿元, 转回或转销 3.50 亿元, 系因 2019 年底大宗商品市场行情较好, 钢材煤炭等上期计提存货跌价准备的存货本期完成销售或市值回升所致), 整体计提比例为 0.59%; 厦门象屿存货账面价值主要由房地产开发成本 (占 36.06%)、原材料 (占 9.72%) 和库存商品 (占 47.56%) 等构成。

截至 2019 年底, 厦门象屿其他流动资产 100.56 亿元, 较上年底增长 56.58%, 主要是新增贷款、资产包业务、预缴及待抵扣税费增加所致; 厦门象屿其他流动资产主要包括理财产品 22.83 亿元、预缴及待抵扣、待认证、期末留抵税费 22.82 亿元、资产包 13.63 亿元、委托贷款 3.95 亿元和贷款业务余额 37.02 亿元等构成。

(B) 非流动资产

截至 2019 年底, 厦门象屿非流动资产 506.15 亿元, 较上年底增长 54.06%, 主要源于固定资产和在建工程的持续投入; 非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等构成。

截至 2019 年底, 厦门象屿可供出售金融资产账面价值 13.75 亿元, 较上年底下降 39.56%; 其中, 可供出售债务工具 2.90 亿元, 可供出售权益工具 10.84 亿元。

厦门象屿长期应收款主要为融资租赁款, 截至 2019 年底余额 9.28 亿元, 其中 1 年内到

期的长期应收款 3.29 亿元 (计入流动资产)。

截至 2019 年底, 厦门象屿长期股权投资 77.38 亿元, 较上年底增长 17.71%, 主要是因为对子公司失去控制权和对参股公司派有董事具有重大影响, 转为长期股权投资权益法核算, 以及新增参股公司投资款导致。2019 年, 厦门象屿对长期股权投资权益法下确认的投资收益 2.74 亿元, 确认宣告发放现金股利或利润 1.95 亿元。厦门象屿所持长期股权投资未用于质押。

截至 2019 年底, 厦门象屿投资性房地产 30.08 亿元, 较上年底增长 15.67%, 主要是地产商业项目结转, 计划出租转入投资性房地产; 构成上包括房屋建筑物 24.58 亿元和土地使用权 4.50 亿元等。厦门象屿投资性房地产采用成本模式计量, 具有一定升值空间。

截至 2019 年底, 厦门象屿固定资产账面价值 158.96 亿元, 较上年底增长 32.85%, 主要系绥化玉米深加工项目在建工程转固所致; 厦门象屿累计计提折旧 23.75 亿元; 固定资产账面价值主要由房屋及建筑物 (占 40.43%)、构筑物及其他设施 (占 20.59%) 和机器设备 (占 33.78%) 等构成。

截至 2019 年底, 厦门象屿在建工程 118.56 亿元, 较上年底增加 49.70 亿元, 主要系镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施投入增加所致, 主要构成包括镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施 72.73 亿元、150 万/年玉米深加工项目 9.97 亿元、安阳铁路专用线工程 5.10 亿元、巩义铁路专用线工程 2.99 亿元和息烽铁路专用线 2.14 亿元等。

截至 2019 年底, 厦门象屿无形资产 29.88 亿元, 较上年底增长 24.61%, 主要是预付土地出让金满足条件, 结转为无形资产导致。

截至 2019 年底, 厦门象屿其他非流动资产为 57.52 亿元, 较上年底增长 21.58%, 主要包括预付工程款 14.39 亿元、资产包 10.74 亿元、待抵扣进项税 9.06 亿元、委托理财 6.16 亿元、借款 4.45 亿元和委托贷款 3.91 亿元等。

截至 2020 年 3 月底, 厦门象屿资产总额为

1590.00 亿元，较 2019 年底增长 14.09%；流动资产占比为 67.63%，较 2019 年底有所提升。货币资金增长至 157.21 亿元，主要系受到疫情影响经济环境不确定性加大，厦门象屿为之后的到期融资及经营需要提前储备一定量资金所致；预付款项大幅增长至 145.33 亿元，主要系供应链业务发展需要增加采购所致；存货较 2019 年底大幅增加至 477.52 亿元，主要系供应链业务发展需要，一季度钢材储备增加所致（库存商品中金属矿产及矿产品类增加 84.05 亿元至 178.34 亿元）。非流动资产中，厦门象屿持续布局制造业、物流行业等项目建设，在建工程增加 16.76 亿元至 135.33 亿元；其他科目变动不大。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿因用于抵押而使用受限的资产 159.88 亿元，包括各类土地使用权、在建工程和固定资产等，受限货币资金 47.31 亿元，两项合计占资产总额的 13.03%，占所有者权益的 46.88%。用于质押的资产包括：本部所持象屿股份股权 1.79 亿股，市值⁴9.15 亿元；象道物流所持子公司成都青白江象道物流有限公司 100%股权和象屿股份所持象道物流 20%股权，对应借款金额合计 2.08 亿元，子公司质押银行承兑汇票、结构性存款和期货仓单合计 15.90 亿元。此外，子公司厦门象屿物业服务有限公司作为基础债务人参与厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据；高尚物业以其有权收取的物业服务费用和其他款项为全部信托贷款债务提供质押担保。跟踪期内，厦门象屿资产受限规模有所提升，整体受限比例尚可。

（2.2）所有者权益及负债

（A）所有者权益

跟踪期内，厦门象屿所有者权益保持增长，主要来源于其他权益工具和少数股东权益增加，以及利润的累积。厦门象屿接受国资委注资增厚实收资本，同时持续上缴国有资本收益

及进行现金分红。整体看，厦门象屿所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，厦门象屿所有者权益 435.55 亿元（其中少数股东权益 235.64 亿元），较上年底增长 21.44%，主要系未分配利润累积以及下属公司与银行合作债转股业务以及下属公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。2019 年，厦门象屿收到厦门市国资委注资，实收资本增加 1.00 亿元至 17.76 亿元；资本公积和少数股东权益分别 17.33 亿元和 235.64 亿元，较上年底分别增加 2.99 亿元和 40.05 亿元，主要由于象屿股份下属子公司厦门象屿物流集团有限责任公司开展债转股业务引入少数股东投资 20.00 亿元，以及成立合资公司少数股东所有者投入资本增加所致；未分配利润保持稳定增长，2019 年底为 44.72 亿元；其他权益工具逐年扩张，2019 年底增加 23.90 亿元至 116.90 亿元。2019 年，厦门象屿持续分红，其中本部上缴国有资本收益 2.86 亿元，重要子公司象屿股份分两次派发 2018 年现金股利合计 5.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿所有者权益为 441.97 亿元（含少数股东权益 224.02 亿元），较上年底增长 1.47%，其中实收资本增加 1.20 亿元至 18.96 亿元，其他权益工具增加 16.00 亿元至 132.90 亿元。截至 2020 年 3 月底，厦门象屿所有者权益中实收资本占 4.29%、其他权益工具占 30.07%、未分配利润占 10.31%、少数股东权益占 50.69%。

（B）负债

跟踪期内，随着厦门象屿物流供应链业务延续扩张以及在建工程持续投入，厦门象屿债务规模持续增长，构成以短期债务为主。整体看，厦门象屿债务负担重，短期偿债压力大。

截至 2019 年底，厦门象屿负债合计 958.12 亿元，较上年底增长 19.60%；其中流动负债增长较快，在负债总额中的占比提升 3.89 个百分点至 72.85%，非流动负债占比为 27.15%，厦门象屿负债构成仍以流动负债为主。

⁴ 按 2020 年 3 月 31 日收盘价 5.11 元计算

截至 2019 年底，厦门象屿流动负债为 698.01 亿元，较上年底增长 26.34%，主要系应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和预收款项构成。

截至 2019 年底，厦门象屿短期借款为 190.73 亿元，较上年底变化不大；其中，信用借款占 24.11%，保证借款占 70.52%。

随着厦门象屿业务规模的扩大，厦门象屿应付票据、应付账款及预收款项快速增长，截至 2019 年底，厦门象屿应付票据为 86.07 亿元，较上年底增长 32.57%，主要为银行承兑汇票。应付账款为 147.46 亿元，较上年底增长 127.07%，其中账龄一年以内的应收账款占 96.93%，整体账龄短。

厦门象屿预收款项主要由预收房款和预收货款构成。截至 2019 年底，厦门象屿预收款项 109.83 亿元，较上年底略有下降；其中账龄一年以内的预收款项占 96.20%，整体账龄短。厦门象屿应交税费较上年底（7.73 亿元）大幅增长至 18.98 亿元，主要系当期地产项目结转较多，计提土地增值税所致。

截至 2019 年底，厦门象屿其他应付款 67.33 亿元，较上年底增长 23.16%，主要系下属公司收到合作股东投入的合作项目运营款增加所致；构成上主要包括往来款 50.42 亿元、押金及保证金 7.72 亿元等；集中度方面，期末余额前五名的单位合计占其他应付款余额的 54.84%，集中度高。

表 14 截至 2019 年底其他应付款前五大构成
(单位: 万元、%)

单位名称	性质	余额	占比
第一名	关联往来款	117940.28	19.56
第二名	关联往来款	73000.00	12.11
第三名	往来款	72803.74	12.07
第四名	往来款	33950.16	5.63
第五名	关联往来款	33000.00	5.47
合计	--	330694.18	54.84

资料来源：厦门象屿提供

截至 2019 年底，厦门象屿一年内到期的流

动负债增至 47.37 亿元，主要为即将到期的长期借款、应付债券转入。厦门象屿其他流动负债为 20.28 亿元，主要为应付短期债券。

截至 2019 年底，厦门象屿非流动负债为 260.11 亿元，较上年底增长 4.62%，主要由长期借款（占 49.91%）和应付债券（占 37.28%）构成。

截至 2019 年底，厦门象屿长期借款 129.83 亿元，较上年底增长 9.14%。厦门象屿应付债券 96.97 亿元，较上年底下降 16.92%，主要系发行部分债券即将于一年内到期转入流动负债所致。厦门象屿长期应付款为 10.91 亿元，较上年底大幅增长，主要为应付融资租赁款项以及新增购房尾款资产支持专项计划。厦门象屿其他非流动负债为 12.29 亿元，主要为 2019 年新增资产支持票据形式的信托借款。

截至 2019 年底，厦门象屿全部债务 591.88 亿元，较上年底增长 10.21%。截至 2019 年底短期债务占 58.15%，长期债务占 41.85%，债务构成较上年底变化不大。债务指标方面，截至 2019 年底厦门象屿资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.75%、57.61% 和 36.25%，较上年底均略有下降。若将计入权益的其他权益工具 116.90 亿元调入长期债务，则厦门象屿全部债务合计 708.78 亿元，上述三项指标分别为 77.14%、68.99% 和 53.36%，债务负担偏重。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿负债总额为 1148.04 亿元，较 2019 年底增长 19.82%，主要来自短期借款和应付债券的增长，期末金额分别为 319.69 亿元和 129.50 亿元。2020 年 3 月底，厦门象屿预收款项下降，主要由于会计准则调整，部分物流供应链业务预收货款计入合同负债科目，预收款项和合同负债期末分别为 59.50 亿元和 67.03 亿元。应付账款大幅下降，主要系供应链业务信用证到期结算增加所致。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿全部债务 813.43 亿元，较年初增长 37.43%，其中短期债务占 66.64%，占比较年初略有增长。截至 2020

年3月底，由于债务规模的增长，厦门象屿资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增长至72.20%、64.79%和38.04%。若将计入权益的其他权益工具132.90亿元调入长期负债，则厦门象屿全部债务合计946.33亿元，上述三项指标分别为80.56%、75.38%和56.67%，债务负担很重。

（2.3）盈利能力

2019年，受益于供应链业务的快速拓展以及房地产业务收入结转情况良好，厦门象屿收入和利润规模持续提升；期间费用规模增长明显；受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，厦门象屿以投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。

跟踪期内，随着厦门象屿供应链物流业务的扩张，营业收入持续增长，2019年，厦门象屿实现营业收入2841.82亿元，同比增长17.69%。同期，厦门象屿营业成本保持快速增长。2019年，厦门象屿营业利润率为3.87%，同比增加0.51个百分点。

2019年，厦门象屿期间费用合计82.14亿元，同比增长29.25%，主要系来自销售费用和管理费用的增长；期间费用率为2.89%，同比增加0.12个百分点，仍保持在良好水平，厦门象屿期间费用控制能力强。其中，销售费用为51.31亿元，同比增长22.27%，主要系业务规模扩大、销售运营费用增加所致；财务费用为19.02亿元（含利息支出19.96亿元），在债务规模扩张的基础上财务费用同比下降4.32%，主要受益于汇兑费用规模下降（0.36亿元，上年同期为2.45亿元）。

2019年，厦门象屿发生资产减值损失及信用减值损失合计-3.86亿元，较上年同期的-7.18亿元大幅下降，其中，受益于市场行情上涨，商品价格上升，厦门象屿信用减值损失和存货跌价损失由上年同期⁵的-1.64亿元和-3.12亿元大幅下降至本期的0.03亿元和-1.54亿元。厦门

象屿公允价值变动收益-0.44亿元，较上年变化不大，包含交易性金融资产的公允价值变动收益-1.34亿元、套期工具和被套期项目公允价值变动0.75亿元。

厦门象屿投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、合作种植、理财收益等。2019年，厦门象屿投资损益由上年的19.30亿元大幅降至7.17亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益2.74亿元、处置长期股权投资产生的投资收益2.68亿元和丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得2.64亿元；当期处置交易性金融资产和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产终止确认分别产生亏损1.48亿元和1.09亿元。2019年，厦门象屿投资收益占利润总额的比例为20.69%。受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，厦门象屿投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。

受益于主业供应链物流、房地产及类金融业务盈利能力的提升，2019年，厦门象屿实现利润总额34.66亿元，同比增长14.96%；从盈利指标看，厦门象屿总资产收益率和净资产收益率分别为4.46%和5.95%，同比均略有下降。

2020年1—3月，厦门象屿实现营业收入680.95亿元，同比增长19.89%；营业利润率为2.16%（上年同期为3.77%），同比下滑明显，主要系2020年实行新收入准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致；厦门象屿实现投资收益5.32亿元，较上年同期（6.92亿元）略有下降；受投资收益收缩以及公允价值变动净损失1.26亿元影响，厦门象屿当期实现利润总额5.12亿元，同比下降47.96%。

（2.4）现金流及保障

厦门象屿供应链业务作为资金密集型行业，对流动资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响。2019年厦门象屿优化结算方式，加速资金回笼，经营活动保持现金净

⁵ 2018年会计准则要求在资产减值损失-坏账损失中列示。

流入，但 2020 年一季度转为净流出，季度性波动明显。考虑到厦门象屿将持续开展供应链业务且房地产业务和在建工程投资规模较大，对外融资需求大。

经营活动方面，随着业务规模扩张，2019 年，厦门象屿经营活动现金流入 3256.55 亿元，同比增长 14.22%；同期，经营活动现金流出 3223.03 亿元，同比增长 14.45%，主要系业务规模扩大所致。从收入实现能力看，2019 年厦门象屿现金收入比为 107.94%，同比减少 5.13 个百分点，厦门象屿收入实现质量保持较好水平。厦门象屿收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金、工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2019 年分别为 181.90 亿元和 212.94 亿元，当期收到与支付其他与经营活动有关的现金同比均大幅增长，主要为象屿地产和象屿金控的发生额，象屿金控发生额主要是产业金融、消费金融、资产包业务支出及回款。2018 年以来厦门象屿供应链业务优化结算方式，较多使用票据支付货款，且粮食业务加速资金回笼，带动经营活动现金流保持正流入。2019 年，厦门象屿经营活动产生的现金流净额 33.52 亿元，同比下降 4.77%。

投资活动方面，2019 年，厦门象屿投资活动现金流入 183.09 亿元，同比下降 6.29%。厦门象屿保持较大的对外投资规模，包括套保期货保证金支出、对物流、房地产、制造业、码头等行业股权投资、购买理财等，2019 年投资活动现金流出 310.30 亿元，同比增长 9.83%，主要是增加工厂工程及设备投资、支付项目合作款项及为提高资金使用效率，购买短期理财产品所致。2019 年，投资活动现金流量净额为 -127.21 亿元，净流出规模同比扩大 45.95%。

筹资活动方面，2019 年，厦门象屿筹资活动产生的现金流入为 1056.12 亿元，同比增长 52.68%，主要为取得借款收到的现金 940.16 亿元和吸收投资收到的现金 102.93 亿元，其中吸收投资收到的现金主要来源于象屿地产、象屿股份及其他下属公司成立合资公司的少数股东

出资收到的现金；筹资活动现金流出为 996.87 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2019 年，厦门象屿筹资活动产生的现金流量净额为 59.25 亿元，同比下降 36.99%，仍保持较大规模。

2020 年 1—3 月，由于供应链业务规模扩张采购备货，经营活动产生的现金净额为 -181.15 亿元，净流出规模较上年同期（-105.25 亿元）进一步扩大；投资支付的现金大幅增长至 107.25 亿元，规模很大，但厦门象屿回收部分国债逆回购及短期理财资金所致，投资活动产生现金净流出 9.30 亿元，较上年同期（42.89 亿元）有所收缩；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 215.86 亿元。

（2.5）偿债能力

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

从短期偿债能力看，截至 2019 年底，厦门象屿流动比率、速动比率分别为 127.15% 和 71.85%，同比均有所下降；现金类资产短期债务比为 0.39 倍。截至 2020 年 3 月底，厦门象屿流动比率和速动比率分别为 124.18% 和 69.03%；现金类资产短期债务为 0.25 倍，较 2019 年底均略有下降。厦门象屿流动资产中存货及预付款项规模较大，且随着业务规模的快速拓展，厦门象屿经营活动及投资活动资金需求增大，短期债务规模快速提升。但考虑到厦门象屿经营效率较高，直接间接融资渠道畅通，整体来看，厦门象屿短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2019 年，厦门象屿 EBITDA 为 64.55 亿元，EBITDA 利息倍数小幅增长，为 2.74 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 9.17 倍。考虑到厦门象屿作为厦门市国资委直属企业持续接受政府注资，股东支持力

度强，整体来看，厦门象屿长期偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿共获各大银行等金融机构授信额度 1556.60 亿元，其中未使用的授信额度为 695.80 亿元，间接融资渠道畅通。厦门象屿下属子公司象屿股份为 A 股上市公司，直接融资便利。

截至 2020 年 3 月底，厦门象屿对外担保余额为 45.47 亿元。其中，子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 5.46 亿元，象屿地产的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 22.12 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 15.97 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 1.92 亿元。

未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月底，厦门象屿及下属子公司涉及未决诉讼标的金额合计 27.20 亿元（含象屿股份诉讼金额 12.41 亿元，象屿金控及下属子公司诉讼金额 13.55 亿元），占 2020 年 3 月底净资产的 6.15%，存在一定或有负债风险。

（2.6）母公司财务分析

母公司货币资金余额偏低，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主，资产质量一般；本部作为控股型集团企业自身经营性业务规模不大，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，利润主要来源于投资收益；考虑到权益中包含较大规模的其他权益工具，母公司整体债务负担重；短期偿债压力大，对再融资依赖程度高。

截至 2019 年底，母公司资产总额 290.96 亿元，流动资产占 46.31%，非流动资产占 53.69%；流动资产主要由货币资金和其他应收构成，分别为 5.37 亿元和 122.38 亿元（合并层面其他应收款及应收利息合计为 62.55 亿元。其他应收款期末余额前五大全部为合并范围内关联方往来款 72.53 亿元，包括应收象屿保理 20.20 亿元、象屿金控 14.64 亿元、象屿地产 13.85 亿元、厦门象盛镍业有限公司 12.92 亿元和象屿资管 10.92 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 7.68

亿元和 140.37 亿元（其中对子公司投资 132.52 亿元）。截至 2019 年底，母公司负债合计 154.89 亿元，流动负债占 60.51%，非流动负债占 39.49%；流动负债中短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为 43.50 亿元、18.97 亿元和 20.02 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 8.61 亿元和 52.43 亿元。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 53.23%，有息债务合计 143.54 亿元，其中短期债务 82.50 亿元。考虑到公司所有者权益中包含其他权益工具 116.90 亿元，若将其调整入债务计算，则母公司全部债务合计 260.44 亿，资产负债率为 93.41%，债务负担重。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司权益合计 136.07 亿元，其中实收资本 17.76 亿元，其他权益工具（全部为永续债）116.90 亿元，未分配利润为-6.13 亿元，较上年底（2.02 亿元）减少 8.15 亿元，原因系当年上缴国有资本收益及其他权益工具付息所致所致。母公司权益构成中其他权益工具规模很大，权益稳定性偏弱。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 0.30 亿元，财务费用合计 1.33 亿元，产生投资收益 3.89 亿元（其中对成本法核算的长期股权投资收益 3.74 亿元），发生资产减值损失-0.62 亿元，实现利润总额 0.76 亿元。

现金流方面，母公司经营活动产生的现金流入和流出以资金拆借往来产生的收到和支付其他与经营活动有关的现金为主，2019 年经营活动产生的现金流量净额为-0.36 亿元；投资活动产生的现金净流入 15.61 亿元；筹资活动现金净流出 21.42 亿元。截至 2019 年底，母公司期末现金及现金等价物余额 5.37 亿元。

2. 借款人/出质人/抵押人

借款人整体资产规模和营收规模较小，整体抗风险能力较弱，物业运营能力尚可，联合资信会持续关注其在本交易中履行相关义务的能力。

本交易涉及的借款人/出质人为物流中心、象屿物业以及象屿投资，其中物流中心和象屿投资也是本交易的抵押人。

(1) 物流中心

物流中心成立于 1996 年 9 月 18 日，截止 2020 年 3 月 31 日，注册资本为人民币 28000 万元，系厦门象屿物流集团有限责任公司全资子公司，为象屿集团的实际控制孙公司。

财务方面，截至 2019 年末，物流中心资产总计 12.48 亿元，所有者权益合计 3.47 亿元，负债合计 9.01 亿元；2019 年，物流中心实现营业总收入 0.58 亿元，净利润为 0.18 亿元，经营活动净现金流为 0.34 亿元。

截止 2020 年 3 月末，物流中心资产总计 12.36 亿元，所有者权益合计 3.52 亿元，负债合计 8.84 亿元；2020 年 1—3 月，物流中心实现营业总收入 0.14 亿元，净利润为 0.05 亿元，经营活动净现金流为 0.04 亿元。

(2) 象屿物业

象屿物业成立于 2011 年 1 月，曾用名厦门象屿高尚物业服务有限公司，由厦门象屿物流集团有限责任公司全额出资，截止 2020 年 3 月 31 日，注册资本为人民币 50.00 万元，为象屿集团的实际控制孙公司。

财务方面，截至 2019 年末，象屿物业资产总计 1.54 亿元，所有者权益合计 -0.01 亿元，负债合计 1.55 亿元；2019 年，象屿物业实现营业总收入 0.31 亿元，净利润为 -0.02 亿元，经营活动净现金流为 -0.01 亿元。

截止 2020 年 3 月末，象屿物业资产总计 1.48 亿元，所有者权益合计 -0.01 亿元，负债合计 1.49 亿元；2020 年 1—3 月，象屿物业实现营业总收入 0.07 亿元，净利润为 -2125.21 元，经营活动净现金流为 -0.05 亿元。

(3) 象屿投资

上海象屿投资管理有限公司成立于 2004 年 4 月，截止 2020 年 3 月 31 日，注册资本为人民币 8000.00 万元，系上海象屿置业有限公司的全资子公司，象屿集团的三级子公司。

财务方面，截至 2019 年末，象屿投资资产总计 3.33 亿元，所有者权益合计 0.72 亿元，负债合计 2.61 亿元；2019 年，象屿投资实现营业总收入 0.17 亿元，净利润为 0.01 亿元，经营活动净现金流为 0.11 亿元。

截止 2020 年 3 月末，象屿投资资产总计 3.28 亿元，所有者权益合计 0.72 亿元，负债合计 2.56 亿元；2020 年 1—3 月，象屿投资实现营业总收入 0.04 亿元，净利润为 -21.47 万元，经营活动净现金流为 0.03 亿元。

3. 其他参与机构

跟踪期内，资金保管机构兴业银行股份有限公司履约和履职能力情况良好，经营状况良好，财务状况稳健。受托机构平安信托有限责任公司财务状况良好，履约和履职能力稳定。

本次跟踪期内，触发一起“差额补足事件”，由差额支付承诺人厦门象屿支付差额补足款项 148.03 万元。未发生“违约事件”“受托机构解任事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体表现良好。

四、结论

联合资信对“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”交易项下差额补足人的信用水平、基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的关注。根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，经过跟踪评级测算和分析，联合资信确定维持“厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下 19 象屿 ABN001 优先 A 的信用等级为 AAA_{sf}，19 象屿 ABN001 优先 B 的信用等级为 AAA_{sf}。

上述 19 象屿 ABN001 优先 A 和 19 象屿 ABN001 优先 B 的评级结果反映了该资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得及时足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 厦门象屿主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	81.37	138.21	133.15	134.50
资产总额(亿元)	916.99	1159.74	1393.67	1590.00
所有者权益(亿元)	280.87	358.66	435.55	441.97
短期债务(亿元)	297.27	301.36	344.16	542.05
长期债务(亿元)	135.85	235.68	247.71	271.39
全部债务(亿元)	433.12	537.03	591.88	813.43
营业收入(亿元)	2140.89	2414.61	2841.82	680.95
利润总额(亿元)	24.30	30.15	34.66	5.12
EBITDA(亿元)	44.17	54.57	64.55	--
经营性净现金流(亿元)	-56.48	35.20	33.52	-181.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	72.51	49.06	38.11	--
存货周转次数(次)	6.78	6.83	7.20	--
总资产周转次数(次)	2.60	2.33	2.23	--
现金收入比(%)	115.32	113.07	107.94	114.90
营业利润率(%)	3.27	3.37	3.87	2.16
总资本收益率(%)	4.49	4.67	4.46	--
净资产收益率(%)	6.47	6.99	5.95	--
长期债务资本化比率(%)	32.60	39.65	36.25	38.04
全部债务资本化比率(%)	60.66	59.96	57.61	64.79
资产负债率(%)	69.37	69.07	68.75	72.20
流动比率(%)	136.17	139.27	127.15	124.18
速动比率(%)	71.85	72.61	71.85	69.03
经营现金流动负债比(%)	-11.59	6.37	4.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.34	2.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.81	9.84	9.17	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务计入短期债务及相关指标计算

附件 2 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	营业总收入/ (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	营业总收入/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	(营业总收入-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

附件 3 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“—”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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