

信用评级公告

联合〔2022〕2503号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿集团有限公司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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年四月二十二日

厦门象屿集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 4 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型（打分卡）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
			资本结构	2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市国有大型集团企业之一，近年来在区域地位、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的综合竞争优势。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）在多年的供应链管理与服务过程中积累了遍布全国的成熟稳定的业务渠道，并不断完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，能源化工、金属矿产和农产品业务量稳定增长，收入规模逐步扩大，综合服务能力不断增强。公司响应国家“一带一路”战略建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已基本完成投资并于 2020 年初首批投产，在建项目投资压力减轻；房地产业务收入结转情况良好，共同带动公司经营规模的增长。此外，公司持续获得财政拨款增厚权益，外部发展环境良好。同时，联合资信也关注到公司业务规模快速扩张推升资金需求，整体债务负担重、经营现金流量净额季节性波动大以及类金融业务逾期资金存在回收风险等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司供应链物流业务模式逐步完善，印尼镍钴冶炼工厂全面建成投产以及农产品深加工项目产能陆续释放，公司供应链物流及房地产、类金融等相关多元化产业间的协同效应、规模效应和叠加效应有望进一步释放，公司综合竞争力有望巩固。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。

厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司创造了良好的外部发展环境。公司是厦门市大型国有独资企业之一，近年来持续获得财政拨款转增

分析师：刘丙江 闫力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中

国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

资本公积，2020年获得各类财政拨款合计4.99亿元，2021年5月获财政拨款2.40亿元。

2. **象屿股份供应链物流收入规模和盈利能力不断提升。**近年来，子公司象屿股份基于较为完善的物流服务体系，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，核心产品业务量持续提升。
3. **重点项目首期顺利投产，产能充分释放后有望成为新的收入和利润增长点。**2020年初，公司响应国家“一带一路”战略建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已基本完成投资并部分投产，在建项目投资压力减轻。自2020年初首批投产以来，项目公司当年已实现收入69.72亿元，净利润3.26亿元；2021年1—9月实现营业收入106.11亿元，净利润15.51亿元。未来随着项目产能充分释放，将成为公司新的收入及利润增长点。
4. **现金类资产规模较大，未使用授信规模较充裕。**截至2021年9月底，公司剔除受限后的现金类资产余额为2847.99亿元，且持有较大规模银行理财产品、上市公司股票等；获各大银行等金融机构授信额度1832.36亿元，其中未使用的授信额度为767.79亿元，间接融资渠道畅通。公司下属子公司象屿股份为A股上市公司，直接融资便利。

关注

1. **经营活动现金流季节性波动大。**随着供应链业务规模扩张及房地产业务持续投入，公司存货、应收账款、预付款项和其他应收款对营运资金形成一定占用，经营活动现金流量净额随农产业务及大宗商品备货等季节性影响波动大。
2. **公司债务负担重，权益稳定性较弱。**随着物流资源布局、粮食深加工及海外项目投资，公司债务规模快速增长，截至2021年9月底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.59%、65.20%和40.24%，公司债务负担重。公司所有者权益中少数股东权益和永续债占比高，影响权益稳定性。此外，母公司债务负担很重，现金类资产余额较低，截至2021年9月底现金短期债务比为0.19倍，对短期债务的保障能力不足。
3. **非经常性损益波动影响利润稳定性。**受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响，资产减值损失和投资收益等非经常性损益对利润稳定性有一定影响。

4. 类金融业务中部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，存在资金回收风险。公司类金融业务中部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，截至 2021 年 9 月底，类金融业务逾期本金合计 10.45 亿元，累计计提减值准备 2.22 亿元，委托贷款逾期款项附有抵押物，但考虑到抵押物处置需要一定周期，仍存在一定资金回收风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	138.21	133.15	251.66	284.99
资产总额（亿元）	1159.74	1393.67	1700.25	2066.34
所有者权益（亿元）	358.66	435.55	475.78	545.67
短期债务（亿元）	301.36	344.16	526.31	655.11
长期债务（亿元）	235.68	247.71	278.15	367.29
全部债务（亿元）	537.03	591.88	804.46	1022.40
营业收入（亿元）	2414.61	2841.82	3748.35	3570.29
利润总额（亿元）	30.15	34.66	38.02	52.23
EBITDA（亿元）	54.57	64.55	79.72	--
经营性净现金流（亿元）	35.20	33.52	32.95	-66.19
营业利润率（%）	3.37	3.87	2.82	3.09
净资产收益率（%）	6.99	5.95	6.46	--
资产负债率（%）	69.07	68.75	72.02	73.59
全部债务资本化比率（%）	59.96	57.61	62.84	65.20
流动比率（%）	139.27	127.15	121.30	128.13
经营现金流动负债比（%）	6.37	4.80	3.53	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.51	0.55	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.34	2.74	2.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.84	9.17	10.09	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	301.17	290.96	375.30	373.19
所有者权益（亿元）	116.89	136.07	134.19	96.76
全部债务（亿元）	175.86	143.52	227.70	263.82
营业收入（亿元）	0.33	0.30	0.76	0.14
利润总额（亿元）	3.47	0.76	8.26	6.00
资产负债率（%）	61.19	53.23	64.24	74.07
全部债务资本化比率（%）	60.07	51.33	62.92	73.16
流动比率（%）	155.76	143.78	93.28	100.20
经营现金流动负债比（%）	2.27	-0.38	-4.55	--

注：2021 年 1-9 月财务数据未经审计，相关数据未年化；合并口径现金类资产中已剔除受限货币资金，合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务和全部债务；公司本部其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务及相关测算；2018-2021 年 9 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 93.00 亿元、116.90 亿元、111.53 亿元和 67.30 亿元

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/6/18	郭察理 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2016/7/5	景雪 刘嘉敏	贸易行业企业信用分析要点(2013年) 批发与零售行业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/5/15	景雪 周一鹤	贸易行业企业信用分析要点(2013年)	阅读全文
AA	稳定	2013/7/22	董懿洋 景雪	贸易行业企业信用分析要点(2013年)	阅读全文
A ⁺	稳定	2009/9/4	赵明 张成	企业主体评级方法(2009年)	阅读全文
A	稳定	2007/6/26	丁继平 赵明	债券资信评级方法(2003年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、该公司信用等级自 2022 年 4 月 22 日至 2023 年 4 月 21 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

厦门象屿集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府〔1995〕综 230 号）批准组建的国有企业集团，于 1995 年 11 月正式成立，初始注册资本 1.38 亿元。根据厦门象屿保税区管理委员会和厦门市财政局的相关批复，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，2019 年新增资本金 1.00 亿元，2020 年获得各类财政拨款合计 4.99 亿元（计入资本公积），2021 年 5 月获财政拨款 2.40 亿元（计入资本公积）。截至 2021 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.76 亿元，唯一股东和实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

2011 年 8 月，公司供应链业务核心子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”，证券简称“厦门象屿”，证券代码：“600057.SH”）成功借壳“ST 夏新”在上海证券交易所上市。截至 2021 年 9 月底，公司对象屿股份直接及间接持股比例合计 53.44%，无质押。

公司主营业务范围：以物流供应链为主业，辅以房地产开发及其他业务。

截至 2021 年 9 月底，公司本部内设党委办公室、财务部、资金部、投资管理部等部门（见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1700.25 亿元，所有者权益合计为 475.78 亿元（含少数股东权益 268.01 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 3748.35 亿元，利润总额 38.02 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 2066.34 亿元，所有者权益 545.67 亿元（含少数股东权益 358.23 亿元）；2021 年 1—9 月，公司

实现营业收入 3570.29 亿元，利润总额 52.23 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，国内统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年国内经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017—2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年国内社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑国内出口高增长。2021 年，国内货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，

创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在

年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 国内全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年国内经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出

2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效；积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年国内经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年国内经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

三、行业及区域经济环境

1. 供应链管理服务及物流行业

（1）行业概况

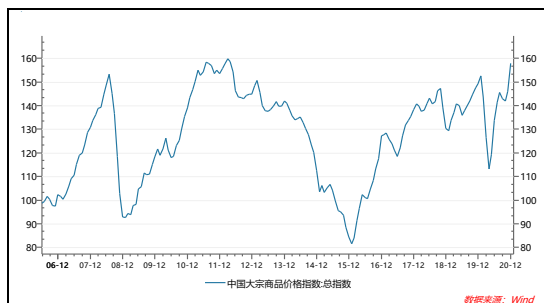
近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020 年以来，在疫情冲击下，中国大宗商品价格指数于 4 月降至全年低点，而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划，大宗商品价格指数快速上升，波动增长至历史高位。随着各国疫情防控常态化，未来将进入供需再平衡阶段，未来国际大宗商品价格全面持续上涨动能有限。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业

自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，截至 2019 年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度

较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高速增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

疫情爆发以来，诸多因素推动国内外大宗商品价格快速上涨。随着各国疫情防控常态化，未来将进入供需再平衡阶段，未来国际大宗商品价格全面持续上涨动能有限。国内固定资产投资增速放缓，对大宗商品需求偏弱。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

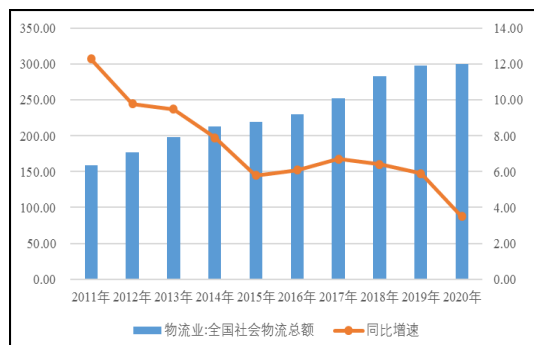
（2）物流行业

2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。疫情形势好转后全球需求复苏，但海运物流不畅、交付延误导致客户弃货，物流成本持续攀升侵蚀相关出口企业利润。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020 年全国社会物流总额 300.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和 2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一

步加快。

图2 近年来中国社会物流总额及增长情况
(单位: 万亿元)



注: 右坐标轴为同比增速

资料来源: Wind, 联合资信整理

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

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

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响,自2020年3月陆续复工以来,全国房地产市场景气度逐步回升。2021年1-9月,投资同比增长,但单月增速转负,竣工保持较高增长,新开工继续走弱;2021年

7月后单月销售同比转负,销售市场迎来下行期。

2020年初,新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆,对房企一季度销售进度产生较大影响。同时,对在建设项目复工产生一定影响,大部分房企自三月底陆续部分恢复建设,整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力,较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策,一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力,促进需求端复苏。自2020年3月以来,全国房地产市场景气度逐步复苏,开发投资增速逐月提升,销售额增速由负转正,销售面积跌幅逐月收窄。

房地产投资开发方面,2020年,全国房地产开发投资完成额14.14万亿元,累计同比增长7.00%,增速较2019年下降2.90个百分点,整体增速仍维持高位。其中,住宅开发投资完成额10.44万亿元,累计同比增长7.6%,增速相较于2019年下降13.90个百分点;办公楼完成投资额0.65万亿元,累计同比增长5.4%,增速相较于2019年提升2.60个百分点;商业营业用房完成投资额1.31万亿元,累计同比下降1.1%,相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面,2020年受年初新冠肺炎疫情的影响,整体施工进度有所放缓。具体来看,2020年房屋新开工面积22.44亿平方米,同比下降1.20%,一季度新开工面积大幅下滑,随着复工复产的持续推进,新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看,2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米,同比增长3.70%,增速相较2019年下降5.00个百分点;同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米,同比下降4.90%。

从销售情况来看,2020年,商品房销售面积17.61亿平方米,同比增长2.60%。其中,住宅销售面积15.49亿平方米(占87.96%),

同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2021 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 11.26 万亿元，累计同比增长 8.80%，增速较 2020 年 1—9 月高 3.20 个百分点，但较上半年下降 6.20 个百分点，其中单 9 月开发投资完成额同比下降 3.5%，为 2020 年 2 月以来首次转负。新开工方面，2021 年 1—9 月，房屋新开工面积 15.29 亿平方米，同比下降 4.50%，较前 8 月回落 1.3 个百分点，在拿地走弱下降幅扩大；竣工面积 5.10 亿平方米，同比增长 23.40%，较前 8 个月下降 2.60 个百分点，维持较高增长。

销售方面，2021 年 1—9 月，商品房销售面积 13.03 亿平方米，同比增长 11.30%；销售额 13.48 万亿元，同比增长 16.60%；同比虽有增长，但增速较前 8 个月分别下降 4.60 个百分点和下降 6.20 个百分点；销售出现下行。受调控政策持续、市场观望情绪较重影响，2021 年 7—9 月单月销售额同比增长分别为 -7.1%、-18.7% 和 -15.8%。

（2）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位。2021 年 1—9 月，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增

长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 1.73 万亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2021 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.37 亿平方米，同比下降 8.50%，土地成交价款 9379 亿元，同比增长 0.30%，受集中供地及贷款集中度管理影响，房地产开发企业拿地节奏有所变化。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。2021 年 1—9 月，房地产开发到位资金同比增长 11.10%，分项看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款增速分别为 -8.40%、6.10%、25.52% 和 10.75%，融资渠道收紧下，房地产开发企业资金对销售回款依赖继续加强。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—9 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81	18769.81	12.39
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10	59.12	0.04
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82	47211.79	31.17
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.31	53.27	85445.21	56.40

其中：定金及预收款	55418.16	33.39	61358.88	34.35	66546.83	34.46	56688.94	37.42
个人按揭	23643.06	14.25	27281.03	15.27	29975.81	15.52	24124.13	15.92
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.90	100.00	151485.92	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。2021年下半年以来发生的预售资金监管从严以及房企违约事件对国内房地产企业的融资产生负面影响。

2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济概况

厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，2020年经济运行保持平稳增长态势。经济

特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2020年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值（GDP）6384.02亿元，按可比价格计算，比上年增长5.7%。其中，第一产业增加值28.89亿元，增长2.5%；第二产业增加值2519.84亿元，增长6.1%；第三产业增加值3835.29亿元，增长5.5%。三次产业结构为0.4：39.5：60.1。厦门市全市户籍人口273.18万人，户籍人口城镇化率86.99%。全体居民人均可支配收入58140元，比上年增长4.1%。

工业方面，2020年厦门市全年规模以上工业增加值增长6.0%。全市规模以上工业企业2343家，其中产值超亿元企业814家，合计产值占规模以上工业的91.1%。电子、机械两大支柱产业共有规模以上工业企业1204家，占规模以上工业企业数的51.4%，合计工业产值占规模以上工业的67.7%。

固定资产投资方面，2020年厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长8.8%。分产业看，第一产业投资增长207.0%，第二产业投资增长12.3%，第三产业投资增长8.1%。工业投资增长12.9%，其中制造业投资增长8.6%。房地产开发投资增长17.4%。其中，住宅投资687.85亿元，增长23.0%；办公楼投资64.61亿元，下降34.6%；商业营业用房投资90.60亿元，增长3.0%。全市房地产房屋施工面积3616.04万平方米，下降11.6%；房屋新开工面积405.68万平方米，下降19.7%。

内贸方面，2020年厦门市社会消费品零售总额2293.87亿元，比上年增长1.6%。按消费形态分，商品零售1964.46亿元，增长2.6%；餐饮收入329.41亿元，下降4.3%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6915.77亿元，比上年

增长7.8%，其中出口3572.92亿元，增长1.2%；进口3342.85亿元，增长16.0%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。2020年，自贸区厦门片区位列全国营商环境排名的第15位，较2014年挂牌前上升46位，厦门市成为国家发改委发布的《中国营商环境报告》列明的全国营商环境标杆城市，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司注册资本和实收资本均为17.76亿元。公司是国有独资企业，唯一股东和实际控制人是厦门市国资委。公司股权未被质押。

2. 企业规模

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

公司为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市国有大型集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。经过多年的发展，公司已形成物流供应链服务、房地产、类金融及制造业等业务板块。

公司物流供应链业务运营主体为下属上市公司象屿股份。近年来，象屿股份及下属子公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，夯实提升多式联运能力，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系，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，核心产品业务量持续提升，收入

规模保持快速增长。2020年，象屿股份位列《福布斯》全球上市公司2000强第1574位；位列《财富》中国500强第37位，在“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第一。

公司房地产业务包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，运营主体为全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）。公司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、天津、福建南平及福州等区域。

公司于2013—2014年收粮季开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并以子公司黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）积极布局玉米深加工板块。公司类金融服务以厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“金象控股”）为运营主体，主要围绕实体经济、消费服务业、国家战略性新兴产业、集团产业及上下游客户，聚焦发展产业金融、消费金融和资产管理三大核心业务。

公司下属核心业务运营主体2020年和2021年1—9月财务数据见下表。2020年，象屿股份收入及利润规模同比提升，主要系公司深化供应链综合服务能力，黑色金属、铝产品、煤炭、农产品的业务量增加所致。象屿地产营业收入同比提升但利润下降明显，主要系房地产业务未形成规模化，收入结转及合作开发项目出让进度有一定波动所致。金象生化暂处于亏损状态，主要系属绥化工厂受到疫情影响，首年投产运营期间产能未充分释放、技术优势未充分显现所致，2021年1—9月已扭亏为盈；金象生化2020年底负债规模较上年底增长明显，主要系考虑到当期玉米原材料价格上涨，为满足绥化工厂新一年度生产计划加大采购量所致。PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS公司”）为印尼镍钴冶炼工厂项目公司，自2020年初首批投产以来，当年已实现收入69.72亿元和净利润3.26亿元，未来产能充分释放后有望成为公司新的利润增长点。

表 4 公司核心业务运营主体 2020 年和 2021 年 1-9 月财务数据

公司全称	业务性质	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	2020 年 (亿元)				2021 年 1-9 月 (亿元)			
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
厦门象屿股份有限公司	大宗商品采购供应及综合物流	53.44	21.57	873.65	265.09	3602.15	16.27	1033.49	282.02	3444.19	21.39
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00	31.82	260.49	71.21	71.33	8.06	395.02	112.47	27.44	1.10
厦门象屿金象控股集团 有限公司	类金融	100.00	43.80	154.61	70.12	12.65	6.25	160.96	82.86	9.98	5.36
黑龙江金象生化有限 责任公司	生产制造	59.12	17.00	156.49	32.61	75.87	-1.32	132.76	31.00	73.79	1.09
PT Obsidian Stainless Steel	生产制造	51.00	37.23	223.27	42.43	69.72	3.26	276.37	57.55	106.11	15.51

注：2021 年 3 月，公司发布公告称与中国农垦产业发展基金（有限合伙）（以下简称“中垦基金”）签订《战略投资及合作协议》，约定中垦基金通过大宗交易方式受让公司所持上市公司象屿股份 2.00% 股份，此次股权转让后，中垦基金成为象屿股份的战略投资者，公司控股地位不变；OSS 公司注册资本为 8.3 万亿印尼盾，按照 2021 年 6 月 8 日汇率换算为 37.23 亿元人民币

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高管人员从业及管理经验丰富，员工文化素质较高，有利于公司稳定长远发展。

截至2022年3月底，公司董事会成员共6名，其中董事长1名，副董事长1名，董事4名（含董事兼任总裁1名）；监事会成员5名，其中监事会主席1名、监事会副主席1名、股东监事1名、职工监事2名；非董事高级管理人员共5名。

张水利先生，55 岁，本科学历，现任象屿集团党委书记、董事长、厦门象屿董事长，1985 年 2 月至 1990 年 1 月任同安大嶝农行营业所会计、同安新圩农行营业所会计；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；厦门象屿集团有限公司贸易中心总经理、副总裁、总裁、党委副书记。

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

截至 2022 年 3 月底，公司（合并口径）员工总数 14452 人，构成见下表。

表 5 公司（合并口径）员工构成情况

项目		人数 (人)	占比 (%)
按教育程度划分	高中及以下	3732	25.82
	中专	1420	9.83
	大专、本科	8424	58.29
	研究生及以上	876	6.06
按职称划分	初级	351	2.43
	中级	509	3.52
	高级	125	0.86
	其他	13467	93.18
按年龄划分	30 岁以下	4028	27.87
	30-40 岁	6218	43.03
	40-50 岁	2889	19.99
	50 岁以上	1317	9.11
合计		14452	100.00

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1035020600240090T），截至 2022 年 4 月 12 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 2 笔次级类垫款、1 笔关注类垫款、4 笔关注类贷款、2 笔关注类贸易融资类贷款、6 笔关注类短期借款

和 1 笔关注类银行承兑汇票、9 笔关注类信用证；均系 2009 年之前发生。根据公司出具的说明，查证为银行内部系统与人行系统之间对接存在问题所致，以上业务均已正常结清。

截至 2022 年 4 月 21 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善，运行情况较好。

作为厦门市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，公司已按照《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。

厦门市国资委根据厦门市人民政府授权，对公司履行出资人职责，依法对公司的国有资产进行监督管理。公司不设股东会，由出资人对公司依法行使如下职权：决定公司经营方针和投资计划；按照有关规定和程序，任免公司董事长、副董事长、非职工代表担任的董事；任免公司监事会主席、非职工代表担任的监事；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或减少注册资本作出批复；修改公司章程等。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构。董事会成员由出资人按照有关规定和程序任免，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事会对出资人负责，行使下列职权：执行出资人决定，向出资人报告工作；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司的担保或反担保事项等。

公司设立监事会，由 5 名监事组成。其中：由出资人按照有关规定和程序任免监事会主席 1 名，监事 2 名；由公司职工代表大会选举产生的职工监事 2 名，其中监事会副主席 1 名。监事会职权为：检查公司财务；检查公司贯彻执行有关法律、法规、规章和公司章程的情况；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人有关规定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

2. 管理体系

公司制订有一整套内部管理和控制制度，内控管理较好。

公司本部设财务部、会计部、资金部、资本运营部、投资管理部等职能部门。为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度。

重大投资决策方面，公司制定了《投资管理暂行办法》并贯彻执行。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。

在业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，分别针对采购、销售等不同的业务循环，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，强化对业务处理过程中关键点的控制，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

在资金管理和控制方面，公司推行全面预算管理制度，建立《集团担保管理办法》、《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，对公司投资企业实行资金集约管理。公司投资企业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估，确保行业发展的资金需求，行业间资金额度不能串用。

在子公司管理方面，公司注重对子公司加强业务的管理控制，规范成员企业的经营行为，通过资金调配、贷款担保、财务审计与稽核和投资项目审批及业绩考核等手段，指导和影响成员公司的经营，减少成员企业在市场经营中的风险。严格的风险控制机制和科学的投资决策机制有效地规避了经营风险。

公司董事会下设经营管理班子、风险管理委员会及五大中心（行政中心、投资中心、财务中心、风险中心、信息中心），而风险管理委员会则独立于经营班子，直接受董事会领导，最高限度发挥风险管理职能。

六、经营分析

1. 经营现状

公司以物流供应链为主业，辅以房地产开发及其他业务。2018—2020 年，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，其他收入（主要是玉米深加工等制造业收入和类金融业务收入）对业绩形成良好支撑，带动整体收入和利润规模进一步提升。

2018—2020 年，公司经营规模持续扩张。2020 年，公司实现营业收入 3748.35 亿元，同比增长 31.90%；实现利润总额 38.02 亿元，同比增长 9.70%。从收入构成来看，2020 年物流供应链业务占营业收入的比重为 96.10%，是最主要的收入贡献来源。2020 年，公司实现物流

供应链收入 3602.15 亿元，同比增长 32.23%，主要系运营主体象屿股份深化供应链综合能力，黑色金属、铝产品、煤炭、农产品的业务量增加所致。房地产业务 2020 年收入同比增长 10.45%，主要受项目结算的周期影响。其他收入 2020 年进一步增长至 74.88 亿元，在营业收入中的占比提升至 2.00%，主要系玉米深加工、印尼镍钴冶炼工厂等制造业相关收入增加所致。

从毛利率来看，2018—2020 年，公司毛利率有所波动。2020 年，公司毛利率为 2.83%，同比下降 1.57 个百分点。其中，公司物流供应链业务毛利率为 1.95%，同比下滑 1.15 个百分点，主要系受新收入准则影响，商品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，以及疫情、高速公路过路费减免、国际油价低位震荡等因素影响铁路物流盈利能力所致；房地产业务毛利率同比下降 28.20 个百分点至 13.54%，主要是由于当期结算江苏、重庆项目土地成本较高，毛利率较低所致；公司其他业务毛利率当期同比略有提升，为 34.86%。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 3570.29 亿元，同比增长 30.38%；实现利润总额 52.23 亿元，同比增长 164.54%，主要系供应链业务效益提升，房地产项目结转良好，同时印尼不锈钢项目、金象生化等制造业企业利润增长所致。其中，物流供应链业务收入同比增长 27.87%，延续增长态势；房地产业务结转收入 27.44 亿元（上年同期为 16.22 亿元），同比大幅增长；其他业务实现收入 98.66 亿元，同比增长 245.93%。当期公司综合毛利率为 3.14%，同比提升 0.94 个百分点。

表 6 近年来公司营业收入构成及毛利润情况

业务种类	2018 年				2019 年			
	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)
物流供应链	2340.08	96.91	64.38	2.75	2724.12	95.86	84.50	3.10

房地产	29.88	1.24	9.40	31.47	64.58	2.27	26.95	41.74
其他	44.66	1.85	12.63	28.29	53.12	1.87	13.46	25.33
合计	2414.61	100.00	86.41	3.58	2841.82	100.00	124.92	4.40
业务种类	2020 年				2021 年 1-9 月			
	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利润(亿元)	毛利率(%)
物流供应链	3602.15	96.10	70.18	1.95	3444.19	96.47	77.94	2.26
房地产	71.33	1.90	9.66	13.54	27.44	0.77	3.28	11.96
其他	74.88	2.00	26.10	34.86	98.66	2.76	30.86	31.28
合计	3748.35	100.00	105.94	2.83	3570.29	100.00	112.09	3.14

注：其他业务主要包括制造业（玉米深加工和印尼镍铁加工项目）及类金融业务，2020 年，其他收入包括类金融收入 12.65 亿元、深加工收入 75.87 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 69.72 亿元；物流供应链业务收入为象屿股份收入合计数

资料来源：公司提供

2. 物流供应链

近年来，公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，围绕产业链不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系，能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动大宗商品采购分销及物流服务收入快速增长。

公司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。

大宗商品采购分销及物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为象屿股份及其下属子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。大宗商品采购分销及

物流服务主要指通过汇聚产业链上下游客户的需求，整合形成从上游原料采购到下游产品销售的全程供应链综合服务平台，为客户提供采购分销、门到门全程物流、库存管理、供应链金融、信息咨询等全价值链流通服务。

（1）大宗商品采购分销

在多年的业务开展过程中，公司大宗商品采购分销业务盈利来源从单一赚取商品价格波动差价，逐步衍生为综合服务收益（涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益等），并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。

公司经营的核心产品金属矿产、能源化工和农产品三者合计收入占贸易业务收入的 98% 左右，其中，金属矿产类收入贡献占 60% 以上。

表7 公司大宗商品采购分销业务产品分类收入构成情况

商品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-9 月	
	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
能源化工	647.27	28.63	676.25	25.63	760.46	21.71	754.69	22.52
金属矿产	1404.95	62.15	1699.85	64.42	2325.08	66.38	2283.68	68.15
农产品	171.50	7.59	233.07	8.83	397.38	11.34	297.25	8.87
其他	36.75	1.63	29.38	1.11	19.99	0.57	15.51	0.46
合计	2260.47	100.00	2638.55	100.00	3502.91	100.00	3351.13	100.00

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采和其他非吨核算的商品

资料来源：公司提供

在采购定价上,公司推动长约形式的合作,同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨,通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大,公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2020年,公司前五大供应商采购额合计756.08亿元,占采购总额的比重分别为21.25%,集中度一般。公司与上游供应商的结算方式主要包括银行承兑汇票、信用证和预付款(款到发货)方式,预付款对象主要为规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。

下游销售方面,公司客户包括流通型客户

和产业型客户,根据不同的业务品种,主要销售渠道分布和销售方式见下表。公司与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式,少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金,且如果交易货物价格大幅波动,公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时,公司为确保控制货权,对所采购的货物均要求储存在指定的仓库,下游客户交付剩余货款后方可提货。2020年,公司前五大客户销售额合计410.44亿元,占销售总额的比重分别为11.40%,集中度一般。

表8 公司大宗商品采购分销业务主要业务品种销售渠道分布情况

业务品种	主要产品	销售渠道分布	销售方式
能源化工	塑料原料(PE、PP、PVC等); 有机化学品(甲醇、甲苯等); 聚酯原料(PTA、MEG等); 煤炭	以河北、上海、福建、广东、杭州等地区为核心,依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络。	直接销售给下游厂家为主。一部分MEG与市场中主要的贸易商建立联系渠道,作为备用销售渠道。
金属矿产	钢铁;有色金属;矿产、矿砂	主要分布在华东、华北、华中和华南区域。华东地区以江、浙、沪为主,上海作为分销中心;华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主;华中地区以河南为主,向周边区域延伸;华南地区以广东为主,向周边区域延伸。此外,公司还将销售渠道拓展至西安及周边地区。	直接销售给下游厂商为主,部分采用分销或者对锁方式。
农产品	粮食谷物(玉米、水稻、大豆)、 食品原料(油脂、白糖、奶粉); 饲料原料(鱼粉、乳清粉等); 林产品(原木、锯材、木浆等)	玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心整合黑吉辽蒙四省的种植资源,通过在渤海湾建立销售中心,为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供优质粮食资源; 饲料原料类以上海、天津、广州各分公司为依托,辐射华东华中、华北、东北、西北、华南西南各地市场; 油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心,分别向华南、华东、华北和福建市场进行全方位辐射,市场遍布全国主要油脂消费大省。	直销给下游重点客户,一部分向贸易商销售。

资料来源:公司提供

(2) 大宗商品物流服务

公司基于“以流促贸、以贸促流”的发展思路,持续推进大宗商品采购分销服务和物流服务的横向协同,构建并逐步完善包含综合物流服务、农产品物流服务和铁路物流服务等在内的网络化物流体系。公司大宗商品物流服务收入构成见下表。

表9 近年来公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况

	2018年		2019年		2020年	
	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)
综合物	37.73	9.86	35.13	10.43	43.23	11.38

物流服务						
农产品物流服务	9.77	60.74	7.76	61.23	5.68	55.41
铁路物流服务	8.81	20.10	12.88	27.25	8.66	13.38

资料来源:联合资信根据公司提供资料整理

综合物流服务

公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施,为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系。近年来,公司在“一带一路”沿线(“中国—印尼”及延伸至东南亚)的国际物流线路以及长江及沿海T

型水域的运输货量保持扩张。2020 年，公司实现综合物流服务收入为 43.23 亿元，同比增长 23.06%。

农产品物流服务

公司农产品物流服务业务经营主体主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）。公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费；同时通过经营粮食临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。截至 2020 年底，公司粮食仓容能力超过 1500 万吨（其中自有粮食仓容约 1260 万吨），管理国储粮食库存总量约 500 万吨（其中水稻库存近 85%），剩余仓容主要用于储存贸易粮，全年平均仓容使用率在 60%以上。

铁路物流服务

公司以象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局。盈利模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等，主要运输品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。2021年1月，象道物流出资3.88亿元收购位于新疆昌吉的铁路专用线4条。2020年，受疫情等因素影响，象道物流铁路运输货量及物流服务收入同比有所下降。

公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。

3. 房地产

2018—2020 年，公司房地产业务收入持续增长，土地储备较为充足，业务可持续性良好。房地产开发投资规模有一定波动，尚需投资规模较大，存在一定资金压力。

公司房地产业务主要由象屿地产运营，房地产业务包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等。公司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、天津、福建南平及福州等区域。因公司房地产业务尚未形成规模化，拿地开发及项目结转有一定波动性。

2020 年，公司结转房地产收入 71.33 亿元，同比增长 10.45%，主要为位于重庆（24 亿元，占 35%）和位于江苏（43 亿元，占 62%）的项目结转。公司当期实现签约销售额 96.50 亿元，同比有所下降，签约销售项目主要位于上海、苏州、常熟、昆山、重庆、天津和南平。

公司主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动，一般以 12~15 个月为开发上市周期，在同一区域进行滚动开发。2020 年，公司房地产开发投资额为 44.05 亿元（其中，非并表项目 21.88 亿元、并表项目 22.17 亿元），较 2019 年投资规模（92.72 亿元）大幅收缩。

表 10 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
房屋竣工面积（万平方米）	65.24	68.43	118.21	38.67
房屋销售面积（万平方米）	49.39	49.97	45.56	51.42
新增土地储备（万平方米）	6.93	18.23	10.00	73.44
平均销售单价（万元/平方米）	2.48	2.05	2.12	2.65
签约销售额（亿元）	122.46	102.87	96.50	136.06
房地产开发投资（亿元）	59.24	92.72	44.05	118.35

注：表中数据包含未并表的开发合作项目数据（100%纳入）；表中数据为全口径，非权益口径；新增土地储备面积为用地面积口径，非建筑面积；房地产开发投资包含拿地支出

资料来源：公司提供

土地储备方面，2018—2020 年，公司分别新增土地储备 6.90 万平方米和 18.23 万平方米和 10.00 万平方米；2021 年前三季度，公司新增土地储备 73.44 万平方米。其中，2020 年新增土地储备主要位于唐山，2021 年前三季度新增土地储备主要位于张家港、重庆、福州、太

仓、上海和昆山等地。截至 2021 年 9 月底，公司土地储备（全口径，未售计容建筑面积）380.37 万平方米；区域分布方面，天津占 29.99%、苏州占 18.22%、福州占 19.35%、南宁占 8.25%、重庆占 5.49%、唐山占 5.09%，宁德占 2.53%，上海占 2.38%，南京 3.03%，绍兴占 5.68%。

截至 2021 年 9 月底，公司房地产项目²总建筑面积 1133.18 万平方米，计划总投资额 1114.98 亿元，已投资 826.71 亿元，尚需投资 288.27 亿元（含非并表项目 153.71 亿元、并表项目 97.97 亿元），存在一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2021 年 9 月底，象屿地产在厦门、上海和昆山持有三处商业物业，为厦门自贸金融中心、上海象屿大厦和昆山两岸贸易中心，项目总可租面积合计 12.15 万平方米。2018—2020 年，象屿地产自持物业收入分别为 0.69 亿元、0.93 亿元、1.13 亿元，2021 年 1—9 月实现租金收入 1.28 亿元。

作为厦门市国资委下属企业，公司承担了厦门市部分市政配套项目建设任务，在填海造地、市政道路、水工工程等领域具备领先的技术水平并发挥着重要作用，运营主体为下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司。截至 2021 年 9 月底，公司承担的在建代建项目有集美北路（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，上述代建项目投资总额 80.86 亿元，其中未竣工的代建项目总投资 39.97 亿元，已付金额 24.78 亿元，资金来源全部为财政资金。代建中的工程款由业主支付，公司不承担项目的融资职能，并以实际总投资额的 0.4%~3%收取代建费用。截至 2021 年 9 月底，公司累计实现代建收入 7440.00 万元。

4. 其他业务

其他收入主要包括金象控股类金融业务收入

入，及玉米深加工、印尼镍钴冶炼等制造业收入。近年来，公司类金融业务规模增长较快，部分逾期委托贷款及小贷业务逾期金额较大且未全额计提减值准备，逾期部分仍存在资金回收风险；玉米深加工业务销售收入同比大幅增长，但现阶段产能仍未充分释放，盈利能力一般；印尼镍钴冶炼项目 2020 年初投产以来收入、利润贡献情况良好，公司固定资产投资压力减轻。

其他业务主要包括金象控股为主体开展的类金融业务，及玉米深加工、印尼镍钴冶炼等制造类业务。从收入构成³来看，2020 年，其他收入包括类金融收入 12.65 亿元、深加工收入 75.87 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 69.72 亿元；2021 年 1—9 月，其他收入主要包括类金融收入 9.98 亿元、深加工收入 73.79 亿元和印尼镍铁项目产成品销售收入 106.11 亿元。

（1）类金融业务

公司类金融业务主要运营主体为金象控股及其下属厦门象屿融资担保有限责任公司（拥有融资性担保许可证，以下简称“象屿担保”）、厦门象屿金象融资租赁有限公司、深圳象屿商业保理有限责任公司、厦门象屿小额贷款股份有限公司（以下简称“小额贷款公司”）和厦门象屿资产管理运营有限公司（以下简称“象屿资产”）等子公司。

金象控股业务收入主要来自产业金融（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等方式体现）收入、消费金融（主要是小贷公司及二手车融资租赁）收入、资产管理（主要是不良资产包处置）收入及传统类业务等，其中产融业务客户对象主要为集团内部产业相关的上下游企业。2020 年，金象控股实现营业收入 12.65 亿元，同比增长 91.34%，其中产业金融、消费金融和资产管理业务收入均增长明显；实现净利润 6.25 亿元，同比增长 90.55%。2021 年 1—9 月，金象控股实现营业收入 9.98 亿元，同比增长

² 未建未售、在建未售、在建在售、完工在售、完工售罄的并表和非并表项目全额计入。

³ 因合并抵消产生的收入抵减均在其他板块反映，其他收入合计数和单体公司分项加总数有较大差异。

40.57%；实现净利润5.36亿元，同比增长20.03%。

表 11-1 金象控股业务收入构成情况

主营业务	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
产业金融	1.68	35.22	2.58	39.09	5.20	41.14
消费金融	0.64	13.42	1.50	22.73	2.45	19.38
资产管理	0.77	16.14	1.69	25.61	4.56	36.08
其他	1.69	35.43	0.82	12.42	0.43	3.40
合计	4.77	100.00	6.60	100.00	12.64	100.00

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

表 11-2 金象控股类金融业务资产余额构成情况
(单位：亿元)

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
不良资产包账面余额	6.58	19.96	20.34
其中：自营资产包	6.58	13.85	11.36
垫资包	0.00	6.11	8.98
委托贷款在贷余额	28.58	38.96	45.51
其中：产业金融在贷余额	17.44	29.51	36.36
其他委托贷款在贷余额	11.15	9.45	9.15
保理业务余额	15.61	27.11	34.14
小贷业务余额	4.68	7.06	6.40
融资租赁业务余额	4.22	8.71	13.71

注：不良资产包账面余额与审计报告账务处理有一定差异，本表中为业务口径，垫资包客户缴纳的 30% 的保证金不体现在资产包账面余额中，而审计报告口径垫资包是按垫资包总额计入
资料来源：公司提供

截至2020年底，金象控股资产构成中委托贷款、保理业务形成的业务余额合计79.93亿元。截至2020年底，象屿担保对外担保余额为6.27亿元（含工程担保余额5161.32万元，阶段性担保在保余额20129.25万元，经济合同履约担保余额37405.00万元）。截至2021年9月底，象屿担保对外担保余额为5.38亿元，较上年底减少0.89亿元，未出现代偿情形。

截至2021年9月底，金象控股类金融业务逾期金额合计10.45亿元，累计计提减值准备2.22亿元。2020年，金象控股新增逾期金额为0.925

亿元；2021年1—9月，金象控股无新增逾期金额。上述逾期主要产生于前期投入的非产融类其他委托贷款，均附有抵押物，且正通过法律诉讼、处置抵押物等手段进行追偿，考虑到诉讼和资产处置周期偏长，金象控股类金融业务逾期规模较大且未全额计提减值准备，逾期部分仍面临一定资金回收风险。2020年和2021年1—9月，金象控股收回逾期本金金额分别为2317.12万元和3687.00万元。

此外，公司也进行股权投资和基金投资，涉及二级市场定增，金融类股权如国都证券股份有限公司（以下简称“国都证券”）、兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）、厦门农村商业银行股份有限公司，与公司主业相关联的公司如厦门集装箱码头集团有限公司等（详见财务分析）。2020年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计1.95亿元。公司所持变现能力良好的上市公司股权等金融资产对公司偿债能力形成一定支撑。

(2) 玉米深加工业务

公司玉米深加工板块运营主体为金象生化，主要运营富锦产业园、北安产业园、绥化产业园三大园区，产品包含淀粉、淀粉糖、氨基酸、生物发酵饲料等，广泛应用于制糖、造纸、纺织、食品、医药、啤酒发酵、饲料等行业。金象生化下属金象生化富锦项目（85万吨玉米深加工）和北安项目（85万吨玉米深加工），承担120万吨淀粉深加工项目；下属绥化项目（150万吨玉米精深加工）形成以酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖70万吨及30万吨发酵用糖，以发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸10万吨、年产色氨酸1万吨。目前，金象生化的色氨酸、结晶糖、苏氨酸的产能分别位居全国第一位、第二位和第四位；商品淀粉的流通量位居全国第三位。

2020年，金象生化营业收入同比大幅增长，但因产能未完全释放、装置技术优势未完全体现等原因，净利润暂处于亏损状态。2021年前

三季度,随着绥化项目投产以来生产的稳定性、产品质量逐步提高,产品销售渠道逐步打开,绥化工厂已实现扭亏为盈,推动金象生化前三季度实现营业收入 73.79 亿元,净利润转为盈利 1.09 亿元(上年同期为-8931.29 万元)。

表 12 金象生化深加工项目产销情况以及经营指标
(单位:万吨、亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
富锦	产量	78.00	79.00
	销售收入	16.44	17.45
北安	产量	76.00	82.00
	销售收入	16.23	17.42
绥化	产量	/	60.00
	销售收入	/	1.65
合计	产量	154.00	221.00
	销售收入	32.67	36.52
金象生化	营业收入	33.15	37.34
	净利润	0.46	-0.95

注:产品销售收入与营业收入的差异为其他非主营业务收入
资料来源:公司提供

(3) 印尼镍钴冶炼工厂项目

公司下属子公司 OSS 公司建设的印尼镍钴冶炼工厂是国家发改委“一带一路”重点项目,整体建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4000 万吨多功能码头。2020 年初,项目首批已投产 3 台 AOD 炉及 3 台钢坯连铸机投产,已形成炼钢产能约 150 万吨。2020 年, OSS 公司合计生产钢坯 80 万吨、销售产成品钢坯 75 万吨,主要销往中国境内,实现销售收入 69.72 亿元,净利润 3.26 亿元;2021 年 1—9 月, OSS 公司实现营业收入 106.11 亿元,净利润 15.51 亿元。

印尼镍钴冶炼工厂项目预计于 2021 年内全面达产,实现设计产能 250 万吨/年,预计 2021 年全年产量可达到 200 万吨,产能充分释放后有望成为公司新的利润增长点。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2018—2020 年,公司销售债权周转次数逐年有所下降,存货周转次数和总资产周转次数均呈波动上升趋势。2020 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 37.33 次、9.14 次和 2.42 次。同行业企业对比来看,公司应收账款、存货及总资产周转次数高于同行业企业中位数水平,净营业周期短于同行业企业中位水平,经营效率较高。

表 13 同行业企业 2020 年经营效率指标对比

(单位:次、天)

公司全称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	净营业周期
厦门国贸控股集团有限公司	71.90	8.27	3.15	42.82
厦门建发集团有限公司	43.12	2.11	1.14	153.17
物产中大集团股份有限公司	44.51	18.20	4.04	20.83
江苏苏美达集团有限公司	13.14	15.58	2.31	27.82
中位数	43.82	11.93	2.73	35.32
厦门象屿集团有限公司	49.91	9.14	2.42	32.47

注:Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异,为便于与同行业公司比较,本表统一采用 Wind 数据

资料来源:Wind,联合资信整理

6. 在建项目及未来发展

2020 年初,公司建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已部分投产,未来项目投资压力减轻。但考虑到公司主营供应链服务、房地产和类金融业务均属资金密集型业务,未来资金压力将持续存在。

(1) 在建项目

截至 2021 年 9 月底,除房地产项目以外,公司在建项目主要包括印尼镍钴冶炼工厂项目、象屿集团大厦等,主要在建项目计划总投资合计 172.90 亿元,已完成投资 149.14 亿元。其中,印尼镍钴冶炼工厂项目计划总投资 140.49 亿元,截至 2021 年 9 月底投资进度达 97.54%且已部分投产,未来项目投资压力减轻。

表 14 截至 2021 年 9 月底公司主要在建项目情况（不含房地产项目）（单位：亿元）

项目名称	项目简介	计划总投资	投资进度	已投资	尚需投资
镍钴冶炼工厂项目	响应国家“一带一路”战略，积极拓展海外市场，公司拟在印度尼西亚合作投资设立年产 250 万吨不锈钢的一体化冶炼项目，充分利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产，成品供应全球市场。公司持股 51%。	140.49	97.54%	137.04	3.45
象屿集团大厦	象屿集团大厦工程占地面积约 17497 平米，总建筑面积约 97714 平米，其中地上建筑面积约 62900 平米、地下建筑面积 34814 平米，容积率 3.6，绿化率 20%，建筑密度 46.27%，建筑高度 47.7 米，地下停车位约 720 个。	13.07	52.00%	6.80	6.28
东南智慧供应链产业园	项目紧紧抓住消费升级的历史机遇，将传统的、割裂的 2B 或 2C 的环节进行协同运营，开辟 S2B2C 的创新业务模式。项目建设干冷结合的仓储设施（含多温层冷库、生鲜加工、中央厨房），通过整合上游供应商，依托项目整合的城际配载、城市配送和快递集散分拨的三张网络，实现集展示交易、流通加工、仓配一体的民生物资新零售基地，为民生物资区域经销企业提供集采购、交易、物流、结算和配套金融等一体化供应链流通服务。	16.86	20.23%	3.41	13.45
息烽象道货场建设项目	息烽象道物流有限公司目前将自有的 200 亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，未来将拥有自有铁路专用线三条以及 8 万平方米左右仓库。	2.48	76.45%	1.90	0.58
合计	--	172.90	--	149.14	23.76

注：厦门大嶝对台小额商品交易市场作为政府规划内项目，未来公司将配合政府规划要求调整投资进度

资料来源：公司提供

（2）未来发展

根据新一轮的战略规划目标，“六五”期间公司将致力于成为具有全球竞争力的、以供应链为核心的综合性投资控股集团。以供应链为核心，聚焦全球性核心竞争力的构建；着力构建国内与国际资源整合的结合点、价值链与产业链的协同点；不断提升各方资源的整合力、相关产业的引领力、卓越服务的影响力。力争在全球供应链服务领域达到经营管理水平一流、运营效率一流、创新能力一流、人才队伍一流。坚持“立足供应链、服务产业链、创造价值链”的战略思维；以资本为工具，以投资为手段，从投资驱动向价值驱动转变；最大化整合资源，实现协同效应、规模效应和叠加效应，服务于供应链及相关多元化产业。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计；公司提供了2019—2020年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具标准无保留意见的审计结论。公司2021年1—9月财务报表未经审计。

合并范围方面，2019年，公司纳入合并范围内子公司较上年减少6家，因非同一控制下企业合并增加子公司1家。2020年，公司合并范围内二级子公司因新设增加厦门象屿鑫城开发有限责任公司、厦门象屿智慧供应链有限公司等7家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1700.25 亿元，所有者权益合计为 475.78 亿元（含少数股东权益 268.01 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 3748.35 亿元，利润总额 38.02 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 2066.34 亿元，所有者权益 545.67 亿元（含少数股东权益 358.23 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 3570.29 亿元，利润总额 52.23 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额快速增长，构成仍以流动资产为主。流动资产中存货和预付款项规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，形成一定资金占用。公司资产受限比例尚可，现金类资产余额较充裕，且持有较大规模银行理财产品、上市公司股票等，对偿债能力形成支撑。

2018—2020 年末,公司资产总额快速增长,年均复合增长 21.08%,截至 2020 年底,公司资产总额为 1700.25 亿元,较上年底增长

22.00%;公司资产总额中流动资产占 66.53%,非流动资产占 33.47%。公司资产以流动资产为主。

表 15 近年来公司主要资产构成情况

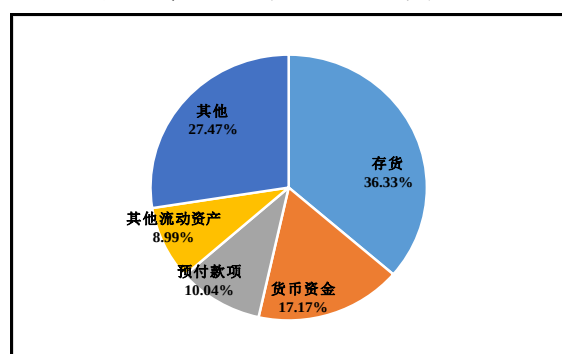
科目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 9 月	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	769.43	66.35	887.52	63.68	1131.21	66.53	1450.22	70.18
货币资金	142.24	18.49	125.42	14.13	194.24	17.17	258.06	17.79
应收账款	48.11	6.25	56.41	6.36	93.79	8.29	108.51	7.48
预付款项	69.71	9.06	85.85	9.67	113.58	10.04	201.10	13.87
其他应收款	40.80	5.30	62.55	7.05	89.96	7.95	104.64	7.22
存货	368.27	47.86	386.01	43.49	410.98	36.33	563.49	38.86
非流动资产	390.31	33.65	506.15	36.32	569.05	33.47	616.12	29.82
长期股权投资	65.74	16.84	77.38	15.29	77.88	13.69	86.16	13.98
投资性房地产	26.01	6.66	30.08	5.94	29.59	5.20	28.68	4.65
固定资产	119.66	30.66	158.96	31.41	197.58	34.72	198.68	32.25
在建工程	68.86	17.64	118.56	23.42	115.55	20.31	108.01	17.53
资产总额	1159.74	100.00	1393.67	100.00	1700.25	100.00	2066.34	100.00

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

(1) 流动资产

2018—2020 年末,公司流动资产快速增长,年均复合增长 21.25%,截至 2020 年底,公司流动资产为 1131.21 亿元,较上年底增长 27.46%,主要来源于经营规模扩张带来的货币资金、存货和预付款项的增长。

图 3 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末,公司货币资金波动增长,年均复合增长 16.86%,截至 2020 年底,公司货币资金为 194.24 亿元,较上年底增长 54.87%,主要是年末供应链和地产业务加快各

类商品的销售去化回款力度以及净融资规模增加所致。构成上,主要为银行存款(占 80.10%)、其他货币资金(占 19.84%)和少量库存现金。其中,使用受限货币资金为 40.05 亿元(年初受限货币资金为 41.20 亿元),包括保证金 24.32 亿元、定期存款 12.26 亿元和预售监管账户资金 3.39 亿元等,受限规模较大。

2018—2020 年末,公司交易性金融资产快速增长,年均复合增长 7441.89%,截至 2020 年底,公司交易性金融资产大幅增长为 52.36 亿元,较上年底增长 119.50%,主要是年末时点性资金存量盈余增加,公司通过银行短期理财产品提升资金收益。构成上主要为理财产品 51.75 亿元(较上年底增加 28.74 亿元,其中象屿股份理财产品为 48.84 亿元);用于质押而受限的交易性金融资产合计 25.02 亿元。

2018—2020 年末,公司应收票据不断增长,年均复合增长 14.38%。截至 2020 年底,公司应收票据为 25.57 亿元,较上年底变化不大;构成上包括商业承兑汇票 19.81 亿元和银行承兑汇票 5.76 亿元,公司累计计提坏账准备 0.20

亿元。

2018—2020 年末,公司应收账款快速增长,年均复合增长 39.63%,截至 2020 年底,公司应收账款为 93.79 亿元,较上年底增长 66.28%,主要是本年供应链业务整体规模扩大,相应的应收账款增加所致。账龄分布来看,一年以内的应收账款账面余额的占比为 93.71%,账龄较短;累计计提坏账准备 5.17 亿元,计提比例 5.22%;公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的 30.06%,均非公司的关联企业,集中度尚可。

表 16 截至 2020 年底应收账款期末余额前五名单位情况

客户	账面余额(万元)	占比(%)
客户一	112568.38	11.38
客户二	94843.67	9.58
客户三	54731.83	5.53
客户四	18334.67	1.85
客户五	17037.00	1.72
合计	297515.54	30.06

资料来源:公司提供

2018—2020 年末,公司预付款项快速增长,年均复合增长 27.64%,截至 2020 年底,公司预付款项为 113.58 亿元,较上年底增长 32.30%,主要是本年供应链业务规模扩大,预付款采购结算量增加所致;其中账龄在一年以内的占 98.51%;期末余额前五大合计占余额的 37.48%,其中对第一名预付款项余额 23.01 亿元,集中度较高。

表 17 截至 2020 年底预付款项期末余额前五名单位情况

单位名称	账面余额(万元)	账龄	占比(%)
第一名	230134.01	1 年以内	20.26
第二名	108768.84	1 年以内	9.58
第三名	31990.27	1 年以内	2.82
第四名	29368.01	1 年以内	2.59
第五名	25412.88	1 年以内	2.24
合计	425674.02	--	37.48

注:前五大均非关联方
资料来源:公司提供

2018—2020 年末,公司其他应收款(合计)快速增长,年均复合增长 48.48%,公司其他应收款主要包括对房地产项目合作股东的利润预付、对合资公司合作项目运营款的支付及预付拍地保证金等。截至 2020 年底,公司其他应收款(合计)为 89.96 亿元,较上年底增长 43.81%,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 72.04%,1~2 年的占 12.48%,2~3 年的占 4.54%,3 年以上的占 10.94%,存在部分账龄较长的款项;公司累计计提坏账准备 5.92 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 42.97%,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 18 截至 2020 年底其他应收款期末余额前五名单位情况

单位名称	金额(万元)	账龄	占比(%)	性质
第一名	113096.90	1 年以内	11.99	往来款
第二名	99731.75	1 年以内	10.57	关联方往来
第三名	71812.00	1 年以内 66600 万; 1-2 年 5212 万	7.61	关联方往来
第四名	65369.75	1 年以内 1880.34 万; 1-2 年 63489.41 万	6.93	关联方往来
第五名	55350.93	1 年以内	5.87	往来款
合计	405361.34	--	42.97	--

资料来源:公司提供

2018—2020 年末,公司存货有所增长,年均复合增长 5.64%,截至 2020 年底,公司存货为 410.98 亿元,较上年底增长 6.47%;公司累计计提存货跌价准备 6.74 亿元,整体计提比例为 1.61%。公司存货的构成项主要是原材料、库存商品和房地产开发成本及产品,2020 年末,上述四项在存货账面余额中的占比分别为 21.07%、50.56%、11.21%和 14.73%,占比合计为 97.56%。

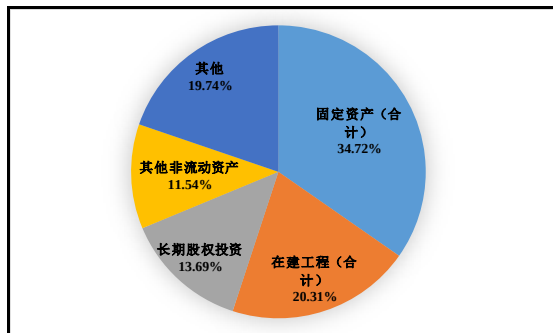
2018—2020 年末,公司其他流动资产有所增长,年均复合增长 25.81%。截至 2020 年底,公司其他流动资产 101.65 亿元,较上年底增长 1.08%,主要包括委托贷款 3.91 亿元、贷款业务 45.99 亿元、资产包 20.22 亿元,以及待抵扣

税费 18.37 亿元、理财资金 8.06 亿元等。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 20.75%，截至 2020 年底，公司非流动资产 569.05 亿元，较上年底增长 12.43%，主要源于固定资产和在建工程的持续投入；非流动资产主要构成包括长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产等。

图 4 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司可供出售金融资产波动下降。截至 2020 年底，公司可供出售金融资产账面价值 14.30 亿元，较上年底增长 4.01%；其中，可供出售债务工具 3.69 亿元，可供出售权益工具 10.61 亿元（按公允价值计量的为 0.64 亿元；按成本计量的为 9.97 亿元，包括厦门天马显示科技有限公司 3.40 亿元和中国文化产业投资基金二期 4.50 亿元等）。

2018—2020 年末，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 8.84%，截至 2020 年底，公司长期股权投资为 77.88 亿元，较上年底增长 0.64%，包括对合营企业投资 33.67 亿元和对联营企业投资 44.21 亿元等；累计计提减值准备 600.00 万元。公司长期股权投资范围包括物流、房地产、码头等领域的企业。2020 年，公司对长期股权投资权益法下确认的投资收益 5.93 亿元，被投资单位宣告发放现金股利或利润 5.59 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

表 19 截至 2020 年底公司长期股权投资前五大标的

名称	持股比例（%）	账面价值（万元）
苏州象屿地产有限公司	50.00	136422.32
厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	90405.75
厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	73835.61
Crystal Idea Management Limited	50.00	66585.06
江苏象屿投资有限公司	50.00	50785.53
合计	--	418034.26

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司投资性房地产有所波动，截至 2020 年底，公司投资性房地产为 29.59 亿元，较上年底下降 1.62%，截至 2020 年底，公司投资性房地产为 29.59 亿元，较上年底下降 1.62%；构成上包括房屋建筑物 24.08 亿元和土地使用权 5.51 亿元等。公司投资性房地产采用成本模式计量，且主要分布于厦门、上海和昆山，具有一定升值空间。

2018—2020 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 28.50%。截至 2020 年底，公司固定资产为 197.58 亿元，较上年底增长 24.29%，主要系绥化玉米深加工项目在建工程剩余部分转固、印尼项目在建工程部分转固所致；公司累计计提折旧 34.60 亿元，计提减值准备 0.15 亿元；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 39.93%）、构筑物及其他设施（占 15.84%）、机器设备（占 39.09%）和运输工具（占 4.57%）等构成。

2018—2020 年末，公司在建工程波动增长，年均复合增长 29.54%。截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 115.55 亿元，较上年底下降 2.54%。其中，2020 年镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施项目本期增加投入金额为 61.91 亿元，建成转固减少金额为 32.34 亿元。

表 20 截至 2020 年底公司在建项目主要构成
(单位: 亿元)

工程名称	金额	资金来源
镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施	97.48	自筹及融资
安阳象道物流有限公司铁路专用线工程	6.09	自筹
巩义象道物流有限公司铁路专用线工程	2.41	自筹
息烽象道物流有限公司铁路专用线工程	2.27	自筹
大丰年处理 350 万吨铁矿石加工项目	1.13	自筹
合计	109.37	--

资料来源: 公司审计报告

2018—2020 年末, 公司无形资产快速增长, 年均复合增长 21.76%, 截至 2020 年底, 公司无形资产为 35.55 亿元, 较上年底增长 18.97%, 主要是土地使用权增加导致。

2018—2020 年末, 公司其他非流动资产快速增长, 年均复合增长 17.84%, 截至 2020 年底, 公司其他非流动资产为 65.69 亿元, 较上年底增长 14.22%, 主要包括待抵扣进项税 17.38 亿元、资产包 5.76 亿元、贷款业务 7.18 亿元、借款 4.05 亿元和委托贷款 9.64 亿元等。

截至 2021 年 9 月底, 公司合并资产总额 2066.34 亿元, 较上年底增长 21.53%, 主要源于预付款项、应收账款和存货的增长。其中, 流动资产占 70.18%, 非流动资产占 29.82%。公司资产以流动资产为主, 资产结构较上年底变化不大。当期为满足业务发展需要增加商品采购, 以及随着地产业务规模扩大, 应收账款、预付款项和存货大幅增长, 三项合计占期末流动资产的比例为 60.20%。非流动资产中, 根据新金融工具准则, 将原可供出售金融资产和其他非流动资产调整列报, 公司增加债权投资 86.16 亿元 (主要为金象控股债权投资余额), 其他科目变动不大。截至 2021 年 9 月底, 除通过银行短期理财产品进行流动性管理、提升资金收益外, 公司所持兴业证券、天山铝业、国都证券等股权变现能力良好, 对公司偿债能力形成一定支撑。

表 21 截至 2021 年 9 月底公司交易性金融资产和其他非流动金融资产中的主要金融资产明细
(单位: 万股、万元)

项目	持有股数	市场价值	账面价值
东方盛虹	1674.11	47075.98	47075.98
天山铝业	346.02	3342.51	3342.51
*ST 安通	241.13	1027.21	1027.21
科思科技	27.36	3581.29	3230.76
兴业证券	6800.42	66916.09	66916.09
恒力石化	98.56	2566.50	2566.50
交易性金融资产小计		124509.58	124159.05
国都证券	3858.21	6443.21	6443.21
滨海泰达物流	1000.00	335.00	262.01
其他非流动金融资产小计		6778.21	6705.22
合计		131287.79	130864.27

注: 截至 2021 年 9 月底, 公司所持上市公司股权未用于质押

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 9 月底, 公司因用于抵押而使用受限的资产账面价值合计 151.08 亿元, 包括各类土地使用权、存货、在建工程、投资性房地产和固定资产等, 对应借款金额 135.05 亿元; 受限货币资金 60.63 亿元; 用于质押的存货、交易性金融资产等账面价值合计 17.20 亿元。上述三类受限资产⁴账面价值合计 228.91 亿元, 占期末资产总额的 11.08%, 受限比例较低。

3. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

近年来, 公司所有者权益保持增长, 主要来源于少数股东权益、未分配利润和资本公积的增加。公司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, 公司所有者权益中永续债、未分配利润和少数股东权益占比高, 权益稳定性较弱。

⁴ 除上述限制资产质押外, 截至 2021 年 9 月底, 公司子公司厦门象道物流有限公司以子公司成都青白江象道物流有限公司 100% 股权质押向银行借款 4880.00 万元, 以子公司新疆象道物流有限公司 100% 股权质押向银行借款 3.90 亿元。子公司重庆象屿置业有限公司质押象融合 (重庆) 置业有限公司 49% 股权。

2018—2020年末，公司所有者权益年均复合增长率为15.18%，截至2020年底，公司所有者权益为475.78亿元（含少数股东权益268.01亿元），较上年底增长9.24%，主要系源于少数股东权益的增长、未分配利润的累积以及资本公积的增加。2020年，公司接受厦门市财政局、厦门市国资委拨付资金转增资本公积4.99亿元；未分配利润保持稳定增长，2020年底为54.11亿元；其他权益工具较上年底下降4.59%至111.53亿元。截至2020年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占8.55%、资本公积占10.74%、盈余公积占1.08%、其他权益工具占53.68%、未分配利润占26.04%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占43.67%，少数股东权益占56.33%。2020年，公司持续分红，其中本部上缴国有资本收益2.07亿元，重要子公司象屿股份派发2019年现金股利5.36亿元。

截至2021年9月底，公司所有者权益545.67亿元，较上年底增长14.69%，主要源于少数股东权益的增长。其中，归属于母公司所有者权益占比为34.35%，少数股东权益占比为65.65%。公司其他权益工具较上年底下降39.66%至67.30亿元，其他科目变化不大。

（2）负债

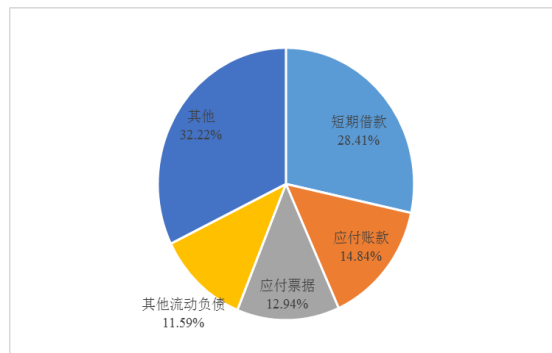
近年来，随着公司物流供应链业务扩张以及在建工程投入，公司债务规模快速增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重。

2018—2020年末，公司负债总额快速增长，年均复合增长23.63%，截至2020年底，公司负债总额为1224.48亿元，较上年底增长27.80%；其中流动负债增长较快。公司负债总额中流动负债占76.16%，非流动负债占23.84%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长29.92%，截至2020年底，公司流动负债为932.58亿元，较上年底增长33.61%，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等构成。

图5 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长17.61%，截至2020年底，公司短期借款为264.94亿元，较上年底增长38.91%；构成上包括信用借款90.54亿元、保证借款117.93亿元和贸易融资借款53.93亿元。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据快速增长，2018—2020年末，公司应付票据快速增长，年均复合增长36.36%。截至2020年底，公司应付票据为120.72亿元，较上年底增长40.26%，主要为银行承兑汇票。

2018—2020年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长45.97%，截至2020年底，公司应付账款为138.37亿元，较上年底下降6.16%，其中账龄一年以内的应付账款占93.68%，整体账龄短。

公司预收款项主要由预收房款和预收货款构成。截至2020年底，公司预收款项28.16亿元，较上年底下降明显，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所致；账龄一年以内的预收款项占93.97%，整体账龄短。截至2020年底，公司合同负债为86.66亿元，余额前五名占比为16.31%，集中度较低。

2018—2020年末，公司其他应付款快速增长，截至2020年底，公司其他应付款94.80亿元，较上年底增长40.80%，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 73.76 亿元、押金及保证金 11.18 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 48.66%，集中度高。

表 22 截至 2020 年底其他应付款前五大构成

单位名称	性质	余额（万元）	占比（%）
第一名	关联往来款	126019.98	14.33
第二名	关联往来款	100500.00	11.43
第三名	往来款	78803.74	8.96
第四名	关联往来款	73528.00	8.36
第五名	关联往来款	49100.00	5.58
合计	--	427951.72	48.66

资料来源：公司提供

2018—2020 年末，公司其他流动负债波动增长，截至 2020 年底，公司其他流动负债为 108.07 亿元，较上年底增长 432.92%，主要包括应付短期债券 79.35 亿元、供应链金融系列资产支持专项计划 15.64 亿元和待转销项税额 10.33 亿元等。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债有所增长，年均复合增长 8.35%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债增至 61.65 亿元，较上年底增长 30.16%，主要为即将到期的长期借款、应付债券和长期应付款转入。

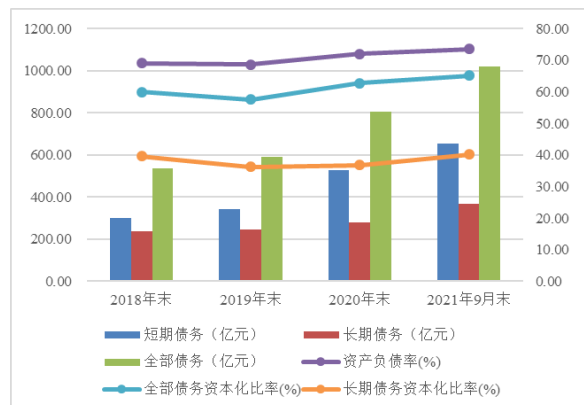
2018—2020 年末，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 8.35%。截至 2020 年底，公司非流动负债为 291.90 亿元，较上年底增长 12.22%，主要源于长期借款的增长；构成上主要由长期借款（占 56.51%）和应付债券（占 31.27%）构成。

2018—2020 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 17.76%。截至 2020 年底，公司长期借款为 164.96 亿元，较上年底增长 27.06%。公司应付债券呈波动下降趋势，2020 年底为 91.27 亿元，较上年底下降 5.88%，主要系发行部分债券即将于一年内到期转入流动负债或到期兑付所致。公司长期应付款为 9.92 亿元，主要为应付融资租赁款；其他非流动负债

为 12.40 亿元，主要为不动产抵押资产支持票据获取信托借款，较上年底变化不大。

2018—2020 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长率为 22.39%。截至 2020 年底，公司全部债务合计 804.46 亿元，较上年底增长 35.92%。短期债务占 65.42%，长期债务占 34.58%，债务构成较上年底变化不大。债务指标方面，截至 2020 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 72.02%、62.84% 和 36.90%，较上年底均略有下降。若将计入权益的其他权益工具 111.53 亿元调入长期债务，则公司全部债务合计 915.99 亿元，上述三项指标分别为 78.58%、71.55% 和 51.69%，债务负担重。

图 6 公司债务负担和主要债务指标情况



资料来源：公司财务报表和提供资料，联合资信整理

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 1520.67 亿元，较上年底增长 24.19%。其中，流动负债占 74.43%，非流动负债占 25.57%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 9 月底，公司全部债务 1022.40 亿元，较上年底增长 27.09%，主要系供应链业务规模扩大，营运资金需求增加所致。债务结构方面，短期债务占 64.08%，长期债务占 35.92%，以短期债务为主。截至 2021 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.59%、65.20% 和 40.23%，较上年底分别提高 1.58 个百分点、提高 2.36 个百分点和提高 3.34 个百分点。

如将权益中的其他权益工具67.30亿元调入长期债务，截至2021年9月底，公司全部债务增至1089.70亿元，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76.85%、69.49%和47.60%，较调整前分别上升3.26个百分点、4.29个百分点和7.37个百分点。

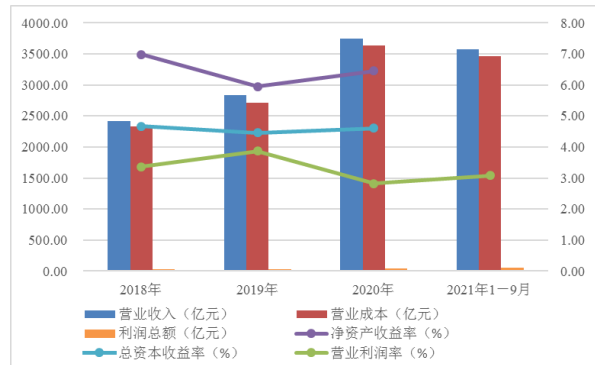
4. 盈利能力

2018—2020年，公司收入和利润规模持续提升，期间费用管控能力良好，净资产收益率同比提升；受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响，资产减值损失和投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。**2021年前三季度，受益于公司深化供应链综合服务，地产项目结转增加以及制造业项目效益逐步释放，公司主业盈利能力同比提升明显。**

2018—2020年，随着公司供应链物流业务的扩张，公司营业收入持续增长，年均复合增长24.59%。2020年，公司实现营业收入3748.35亿元，同比增长31.90%。同期，公司实现营业收入成本3642.41亿元，同比增长34.07%，增速高于营业收入。2018—2020年，公司营业利润率波动下降，分别为3.37%、3.87%和2.82%。2020年，公司营业利润率同比下降1.05个百分点，主要系受新收入准则影响，将商品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。

2018—2020年，公司期间费用波动增长，年均复合增长率为6.13%。2020年，公司期间费用合计为75.31亿元，同比下降8.32%；期间费用率为2.01%，同比下降0.88个百分点，仍保持在良好水平，公司期间费用控制能力良好。其中，销售费用为27.43亿元，同比下降46.53%；财务费用为32.72亿元（含利息支出28.22亿元），同比增长72.09%，一方面系债务规模扩张导致利息支出同比增长41.34%，另一方面系汇兑费用增长（5.34亿元，上年同期为0.36亿元）所致。

图7 近年来公司主要盈利数据和指标



注：2021年前三季度总资产收益率和净资产收益率未经年化，未在本图中列示

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020年，公司其他收益波动增长，年均复合增长率为5.16%。2020年，公司确认其他收益2.06亿元，同比增长16.60%，主要为直接计入当期损益的政府补助（与收益相关）。

公司供应链业务采取期现结合的策略，使用衍生品对冲大宗商品市场价格波动，资产减值损失、公允价值变动和投资收益等非经常性损益对利润有一定影响。2020年，公司发生资产减值损失及信用减值损失合计8.32亿元，较上年同期的3.86亿元大幅增加，主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失6.22亿元。当期确认公允价值变动收益4.74亿元，较上年（-0.44亿元）显著增长，主要包括以东方盛虹为主的上市公司股票增值（2.30亿元）和衍生金融工具-远期结售汇公允价值变动（1.23亿元）。

2018—2020年，公司投资收益波动下降，年均复合增长率为-33.91%。公司投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、合作种植、理财收益等。2020年，公司投资收益为8.74亿元，同比增长21.83%，主要包括权益法核算的长期股权投资收益5.93亿元、处置交易性金融资产取得的投资收益-4.71亿元、处置可供出售金融资产和金融资产持有期间的投资收益合计6.10亿

元等。受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。

从盈利指标看，2020 年受新收入准则的影响，公司营业利润率和期间费用率均同比下降；但公司经营效率较高，供应链物流、房地产及类金融业务盈利能力良好，2020 年，公司利润总额为 38.02 亿元，同比增长 9.70%。当期公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.60%和 6.46%，同比分别提升 0.14 个百分点和 0.51 个百分点。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 3570.29 亿元，同比增长 30.38%；营业利润率为 3.09%，同比增长 0.86 个百分点。非经常性损益方面，2021 年 1—9 月，公司发生资产减值损失和信用减值损失合计 5.08 亿元，主要系供应链板块部分产品期末时点市场价格低于采购价格，以及部分商品受进口政策影响预计产生销售亏损，计提存货跌价损失所致。公司当期实现利润总额 52.23 亿元，同比增长 164.54%，主要系公司深化供应链综合服务、大宗商品业务量价齐增，商品房项目结转增加以及制造业项目效益逐步释放等原因综合作用所致。

5. 现金流及保障

2018—2020 年，公司优化结算方式，加速资金回笼，经营活动保持现金净流入，但季度性波动明显，2021 年前三季度转为净流出。公司经营净现金流无法覆盖投资性现金流净流出，对融资活动现金流入依赖大。

表 23 近年来公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动	流入	2851.20	3256.55	4448.36
	流出	2815.99	3223.03	4415.41
	净额	35.20	33.52	32.95
投资活动	流入	195.37	183.09	351.63
	流出	282.53	310.30	451.93
	净额	-87.16	-127.21	-100.30

筹资活动前现金流量净额		-51.95	-93.68	-67.35	-116.41
筹资活动	流入	691.73	1056.12	1456.86	1116.01
	流出	597.69	996.87	1317.74	956.43
	净额	94.04	59.25	139.13	159.59
现金及现金等价物净增加额		43.63	-34.43	69.96	43.25

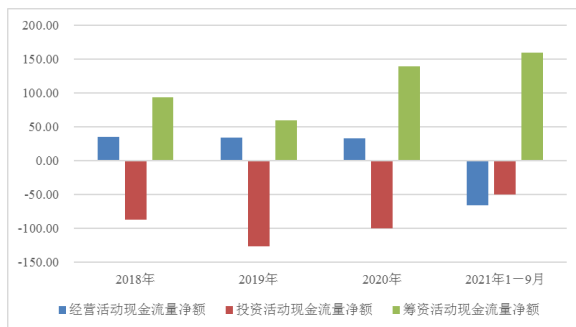
资料来源：公司财务报告

经营活动方面，随着业务规模扩张，2018—2020 年，公司经营活动现金流入快速增长。2020 年，公司经营活动现金流入为 4448.36 亿元，同比增长 36.60%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 4102.50 亿元，同比增长 33.74%。公司经营活动现金流出为 4415.41 亿元，同比增长 37.00%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 3971.62 亿元，同比增长 33.58%。从收入实现质量看，2020 年，公司现金收入比为 109.45%，现金收入质量保持在良好水平。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为拍地保证金、工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2020 年分别为 335.12 亿元和 395.05 亿元。近年来，公司优化供应链业务结算方式，较多使用票据支付货款，且供应链业务加速资金回笼，带动经营活动现金流保持正流入。2018—2020 年，公司经营活动现金净流量分别为 35.20 亿元、33.52 亿元和 32.95 亿元。

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 34.16%。2020 年，公司投资活动现金流入为 351.63 亿元，其中，收回投资收到的现金为 338.58 亿元，公司保持较大的对外投资规模，包括套保期货保证金支出，对物流、房地产、制造业、码头等行业股权投资、购买理财等，2020 年，公司投资活动现金流出为 451.93 亿元，同比增长 45.64%，包括购建固定资产、无形资产等支付的现金 84.75 亿元和投资支付的现金 365.67 亿元，主要是增加工厂工程及设备投资、支付项目合作款项及为提高资金使用效率，购买短期理财产品所致。2018—2020 年，公司

投资活动现金净流量分别为-87.16 亿元、-127.21 亿元和-100.30 亿元，2020 年，投资活动产生的现金净流出规模同比下降 21.15%。筹资活动方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 45.12%。2020 年，公司筹资活动现金流入为 1456.86 亿元，同比增长 37.94%。其中，取得借款收到的现金为 1314.19 亿元；吸收投资收到的现金为 120.19 亿元，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。2020 年，公司筹资活动现金流出为 1317.74 亿元，同比增长 32.19%，其中偿还债务支付的现金为 1177.04 亿元。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 139.13 亿元，同比增长 134.80%。

图 8 近年来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金净流量为-66.19 亿元，净流出规模较上年同期（-145.38 亿元）有所收窄；投资活动现金净流量为-50.22 亿元；筹资活动方面，当期以借款为主的现金流入规模较大，筹资活动现金净流量为 159.59 亿元。

6. 偿债指标

近年来，公司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，但考虑到公司经营效率较高，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，均为偿债能力提供支撑。

从短期偿债指标看，2018—2020 年末，公司流动比率分别为 139.27%、127.15% 和 121.30%，流动比率逐年下降；公司速动比率分别为 72.61%、71.85% 和 77.23%，速动比率逐年增长。2020 年底，公司经营性现金流动负债比率分别为 6.37%、4.80% 和 3.53%。2018—2020 年末，公司现金短期债务比变化不大，截至 2020 年底为 0.55 倍，较上年底略有提升。截至 2021 年 9 月底，公司短期比率与速动比率较上年底均有所上升，现金短期债务比较上年底变化不大。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 逐年提升，2020 年为 79.72 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.34 倍、2.74 倍和 2.50 倍；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 9.84 倍、9.17 倍和 10.09 倍。

表 24 近年来公司主要偿债指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债指标				
流动比率(%)	139.27	127.15	121.30	128.13
速动比率(%)	72.61	71.85	77.23	78.34
经营现金流动负债比(%)	6.37	4.80	3.53	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.51	0.55	0.53
长期偿债指标				
EBITDA (亿元)	54.57	64.55	79.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.34	2.74	2.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.17	10.09	--

注：现金短期债务比指标在计算时不剔除使用受限的货币资金
资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

截至 2021 年 9 月底，公司共获各大银行等金融机构授信额度 1832.36 亿元，其中未使用的授信额度为 767.79 亿元，间接融资渠道畅通。公司下属子公司象屿股份为 A 股上市公司，直接融资便利。

截至 2021 年 9 月底，公司合并口径对外担保 38.87 亿元。其中：子公司厦门象屿融资担保有限责任公司对外提供担保余额 5.38 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 21.35 亿元，对非并表合资公司融资担保 10.51 亿元，对社会

公益项目的银行融资提供担保 1.63 亿元。公司为下属 26 家子公司提供 72 笔担保，担保金额 288.88 亿元，为同期净资产的 52.94%。

截至 2021 年 9 月底，公司及下属子公司涉及未决诉讼（仲裁）标的金额合计 19.79 亿元，占期末净资产的 3.63%；其中，涉及的标的金额超过人民币 5000 万元的未决诉讼（仲

裁）12 起，案值合计 127730.40 万元。上述未决诉讼或仲裁涉及的应收账款、其他应收款、存货等科目余额合计 45316.23 万元，累计已计提坏账准备和确认资产减值损失 41958.71 万元。公司涉及未决诉讼规模较大，存在一定资产减值及或有负债风险。

表 25 截至 2021 年 9 月底公司及下属子公司涉及未决诉讼（仲裁）情况（单位：万元）

序号	起诉（申请）方	应诉（被申请）方	诉讼（仲裁）基本情况	涉及金额	进展情况
1	福建省兴大进出口有限公司	山煤华南煤炭销售有限公司	诉求对方交付货物或赔偿损失	6806.00	二审
2	厦门象屿速传供应链发展股份有限公司	河北家然木材贸易有限公司	诉求支付代垫款项、费用、利息及违约金等	8198.81	执行
3	厦门象屿物流集团有限责任公司	华泰重工（南通）有限公司	诉求支付代垫款项、利息、代理费、律师费，退还预付款	6596.13	一审
4	厦门象屿股份有限公司	江苏宏强船舶重工有限公司	诉求代垫款、代垫款项利息、代理费、律师费	6926.22	执行中
5	厦门象屿物流集团有限责任公司	南通华凯重工有限公司、香港华泰发展有限公司、南通向隆船舶科技发展有限公司、朱红兵、徐小离、霍起	诉求支付代垫款项、利息、代理费、律师费，退还预付款	8161.91	一审
6	深圳象屿商业保理有限责任公司	珠海市华峰石化有限公司	偿还保理本金及利息	5789.83	一审已调解，已进入破产重整，已部分还款
7	深圳象屿商业保理有限责任公司	广东华峰能源集团有限公司	偿还保理本金及利息	7050.00	一审已调解，已进入破产重整，已部分还款
8	厦门象屿金融控股集团有限公司	中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司	偿还委托贷款本金及利息	4500.00	一审已判决，执行中
9	厦门象屿金融控股集团有限公司	中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司	偿还委托贷款本金及利息	4499.00	一审已判决，执行中
10	厦门象屿金融控股集团有限公司	中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司	偿还委托贷款本金及利息	30450.00	一审已判决，执行中。
11	厦门象屿金融控股集团有限公司	广州华骏实业有限公司	偿还委托贷款本金及利息	30000.00	二审已判决，执行中。
12	厦门象屿资产管理运营有限公司	沈阳国大基业房地产开发有限公司	偿还借款本金及利息	8752.50	一审判决支持公司诉讼请求，处于二审阶段，截至 2021 年 10 月二审已判决。
合计				127730.40	--

资料来源：公司提供

注：本表仅列示诉讼金额 5000 万元以上的诉讼

7. 母公司财务分析

母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。母公司权益中包含较大规模的其他权益工具，货币资金余额偏低，整体债务负担很重，对再融资依赖程度高。2020 年，厦门市国资委拨付 4.99 亿元增厚母公司权益，同期母公司增加较大规模的金融资产储备，资产质量和流动性有所提升；所持金融资产的处置和公允价值变动收益

大幅增长，使得利润总额同比提升。集团本部通过资金统筹管理调度机制使得资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

截至 2020 年底，母公司资产总额 375.30 亿元，流动资产占 45.23%，非流动资产占 54.77%；流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和其他应收构成，分别为 3.74 亿元、13.24 亿元和 149.89 亿元（合并层面其他应收款及应收利

息合计为 89.96 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 90.41 亿元（详见下表）；非流动资产中可供出售金融资产和长期股权投资分别为 44.18 亿元和 150.55 亿元（其中对子公司投资 143.01 亿元，对联营合营企业投资 8.21 亿元，计提减值准备 0.68 亿元），其中，可供出售金融资产较上年底大幅增加，主要系通过通道给子公司借款增加以及购买理财所致。

表 26 截至 2020 年底母公司其他应收款前五大构成

单位全称	余额 (亿元)	占比 (%)	期限
深圳象屿商业保理有限责任公司	21.74	14.52	1 年内
厦门象屿金象控股集团有限公司	18.37	12.26	1 年内
上海象屿置业有限公司	17.90	11.95	1 年内
象屿地产集团有限公司	16.76	11.19	1 年内
上海云间房地产开发有限公司	15.64	10.44	1 年内
合计	90.41	60.36	--

注：上述前五大单位均为公司合并范围内关联方，其中上海云间房地产开发有限公司为象屿地产通过上海象屿置业有限公司间接持有的子公司（持股 95%）

资料来源：公司提供

母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。集团本部对非上市板块采用资金归集管理，可以较为灵活的调配使用下属运营实体非受限货币资金余额，且通过直接持有或单体公司代持形式持有一定规模股票等金融资产和理财产品。通过上述资金统筹管理调度机制，集团本部资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

截至 2020 年底，母公司负债合计 241.10 亿元，流动负债占 75.48%，非流动负债占 24.52%；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 64.55 亿元、40.66 亿元和 64.26 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 24.11 亿元和 34.38 亿元。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 64.24%，有息债务合计 227.70 亿元，其中短期债务 169.21 亿元。考虑

到公司所有者权益中包含其他权益工具 111.53 亿元，若将其调整入债务计算，则母公司全部债务合计 339.23 亿元，资产负债率为 93.96%，债务负担很重。

所有者权益方面，截至 2020 年底，母公司权益合计 134.19 亿元，其中实收资本 17.76 亿元，其他权益工具（全部为永续债）111.53 亿元，未分配利润为-8.28 亿元，较上年底（-6.13 亿元）亏损规模略有扩大，原因系当年上缴国有资本收益及其他权益工具付息所致；厦门市国资委拨付资金 4.99 亿元计入资本公积，母公司资本公积增至 10.78 亿元。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，2020 年，母公司实现营业收入 0.76 亿元，财务费用合计 0.42 亿元（利息支出和利息收入分别为 7.47 亿元和 7.11 亿元）；产生投资收益 7.73 亿元（其中对成本法核算的长期股权投资确认投资收益 2.91 亿元，处置股票、理财等可供出售金融资产实现收益 4.62 亿元），实现公允价值变动收益 2.30 亿元（主要为股票类资管计划公允价值变动 2.10 亿元）。当期母公司投资相关收益同比大幅提升，使得利润总额较上年同期（0.76 亿元）大幅增长，为 8.26 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，2020 年经营活动产生的现金流量净额为-8.28 亿元；投资活动产生的现金净流入-59.97 亿元；筹资活动现金净流入 66.62 亿元。截至 2020 年底，母公司期末现金及现金等价物余额 3.74 亿元。

截至 2021 年 9 月底，母公司回收部分其他应收款项，现金类资产增至 21.78 亿元（含货币资金 5.80 亿元和交易性金融资产 15.99 亿元），增加其他非流动金融资产 59.30 亿元（主要为上年底可供出售金融资产调整计入），金融资产储备规模提升。公司融资结构较上年底有所调整，原计入所有者权益的其他权益工具

规模下降,使得母公司所有者权益较上年底下降至 96.76 亿元;同期,母公司长期借款大幅增长,全部债务较上年底增长 15.86%,合计 263.82 亿元;资产负债率和全部债务资本化比率分别增至 74.07%和 73.16%。截至 2021 年 9 月底,母公司现金短期债务比为 0.19 倍,较上年底有所提升,但母公司现金类资产余额仍较低,对短期债务的保障能力不足。

八、外部支持

公司为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业。2021 年 5 月,厦门市国资委、市政府出具关于支持公司未来发展的函,未来将继续在推动资源整合、业务协同和协同财政对公司进行政策倾斜、优先安排财政资金等方面对公司进行支持。公司对于厦门市经济社会发展具备重要战略意义,政府支持力度强。

公司作为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业,承担了厦门市重点物流项目的开发运营及相关公共服务平台建设职能,先后完成了象屿保税区和厦门现代物流园区的开发运营任务,促进了厦门千亿物流产业链发展,并以自贸区产业综合平台发展平台为定位,未来继续承担自贸区重点平台项目开发建设、招商运营和政策创新等职能。2020 年 7 月,公司获批成为厦门市首批国有资本投资公司改革试点单位,承担开展国有资本股权投资、改善国有资本的分布结构、提升国有资产运营效益、实现国有资本保值增值的重要任务。2020 年初国内爆发新冠疫情以来,公司承担厦门市防疫物资采购和供应工作,并将持续承担厦门市部分市政配套项目建设、高崎渔港片区改造提升等城市开发建设使命,代表厦门市国资委参与出资中国文化产业投资基金二期项目。

2021 年 5 月,厦门市国资委、厦门市政府出具《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于支持厦门象屿集团有限公司未来发展的函》,根据相关决策部署,未来将重点从以下几

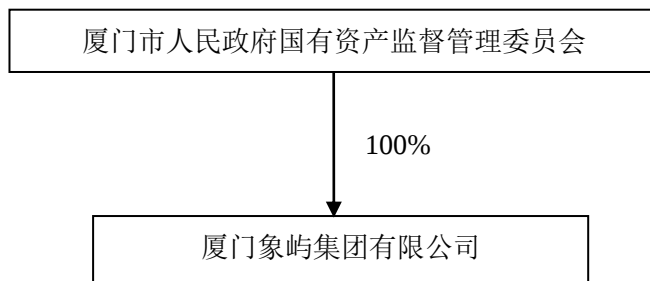
方面支持公司发展:一、继续深化厦门国资国企资源整合,推动相关资源向包括公司在内的龙头国有企业聚焦,充分发挥龙头国有企业管理能力,在实现国有资产保值增值的过程中促进龙头企业更好地承担政府任务,在促进区域发展过程中发挥更大作用;二、在“一带一路”战略、粮食安全战略、“乡村振兴”以及厦门“五中心一基地”发展目标的大形势下,公司自成立以来,各项业务开展及未来发展方向符合国家产业、经济政策,对厦门市地方经济建设作出重大贡献,未来将支持公司对于厦门市整体发展发挥重要作用;三、鉴于公司对于厦门市经济社会发展的重要战略意义和作为市属国有资本投资公司的重要地位,未来将继续向公司注入相关国有资产或资本金,并协同财政对公司进行政策倾斜和优先安排财政资金对公司进行支持,以达到不断提升公司资产质量和盈利水平的目标;四、公司为重点市属企业,除按照国家统一要求上收划拨股权的情况外,厦门市国资委无减持公司股权计划,将持续作为公司的控制人。

近年来,公司多次获得政府增资及财政拨款转增资本:2019 年新增资本金 1.00 亿元;2020 年获得各类财政拨款合计 4.99 亿元(计入资本公积);2021 年 5 月获财政拨款 2.40 亿元(计入资本公积)。

九、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	138.21	133.15	251.66	284.99
资产总额(亿元)	1159.74	1393.67	1700.25	2066.34
所有者权益(亿元)	358.66	435.55	475.78	545.67
短期债务(亿元)	301.36	344.16	526.31	655.11
长期债务(亿元)	235.68	247.71	278.15	367.29
全部债务(亿元)	537.03	591.88	804.46	1022.40
营业收入(亿元)	2414.61	2841.82	3748.35	3570.29
利润总额(亿元)	30.15	34.66	38.02	52.23
EBITDA(亿元)	54.57	64.55	79.72	/
经营性净现金流(亿元)	35.20	33.52	32.95	-66.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	49.06	38.11	37.33	/
存货周转次数(次)	6.83	7.20	9.14	/
总资产周转次数(次)	2.33	2.23	2.42	/
现金收入比(%)	113.07	107.94	109.45	111.31
营业利润率(%)	3.37	3.87	2.82	3.09
总资本收益率(%)	4.67	4.46	4.60	/
净资产收益率(%)	6.99	5.95	6.46	/
长期债务资本化比率(%)	39.65	36.25	36.89	40.23
全部债务资本化比率(%)	59.96	57.61	62.84	65.20
资产负债率(%)	69.07	68.75	72.02	73.59
流动比率(%)	139.27	127.15	121.30	128.13
速动比率(%)	72.61	71.85	77.23	78.34
经营现金流动负债比(%)	6.37	4.80	3.53	/
现金短期债务比(倍)	0.54	0.51	0.55	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	2.34	2.74	2.50	/
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	9.17	10.09	/

注：2021 年 1-9 月财务数据未经审计，相关数据未年化；现金类资产中已剔除受限货币资金，其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务和全部债务；2018-2021 年 9 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 93.00 亿元、116.90 亿元、111.53 亿元和 67.30 亿元

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标 (母公司/公司本部)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.54	5.37	16.98	21.78
资产总额(亿元)	301.17	290.96	375.30	373.19
所有者权益(亿元)	116.89	136.07	134.19	96.76
短期债务(亿元)	86.45	82.47	169.21	112.33
长期债务(亿元)	89.40	61.05	58.49	151.49
全部债务(亿元)	175.86	143.52	227.70	263.82
营业收入(亿元)	0.33	0.30	0.76	0.14
利润总额(亿元)	3.47	0.76	8.26	6.00
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	2.16	-0.36	-8.28	2.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	928.50	141.32	412.35	/
存货周转次数	/	/	/	/
总资产周转次数	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比(%)	98.22	90.35	31.58	103.15
营业利润率(%)	12.54	-32.03	59.34	-60.14
总资本收益率(%)	3.89	2.86	4.19	/
净资产收益率(%)	2.97	0.56	5.72	/
长期债务资本化比率(%)	43.34	30.97	30.36	61.02
全部债务资本化比率(%)	60.07	51.33	62.92	73.16
资产负债率(%)	61.19	53.23	64.24	74.07
流动比率(%)	155.76	143.78	93.28	100.20
速动比率(%)	155.76	143.78	93.28	100.20
经营现金流动负债比(%)	2.27	-0.38	-4.55	/
现金短期债务比(倍)	0.13	0.07	0.10	0.19
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2021 年 1-9 月财务数据未经审计，相关数据未年化；其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务及相关测算；2018-2021 年 9 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 93.00 亿元、116.90 亿元、111.53 亿元和 67.30 亿元

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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

联合资信评估股份有限公司关于 厦门象屿集团有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。