

厦门象屿集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6359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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 象屿 MTN002”“22 象屿 GN003”“23 象屿 MTN001”“23 象屿 MTN002”“24 象屿 MTN001”“24 象屿 MTN002A”和“24 象屿 MTN002B”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

评级总监：

二〇二四年七月十一日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

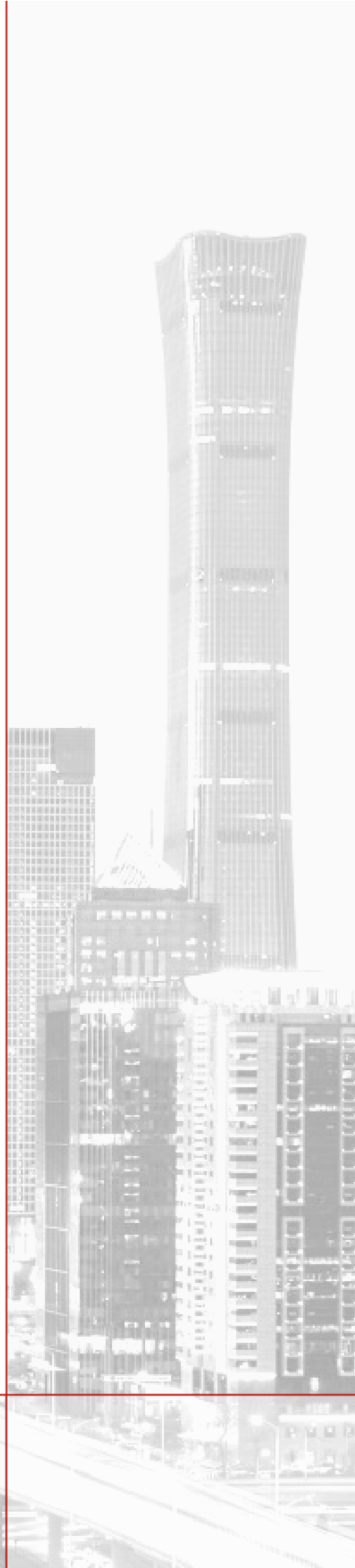
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门象屿集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/11
22 象屿 MTN002； 22 象屿 GN003；	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 象屿 MTN001； 23 象屿 MTN002；			
24 象屿 MTN001； 24 象屿 MTN002A；			
24 象屿 MTN002B			

评级观点

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）是厦门市国有大型集团企业之一，跟踪期内在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面维持既有综合竞争优势；内控体系及管理制度未发生重大变化。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”）在多年的供应链管理与服务过程中积累了遍布全国的业务渠道，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，综合服务能力不断增强，2023 年核心产品业务量持续提升，但市场有效需求偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素加大了其供应链业务风控难度；公司房地产业务项目结转进度良好，需关注房地产行业景气度尚未恢复下存量项目去化与盈利压力；类金融业务收入持续增长且毛利率水平高，对主业业绩形成良好补充；制造业板块受供需环境影响拉低公司主业利润。财务方面，2023 年公司盈利指标受收入下降、期间费用攀升和计提的信用减值损失增加影响有所下滑，盈利能力指标仍处于较高水平；资产质量良好；债务规模持续增长，债务负担重；偿债指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司供应链物流、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进一步释放，公司综合竞争力有望巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，盈利能力及偿债能力大幅弱化。

优势

- **跟踪期内，公司所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。**厦门市作为五大计划单列市之一，区域战略地位突出。2023 年，厦门市经济实力持续增强，经济发展为公司创造了良好的外部环境。
- **跟踪期内，厦门象屿综合物流服务能力保持行业领先水平。**厦门象屿构建了以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系 and 成熟稳定的全球化业务渠道，并持续推进大宗商品经营与物流服务的横向协同，为核心贸易品种竞争力提升提供了有力支撑。
- **现金类资产规模较大，未使用授信规模较充裕。**截至 2024 年 3 月底，公司现金类资产余额为 524.08 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 3120.36 亿元，其中未使用的授信额度为 1558.02 亿元，间接融资渠道畅通。厦门象屿为 A 股上市公司，直接融资便利。
- **政府支持力度强。**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资本公积，2021—2023 年获得各类财政拨款分别为 8.80 亿元、9.93 亿元和 0.96 亿元。2022 年，公司获批增加港口航运建设和发展功能，获得政府进一步资产注入。

关注

- **大宗商品价格波动可能对供应链管理服务行业产生不利影响。**近年来，宏观经济放缓，全球经济发展存在不确定性，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动加大了公司供应链业务风控难度；受市场需求不足，大宗商品价格整体承压，以及资产和信用减值损失计提增加等因素影响，公司盈利指标及利润总额下滑。

- **行业周期性波动导致境外制造业板块 2023 年发生亏损。**受外部经济形势变化导致上游原材料价格及生产成本上升，产成品下游需求及价格下降等因素影响，2021—2023 年印尼项目净利润持续下滑，2023 年 PT Obsidian Stainless Steel 净利润发生大额亏损 23.46 亿元。不锈钢行业周期性强，预计未来短期内仍面临供需阶段性调整局面。
- **跟踪期内，公司债务负担重，权益结构稳定性偏弱。**公司债务规模持续增长，截至 2024 年 3 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 72.92%、62.48%和 34.99%，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，截至 2024 年 3 月底现金短期债务比为 0.49 倍，偿债依赖再融资。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	5
		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	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

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

主要财务数据

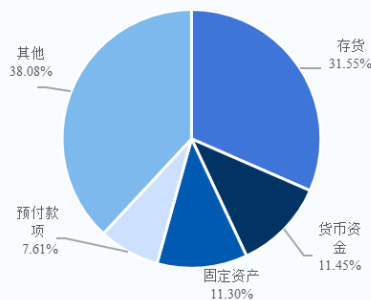
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	356.39	448.83	463.16	524.08
资产总额（亿元）	2098.40	2928.39	3315.88	3470.91
所有者权益（亿元）	628.53	831.49	874.90	939.91
短期债务（亿元）	601.91	780.65	1002.10	1059.21
长期债务（亿元）	368.89	511.19	451.09	506.34
全部债务（亿元）	970.80	1291.83	1453.20	1565.55
营业总收入（亿元）	4843.83	5626.22	4904.98	1107.52
利润总额（亿元）	71.60	66.19	13.44	0.20
EBITDA（亿元）	122.69	135.40	94.55	--
经营性净现金流（亿元）	28.66	128.52	87.63	-146.21
营业利润率（%）	3.24	2.70	2.43	2.05
净资产收益率（%）	9.24	5.82	1.14	--
资产负债率（%）	70.05	71.61	73.61	72.92
全部债务资本化比率（%）	60.70	60.84	62.42	62.49
流动比率（%）	129.69	128.96	119.98	125.19
经营现金流动负债比（%）	2.64	8.22	4.44	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.57	0.46	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	2.65	1.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.91	9.54	15.37	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	418.31	575.72	584.62	619.31
所有者权益（亿元）	87.46	150.38	179.26	202.55
全部债务（亿元）	247.44	336.76	336.25	364.24
营业总收入（亿元）	0.22	1.23	2.20	0.59
利润总额（亿元）	1.92	8.82	5.74	-1.95
资产负债率（%）	79.09	73.88	69.34	67.29
全部债务资本化比率（%）	73.89	69.13	65.23	64.26
流动比率（%）	103.67	95.96	100.73	117.95
经营现金流动负债比（%）	2.34	-32.16	-12.24	--

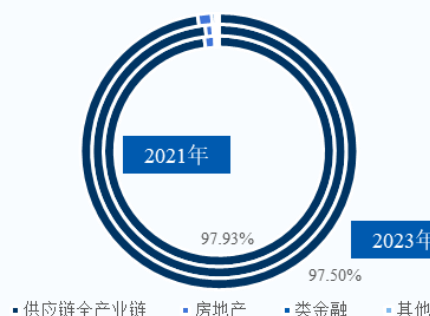
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

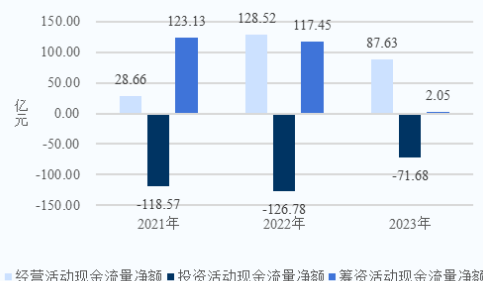
2023 年底公司资产构成



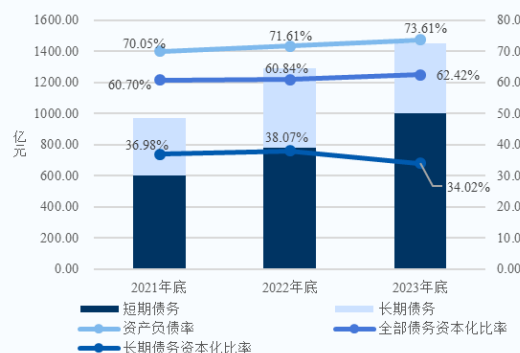
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 象屿 MTN002B	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/03/28	赎回,延期,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24 象屿 MTN002A	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/03/28	赎回,延期,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24 象屿 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/02/01	持有人救济,调整票面利率,赎回,利息递延权,延期
23 象屿 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/09/27	调整票面利率,赎回,利息递延权,延期,持有人救济
23 象屿 MTN001	23.00 亿元	23.00 亿元	2025/03/30	持有人救济,延期,利息递延权,调整票面利率,赎回
22 象屿 GN003	6.50 亿元	6.50 亿元	2025/09/29	--
22 象屿 MTN002	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/08/26	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；除“22 象屿 GN003”外，其余债券均为永续债券，到期兑付日为下一行权日
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 象屿 GN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/30	刘丙江 闫力	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
22 象屿 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/04	刘丙江 闫力	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
23 象屿 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/01/19	王晴 刘丙江	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 象屿 MTN002；22 象屿 GN003；23 象屿 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/28	王晴 刘丙江	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 象屿 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/25	王晴 刘丙江 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 象屿 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/08	刘丙江 徐璨 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 象屿 MTN002A；24 象屿 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/19	刘丙江 徐璨 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：徐璨 xucan@lhratings.com

项目组成员：李上 lishang@lhratings.com | 闫旭 yanxu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府〔1995〕综 230 号）批准组建的国有企业集团，于 1995 年 11 月正式成立，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。截至 2024 年 3 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”）。

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，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

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“厦门象屿”，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 2024 年 3 月底，公司对厦门象屿直接及间接持股比例合计 51.67%，无质押。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设党委办公室、财务中心、风险中心和战略管理中心等部门（见附件 1-2）；公司合并范围内拥有二级子公司 22 家。截至 2024 年 3 月底，公司合并口径共有正式员工 14817 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 3315.88 亿元，所有者权益 874.90 亿元（含少数股东权益 579.15 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 4904.98 亿元，利润总额 13.44 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 3470.91 亿元，所有者权益 939.91 亿元（含少数股东权益 621.10 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1107.52 亿元，利润总额 0.20 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 81 号象屿集团大厦 A 栋 10 层 01 单元；法定代表人：张水利。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评级的存续债券见下表，余额 89.50 亿元，募集资金已使用完毕，其中“22 象屿 MTN002”“22 象屿 GN003”和“23 象屿 MTN001”按时付息，其余债券未到付息日。

图表 1 • 截至本报告出具日由公司委托联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
22 象屿 MTN002	20.00	20.00	2022/08/26	3+N
22 象屿 GN003	6.50	6.50	2022/09/29	3
23 象屿 MTN001	23.00	23.00	2023/03/30	2+N
23 象屿 MTN002	10.00	10.00	2023/09/27	2+N
24 象屿 MTN001	15.00	15.00	2024/02/01	2+N
24 象屿 MTN002A	10.00	10.00	2024/03/28	2+N
24 象屿 MTN002B	5.00	5.00	2024/03/28	3+N

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2024 年 6 月底，除“22 象屿 GN003”外，上述存续债券均为永续债券，在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。基于上述债券条款，可得出以下结论：

（1）在偿付顺序方面，上述存续债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。

（2）上述存续债券如不赎回，从第 2 个（或第 3 个）计息年开始每 2 年（或每 3 年）重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述存续债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）上述存续债券在除发生公司向普通股股东分红和减少注册资本时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。上述存续债券递延利息按当期票面利率累计计息。

综合以上分析，上述存续债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速放缓，当月同比增速波动较大。进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品价格走势方面，2023 年，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。其中，原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

2 区域环境分析

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强但增速放缓。整体看，厦门市经济发展为公司创造了良好的外部环境。

厦门市是中国最早成立的经济特区，是以外向型经济为主导的经贸港口城市、五大计划单列市之一。2015 年 4 月 21 日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2021—2023 年，厦门市分别实现地区生产总值 7033.89 亿元、7802.66 亿元和 8066.49 亿元，呈持续增长态势。

固定资产投资方面，2021—2023 年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长 11.3%、10.2% 和 0.5%。分产业看，2023 年，第一产业投资下降 79.1%；第二产业投资增长 5.6%；第三产业投资下降 0.9%。房地产开发投资比上年增长 33.8%。其中，住宅投资增长 40.8%，办公楼投资下降 12.0%，商业营业用房投资增长 12.3%。全市房地产房屋施工面积 3443.36 万平方米，下降 2.0%；房屋新开工面积 538.13 万平方米，下降 21.8%。

国内贸易方面，2021—2023 年，厦门市社会消费品零售总额持续增长，2023 年为 2743.33 亿元，比上年增长 2.9%。按消费形态分，商品零售 2382.29 亿元，增长 1.1%；餐饮收入 361.04 亿元，增长 16.7%。

对外贸易方面，2021—2023 年，厦门市分别实现外贸进出口总值 8876.52 亿元、9225.59 亿元和 9470.44 亿元，分别同比增长 7.8%、4.0%和 2.7%，2023 年，出口 4474.48 亿元，下降 3.9%；进口 4995.95 亿元，增长 9.4%。一般贸易进出口总值 7075.96 亿元，比上年增长 4.8%，其中，出口 2878.02 亿元，下降 3.9%；进口 4197.93 亿元，增长 11.8%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为以供应链为主业，多元化经营房地产、类金融及其他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、贸易渠道、综合物流服务能力、智能化科技体系建设等方面具备极强的综合竞争优势；本部过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司在企业竞争力、实际控制人和职能定位等方面无重大变化。

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。公司已形成供应链全产业链（含供应链延伸制造业）、房地产、类金融及其他业务板块等构成的经营格局。

公司供应链全产业链业务运营主体为下属上市公司厦门象屿。厦门象屿在大宗商品供应链领域深耕多年，入选“全国供应链创新与应用示范企业”“中国物流 50 强企业”及“中国 5A 级物流企业”，是全国百强仓储企业（第 3 位）。厦门象屿市场网络分布广泛，在境内业务触达 34 个省级行政区，同时，公司以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及 100 多个国家；厦门象屿在金属矿产、农产品、能源化工、新能源等产业链均积累了一批优质的头部合作企业，构建了成熟稳定的货源渠道和销售网络；此外公司已构建“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系，截至 2024 年 3 月底，厦门象屿已拥有 11 个铁路货运场站、自有运输车辆 1000 辆，自有仓储容约 1300 万吨，52 个自有及包租管理仓库，堆场 8 个等。

公司房地产业务主营商品房销售，并持续发展持有型商业物业、长租公寓、象屿物业等业务，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”），所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、海西等地，以一二线城市为主，产品立足于刚需。2024 年，象屿地产位列中国房地产百强企业¹第 41 位。

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“象屿金象”）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。近年来，象屿金象类金融业务资产余额持续增长，与集团内其他板块具有协同性。

公司制造业板块的主要经营主体为 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）和黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）。其中 OSS 公司为印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目公司，该项目已入选国家发改委“一带一路”重点项目库，并作为首批唯一一家中资企业获得印尼财政部 10 年全额+2 年减半的所得税免税优惠，项目于 2020 年一季度开始逐步建成投产，并已于 2021 年底完工。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：9135020026015919XW），截至 2024 年 6 月 5 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 9 笔被追偿业务、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。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 7 月 1 日，联合资信未发现公司存在重大被执行记录，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

2023 年 9 月根据厦门市国资委要求，公司取消监事会和监事，在法人治理结构及管理体制方面无其他重大变化。

2023 年 9 月，根据《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于深化国有企业监事会改革有关事项的通知》（厦国资稽〔2023〕76 号），国有独资、全资及控股公司不再设置监事会和监事，已设置监事会以及监事会办公室等机构予以撤销，故撤销公司监事会。

¹ 由中国企业评价协会、清华大学房地产研究所、北京中指信息技术研究院评选。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司收入构成未发生变化，仍以供应链全产业链（含供应链及延伸制造业）为主业，辅以房地产开发、类金融及其他业务。2023 年，受大宗商品价格波动下行等因素影响，以厦门象屿为主体的物流供应链业务收入规模同比下降，制造业子公司整体表现为亏损，公司综合毛利率下滑；房地产业务项目结转进度良好，类金融业务收入持续增长且毛利率水平高，对主业业绩形成良好补充。

2023 年，公司营业总收入同比下降 12.82%，主要为供应链全产业链业务收入的下降。从收入构成来看，供应链全产业链板块为公司收入占比最大的业务板块，收入占比维持在 95%以上，2023 年该业务收入同比下降 13.47%，主要系受外部环境复杂严峻，世界经济增长动能不足，市场有效需求减弱导致大宗商品价格波动下行影响所致。房地产业务项目结转进度良好，2023 年实现收入 80.27 亿元，同比增长 46.21%。类金融业务收入持续增长，2023 年实现收入 22.97 亿元，同比增长 15.31%。

从毛利率来看，2023 年，公司综合毛利率同比减少 0.23 个百分点至 2.66%。其中，供应链全产业链板块毛利率下滑至 1.73%，系谷物原粮价格下行，下游客户降低库存，叠加采购季节集中、销售分批进行的采销节奏，导致农产品供应链期现毛利润和期现毛利率均同比下降；房地产业务、类金融业务毛利率同比变化不大，其他业务毛利率同比大幅提升，主要系公共卫生事件后邮轮母港业务毛利率增长所致。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 16.97%，收入结构变化不大；综合毛利率同比减少 0.54 个百分点，其中房地产业务毛利率为负，系当期地产板块无项目批量集中结转交付所致。

图表 2·2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
供应链全产业链	4743.38	97.93	2.98	5527.02	98.24	2.27	4782.40	97.50	1.73	1088.28	98.26	1.75
房地产	71.38	1.47	7.45	54.90	0.98	30.86	80.27	1.64	28.74	8.72	0.79	-12.55
类金融	15.02	0.31	94.72	19.92	0.35	92.99	22.97	0.47	93.38	5.17	0.47	91.02
其他	14.04	0.29	6.84	24.38	0.43	6.30	19.34	0.39	16.92	5.35	0.48	30.27
合计	4843.83	100.00	3.34	5626.22	100.00	2.89	4904.98	100.00	2.66	1107.52	100.00	2.19

注：其他业务主要包括民生供应链、区域开发建设。

资料来源：公司提供

主要经营实体方面，2023 年，厦门象屿受外界环境复杂严峻、社会预期偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素影响净利润同比下降 38.75%；象屿地产结转项目良好，净利润同比增长 95.19%；象屿金象净利润同比增长 11.70%；金象生化净利润亏损 1.94 亿元，主要系前期高成本原材料库存确认成本影响所致；厦门象盛镍业有限公司（以下简称“象盛镍业”）为象屿印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目境内运营主体，境外运营主体为 OSS 公司，2023 年象盛镍业净利润亏损 30.90 亿元，系不锈钢行情持续下行，使得不锈钢产品价格下跌，同时部分不锈钢原料价格上涨，从而挤压钢材盈利水平所致。

图表 3·2023 年底公司重要子公司财务情况

公司名称	主营业务	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	2023 年底 (亿元)			
				总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
厦门象屿	大宗商品采购供应及综合物流	51.67	22.54	1297.05	371.92	4590.35	23.14
象屿地产	房地产开发	100.00	43.80	1045.23	225.80	80.27	8.92
象屿金象	类金融	100.00	31.82	250.52	107.40	22.97	8.21
金象生化	生产制造	69.52	26.67	93.99	22.07	111.13	-1.94
象盛镍业	生产制造	51.00	65.44	340.09	53.53	222.99	-30.90

资料来源：公司提供

2 供应链全产业链

(1) 大宗商品经营与物流服务

跟踪期内，受外界环境复杂严峻、社会预期偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素影响，2023 年厦门象屿可比口径下核心资

易产品业务量虽持续增长，但大宗商品经营及物流服务收入下滑，同时宏观经济放缓对产业链上下游客户经营稳定性产生影响，对公司风控能力提出更高要求。

公司大宗商品经营业务盈利来源于“以服务收益和规模集拼收益为核心”。服务收益主要是依托平台化优势，规模化运作，为客户提供代理采购、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费。交易收益包括规模集拼收益和价差收益，其中规模集拼收益是指依托业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，贡献交易收益。

图表 4 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月大宗商品经营业务产品分类收入构成情况（单位：亿元）

商品类别	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月	
	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量 (万吨)	收入	占比	收入	占比
能源化工	8428	1089.87	24.28%	6345	918.85	17.65%	7317	868.12	19.76%	239.21	23.85%
金属矿产	9270	2927.89	65.23%	11665	3490.79	67.04%	13127	2715.05	61.81%	641.84	64.00%
农产品	1452	439.88	9.80%	1764	519.69	9.98%	2035	606.53	13.81%	88.55	8.83%
新能源	--	--	--	21	250.70	4.81%	37	192.44	4.38%	30.73	3.06%
其他	--	30.93	0.69%	--	26.76	0.51%	--	10.10	0.23%	2.48	0.25%
合计	19150	4488.57	100.00%	19795	5206.79	100.00%	22515	4392.25	100.00%	1002.82	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；2022年起，由于产品分类口径变化，新增新能源分类，非新增产品；由于焦煤、焦炭为炼钢辅料，2022年起将其由能源化工-煤炭供应链调整至金属矿产-黑色金属供应链

资料来源：厦门象屿提供

厦门象屿经营的核心产品金属矿产、能源化工、农产品和新能源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。厦门象屿积极拓展渠道网络，提升市场份额，大宗商品核心产品经营货量持续提升，2023 年为 22515 万吨，同比增长 13.74%，其中金属矿产、农产品、能源化工和新能源经营货量同比分别增长 12.53%、15.33%、15.32%和 71.09%，综合市占率²由 2022 年的 1.24% 提升至 2023 年的 1.36%。但大宗商品价格易受外界经济环境影响，2023 年，外部环境复杂严峻、市场有效需求不足等原因导致大宗商品价格下行，部分商品价格宽幅震荡，当期厦门象屿大宗商品经营收入 4392.25 亿元，同比下降 15.64%。

在采购定价上，厦门象屿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，厦门象屿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。下游销售方面，厦门象屿主要业务品种以直接销售给下游工厂型客户为主，客户包括生产企业、加工企业、电厂、光伏电站等，小部分产品向经销商销售作为备用渠道。厦门象屿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。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。同时，厦门象屿为确保控制货权，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。

从结算方式看，上下游对厦门象屿资金存在一定占用。为获取稳定供应商资源，2023 年厦门象屿加大预付规模，截至 2023 年底厦门象屿预付账款较上年底大幅增长 73.34%至 301.79 亿元；销售结算基于交易对手风险评估结果给予一定账期，应收账款综合账期在 3 个月内。近年来，公司持续优化客户结构，2023 年制造业企业客户服务量稳定在 60%以上，其中新能源供应链内制造业企业客户服务量占比 80%以上，黑色金属和铝供应链内制造业企业客户服务量占比 70%以上，煤炭和谷物原粮供应链内制造业企业客户服务量占比 60%以上，不锈钢供应链内制造业企业客户服务量占比 50%以上。2023 年，公司前五大供应商采购额合计 828.35 亿元，占采购总额的比重为 18.47%，集中度较低；前五大客户销售额合计 368.62 亿元，占销售总额的比重分别为 8.03%，集中度低。

此外，公司在大宗商品经营业务开展过程中与合作方开展实体企业全程供应链服务等模式的深度合作，并通过派驻监管团队、严控货权、签订不动产抵押和货物浮动抵押协议等方式控制业务风险。近年来，公司持续在钢铁、铝等产业链复制推广“全程供应链管理服务模式”，同时部分业务采取利润分成合作方式，销售净利率明显提升。联合资信关注到，上述模式的开展一方面有助于公司利用供应链服务优势整合上下游资源，但 2023 年在该模式下公司计提其他应收坏账准备，其中由于双方在具体合作条件上产生分歧，导致西王药业有限公司（以下简称“西王药业”）未如期交付货物，当期对其进行单项计提减值损失 5.30 亿元，考虑到上述模式下相关客户经营情况可能对公司业绩及其他应收账款质量产生一定影响，需关注后续相关资产减值情况。

² 市占率=公司经营体量（亿吨）/中国大宗供应链市场规模（亿吨）*100%

图表 5 • 2023 年上下游定价和结算方式及平均货款回收周期

项目	上下游结算模式	平均货款回收账期
		2023 年
采购	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。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。	应收账款综合账龄在 3 个月内
销售	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，公司为确保控制货款，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。	

资料来源：厦门象屿提供

风险管理方面，公司关注大宗商品价格涨跌，分析市场形势，判定商品价格波动，开展期现结合业务，运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险。存货（货权）管理方面，公司强化货权管控，确保在库货物安全和货权清晰。客商资信方面，公司建立了《厦门象屿股份有限公司信用业务管理制度》等制度，对客商准入、过程管理和退出进行全流程有效管控，尤其对赊销客户和预付款供应商进行全面考察和评估，包括但不限于调取客户资信评估报告、征信报告、财务报告、拜访报告、资产评估报告等，定期和不定期的回访采购预付款/赊销客户，动态评估并根据评估结果及时调整信用额度，对于部分合作情况不理想的客户/供应商视情况要求其追加信用保险、提供抵押、担保等风控补偿措施。套期保值方面，面对大宗商品价格波动明显的特点，公司制订了《厦门象屿股份有限公司套期保值业务管理制度》规范金融衍生品相关交易，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，规避价格涨跌对公司损益的影响，设置专职部门（产业研究部）对商品价格进行每日盯盘，分析商品未来走势，提前采取对应的措施。

大宗商品物流服务方面，公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。综合物流服务方面，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；农产品物流服务方面，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；铁路物流方面，近年来公司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，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。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户根据资信情况给予一定的账期，并通过动态调整发货节奏，降低回款风险。

2023 年，公司综合物流服务收入同比下降 7.84%，毛利率同比变化不大；因粮食国储业务量下降，单吨固定成本上涨，农产品物流收入同比下降 6.88%，毛利率同比减少 25.60 个百分点；公司通过持续服务疆煤出疆，拓展铝产品、钢材、高岭土等多品类物流业务，铁路物流收入同比增长，但受铁运市场增速放缓、自备箱回空优惠政策调整、煤炭行情大幅波动等因素影响，毛利率同比下降。

图表 6 • 近年来公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	58.27	8.98%	63.97	9.97%	55.41	9.93%
农产品物流服务	3.71	51.03%	3.12	60.76%	2.90	35.16%
铁路物流服务	11.56	6.36%	9.79	8.31%	12.54	4.07%

资料来源：厦门象屿提供

图表 7 • 截至 2023 年底公司基础物流设施情况

项目	基础设施情况	相关运营主体
铁路运输	11个铁路货运场站（自有9个、托管1个、租赁1个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套47条铁路专用线、约250万平方米集装箱堆场和仓库、约3万个自备集装箱，年发运能力超4500万吨，位居行业前列，并形成“山东-河南-新疆”“陕西-云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路	象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）、物流集团、象屿农产及其下属子公司、厦门象屿速传供应链发展股份有限公司
公路运输	自有运输车辆约1000辆，整合社会车辆约10万辆	
水路运输	与招商港口系、山东港口系、中远海系、青岛港、连云港、日照港等优质港航企业达成战略合作	

	作，整合运力。自有集散两用船舶3艘，持续整合社会船舶，形成“自有+合作”相结合的水运运力配置，报告期内国内沿海及长江流域运量超2700万吨	
仓储集群	7大粮食收购平台，自有仓容约1300万吨，配备9条铁路专用线；52个自有及包租管理仓库，面积逾160万平方米；堆场8个，面积逾50万平方米；期货交割库17个，库容约100万吨	
国际物流	依托全球大宗干散货国际租船能力及国际班列物流通道服务能力，构建中国-印尼物流通道（2023年运量1700万吨）、中国-越南&泰国物流通道、中欧班列双向运输通道等通道，锻造国际多式联运能力，强化海外属地化物流服务	

资料来源：厦门象屿提供

2024年6月，厦门象屿发布公告称将以现金方式受让四家投资人³所持黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）合计43.5258%股权，合计付款金额不高于42亿元（具体以后续协议约定为准）。本次交易后，厦门象屿将持有象屿农产100%股权；本次交易将小幅减少公司净资产，不影响当年净利润规模，对业务经营不产生重大不利影响。截至本报告出具日，上述股权回购事项已完成。

（2）印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目

受外部经济形势变化导致上游原材料价格及生产成本上升，下游需求及价格下降等因素影响，2021—2023 年印尼项目净利润持续下滑，2023 年发生较大亏损。不锈钢行业周期性强，预计未来短期内仍面临供需阶段性调整局面。

公司下属子公司 OSS 公司建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目建设内容包括年产 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。项目总投资金额 140.49 亿元，资金来源主要为项目贷款，项目已于 2021 年底基本完工，并于 2022 年投入运营。项目主要产成品为 300 系不锈钢坯，销售以 FOB 模式为主，主要销往中国内地。2023 年，OSS 公司销售不锈钢坯 58.27 万吨，同比下降 47.82%，销售镍铁 129.62 万吨，同比增长 105.06%，主要系该公司主动调整商品结构所致。2021—2023 年，OSS 公司实现销售收入约 166.72 亿元、257.58 亿元和 238.85 亿元；实现净利润约 20.00 亿元、2.29 亿元和 -23.46 亿元，主要系外部经济形势变化导致上游原材料价格及生产成本上升，产成品下游需求及价格下降等因素综合所致。

（3）玉米深加工业务

2021—2023 年，玉米深加工业务净利润有所波动，2023 年受前期原材料采购成本高所致净利润发生亏损。

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。金象生化下属富锦项目（85 万吨玉米深加工）和北安项目（100 万吨玉米深加工）承担 185 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。

2021—2023 年，金象生化实现营业收入分别为 103.83 亿元、112.60 亿元和 111.13 亿元，实现净利润分别为 0.26 亿元、0.34 亿元和 -1.94 亿元。2023 年净利润亏损系前期原材料采购成本高所致。

3 房地产

公司房地产业务尚未形成规模化运营，项目布局以一二线城市刚需及首改为主，近年来结转项目及其毛利率存在一定波动性。2023 年，公司协议销售收入持续增长，开发投资规模有所回落。公司房地产在建项目尚需一定投资规模，考虑到市场需求尚未回暖，公司房地产业务未来去化情况有待关注。

公司房地产业务主要由象屿地产运营，房地产业务包括商品房销售，并持续发展持有型商业物业、长租公寓、象屿物业等业务。公司所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、福建等地，产品立足于刚需和首改。

公司房地产业务尚未形成稳定的规模化运营，拿地开发及项目结转有一定波动性。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 6~9 个月为开发上市周期，在同一区域进行滚动开发。2021—2023 年，公司房地产开发投资规模有所波动，2023 年投资规模同比回落，2023 年当期竣工面积大幅增加，主要系 2021 年及以前获取的部分项目达到竣工节点。

销售方面，2021—2023 年，公司结转房地产收入波动增长，2023 年为 75.66 亿元，随着竣工面积增加同比增长 66.88%。协议销售方面，2021—2023 年，公司协议销售面积逐年增长，增速有所放缓；受益于签约销售价格与协议销售面积持续增长，协议销售金额亦呈现增长，项目主要位于上海、苏州、福州、南京等地。

³ 中银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司。

图表 8 • 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
房屋竣工面积（万平方米）	39.98	78.00	130.17	0.00
房屋销售面积（万平方米）	60.96	105.75	114.59	11.85
新增土地储备情况（万平方米）	88.13	41.76	33.32	0.73
平均销售单价（万元/平方米）	2.60	3.41	3.52	2.49
协议销售收入（亿元）	158.71	360.37	403.40	29.54
开发投资规模（亿元）	273.06	283.00	238.13	36.36

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；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，土地储备方面，受到地区招拍挂政策、市场环境变化及公司内部策略影响，2021—2023 年，公司新增土地储备规模呈现波动，2023 年为 33.32 万平方米。截至 2024 年 3 月底，公司储备可售面积 232.18 万平方米，其中福州占 19.49%、上海占 18.44%、苏州占 17.54%、南平占 9.85%、重庆占 8.01%、绍兴占 7%、厦门占 6.92%、天津占 6.24%、唐山占 3.58%、南京占 2.93%。

截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产项目（含未建未售）总建筑面积 1,282.8 万平方米，总投资额 1,742.65 亿元，已投资 1,513.98 亿元，尚需投资 228.67 亿元（含非并表项目 150.53 亿元、并表项目 78.14 亿元），按持股比例匡算，公司需投资 144.79 亿元左右，存在一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2024 年 3 月底，公司在厦门、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 12.17 万平方米，出租率均在 85%以上。

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 2024 年 3 月底，公司承担的在建代建项目有港中路（三航预制场—海天码头）段道路建设工程（一期工程）、海沧航道四期工程、集美北路（集灌路-集美大道段）提升改造、新机场蔡厝片区石厝路及望嶺北路工程等，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 7.59 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。

4 类金融

象屿金象金融业务与集团内部其他板块具有协同效应，近年来类金融业务资产规模和收入规模持续增长，2023 年公司加大自营资产包收购力度，委贷业务有所收缩。

公司类金融业务主要运营主体为象屿金象及其下属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、厦门象屿小额贷款有限责任公司（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。象屿金象业务收入主要来自产业金融收入（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等方式体现）、消费金融收入（主要是小贷公司及二手车融资租赁）、资产管理收入（主要是不良资产包处置）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链相关的上下游企业，具有协同效应。

图表 9-1 • 象屿金象业务收入构成情况

	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入 （亿元）	占比 （%）	收入 （亿元）	占比 （%）	收入 （亿元）	占比 （%）
产业金融	8.43	56.15	11.02	55.34	12.59	54.81
消费金融	3.27	21.78	5.50	27.6	5.95	25.89
资产管理	3.11	20.72	2.84	14.24	4.22	18.39
其他	0.20	1.35	0.56	2.82	0.21	0.90
合计	15.02	100.00	19.92	100.00	22.97	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

图表 9-2 • 象屿金象类金融业务资产余额构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底	2022 年底	2023 年底
不良资产包账面余额	33.85	26.35	43.66

其中：自营资产包	19.23	12.07	29.81
合作收购业务	14.62	14.27	13.84
委托贷款在贷余额	63.95	74.94	51.30
其中：产业金融在贷余额	55.39	70.48	46.75
其他委托贷款在贷余额	8.56	4.46	4.55
保理业务余额	16.25	12.75	40.04
小贷业务余额	4.52	4.40	2.91
融资租赁业务余额	22.52	30.81	29.32
合计	141.09	149.25	167.23

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，合作收购业务客户缴纳 30% 的保证金不体现在资产包账面余额中，而审计报告口径合作收购业务是按合作收购业务总额计入

资料来源：公司提供

2021-2023 年末，象屿金象类金融业务资产余额持续增长，以不良资产包、委托贷款、保理业务和融资租赁业务为主，其中 2023 年末不良资产包余额和保理业务余额较上年底增长明显，委贷业务规模有所收缩。截至 2024 年 3 月底，象屿金象类金融业务逾期本金合计 6.14 亿元，累计计提减值准备 5.23 亿元，其中针对逾期项目本金累计计提 3.79 亿元。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，象屿金象类金融业务逾期项目已于 2021 年度足额计提减值，2022 年以来无新增逾期。2022 年和 2023 年象屿金象分别收回逾期本金 45,204.69 万元和 3,121.52 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，参股金融类股权包括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，及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。2023 年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计 4.12 亿元。

5 未来发展

公司发展目标明确，符合公司定位，未来发展可持续性较强。

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、以供应链为核心的综合性投资控股集团。规划目标：1、至“六五”规划末，公司核心主业的行业地位将大幅提升，规模效应、协同效应和叠加效应的体现更加突出，资源的整合力、相关产业的引领力、服务影响力将不断增强；2、国际化程度将大幅上升，连接和利用国内与国际两个市场、两种资源的能力进一步增强；3、模式引领力将大幅增强，从投资驱动向价值驱动的转变更为显著，产业运营和资本运作双轮驱动的特征更加明显；4、管理机制及管理效能将大幅优化，形成“能力总部、专业经营”的高效组织，经营管理、运营效率、创新能力、人才队伍达到一流水平。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。截至 2023 年底，公司合并范围内二级子公司 21 家，通过股权划转和内部公司股权变更增加 2 家，为厦门新为天企业管理有限公司、厦门象屿自贸区开发有限公司，通过注销和内部公司股权变更减少 3 家，为厦门象屿支付有限公司、厦门自贸投资发展有限公司、厦门象盛投资合伙企业（有限合伙）。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围较上年底新增 1 家，为新设立厦门象投资合伙企业（有限合伙）；合并范围内二级子公司共计 22 家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产总额持续增长，构成以流动资产为主。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，期末形成一定资金占用。公司资产受限比例较低，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，资产质量及流动性好。

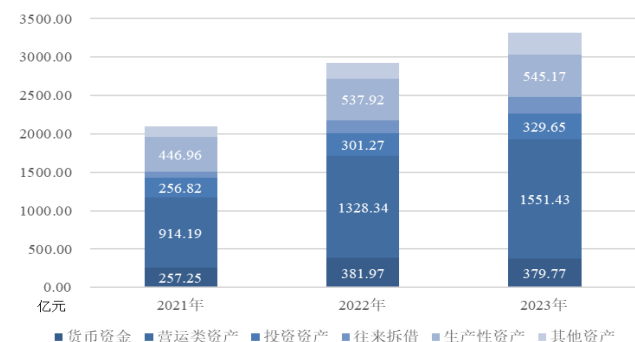
截至 2023 年底，公司合并资产总额 3315.88 亿元，较上年底增长 13.23%。其中，流动资产占 71.37%，非流动资产占 28.63%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司资产构成主要为货币资金、营运类资产和生产性资产。其中，营运类资产主要由应收账款、预付款项和存货构成。截至 2023 年底，公司货币资金 379.77 亿元，较上年底变化不大，货币资金中有 53.41 亿元受限资金，受限比例为 14.06%；交易性金

融资产 69.41 亿元，较上年底增长 49.98%，构成主要为资产包、权益工具投资和信托计划及理财产品，包括兴业证券等上市公司股票；公司应收账款账面价值 174.47 亿元，较上年底增长 28.99%，主要系供应链部分业务采取赊销和信用证结算所致。应收账款账龄以 1 年为主，累计计提坏账准备 8.16 亿元；应收账款前五大欠款方账面余额合计为 25.61 亿元，占比为 14.02%，集中度低；公司预付款项 252.42 亿元，较上年底增长 42.60%，主要系供应链全产业链业务为获取稳定的上游资源，预付实体企业款项较上年同期增加所致；公司其他应收款 222.88 亿元，较上年底增长 33.34%，增加主要系房地产业务支付合资公司合作项目营运款增加及期货保证金增多导致。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其他应收暂付款项等；公司存货账面价值 1046.28 亿元，较上年底增长 12.96%，主要系供应链全产业链板块营业规模扩大，为满足后续业务销售需要，合理增加供应链业务的库存商品所致。公司存货的构成主要是原材料、库存商品和房地产开发成本。截至 2023 年底，公司其他流动资产 166.89 亿元，较上年底增长 51.37%，主要系预缴各种税费、应收保理款增加所致，构成主要包括资产包 16.95 亿元、预缴及待抵扣税费 51.34 亿元、定期存款 48.63 亿元和应收保理款 36.36 亿元等。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 3470.91 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 72.45%，非流动资产占 27.55%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 10 • 公司各类资产变化情况



注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用
资料来源：公司财务报告

图表 11 • 2023 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	53.41	14.06%	保证金、预售监管账户、定期存单及应计利息等
固定资产	183.85	49.06%	抵押、售后回租融资受限、财产保全担保
其他流动资产	50.38	30.19%	质押
存货	59.18	5.66%	抵押、质押及售后回购
投资性房地产、无形资产、在建工程	34.83	24.81%	抵押借款、财产保全担保
其他非流动资产	10.10	13.56%	质押
其他	7.80	--	--
合计	399.55	12.05%	--

资料来源：公司审计报告

2023 年，公司所有者权益保持增长，所有者权益中少数股东权益、永续债和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

截至 2023 年底，公司所有者权益 874.90 亿元，较上年底增长 5.22%，主要来自其他权益工具和资本公积金增加所致。2023 年底，公司资本公积增加包括厦门市国资委拨付资金增加资本溢价 0.67 亿元，因增加和调整厦门市国资委划拨资产增加资本溢价 11.31 亿元，子公司收到财政拨款转增资本溢价等。截至 2023 年底，公司其他权益工具全部为永续期和永续债券。截至 2023 年底所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 33.80%，少数股东权益占比为 66.20%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 2.03%、12.97%、9.39%和 8.92%。所有者权益结构稳定性较弱。

跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务负担重。

截至 2023 年底，公司负债总额 2440.98 亿元，较上年底增长 16.41%，主要系长短期借款增加所致。其中，流动负债占 80.80%，非流动负债占 19.20%。公司负债以流动负债为主，主要为短期借款和经营性负债。截至 2023 年底，公司短期借款 467.00 亿元、应付票据 294.35 亿元、应付账款 212.98 亿元、合同负债 539.47 亿元。截至 2023 年底，公司全部债务 1453.20 亿元，较上年底增长 12.49%，主要系短期债务增加所致，期限结构以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 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 73.61%、62.42%和 34.02%，较上年底分别提高 2.01 个百分点、提高 1.58 个百分点和下降 4.05 个百分点。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 1565.55 亿元，较上年底增长 7.73%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 67.67%，长期债务占 32.33%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年 3 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 72.92%、62.49%和 35.01%，较上年底分别下降 0.69 个百分点、提高 0.07 个百分点和提高 0.99 个百分点。公司债务负担重。

2023 年，公司营业总收入同比下降，期间费用及减值损失计提规模增加对经营性利润侵蚀加剧，利润总额对非经营性损益依赖度上升，部分收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。总体看，公司整体盈利能力指标处于较高水平。

2023 年，公司实现营业总收入 4904.98 亿元，同比下降 12.82%，主要系供应链全产业链收入下降所致；营业利润率为 2.43%，同比下降 0.27 个百分点。2023 年，公司期间费用率为 2.16%，同比增加 0.62 个百分点；减值损失方面，2023 年资产减值损失 7.86 亿元，主要为存货跌价损失，计提规模同比有所下降；信用减值损失主要为对应收类款项（应收账款和其他应收账款等）的减值，2023 年受供应链业务客户未如期交货影响，信用减值计提规模同比大幅增至 11.96 亿元。

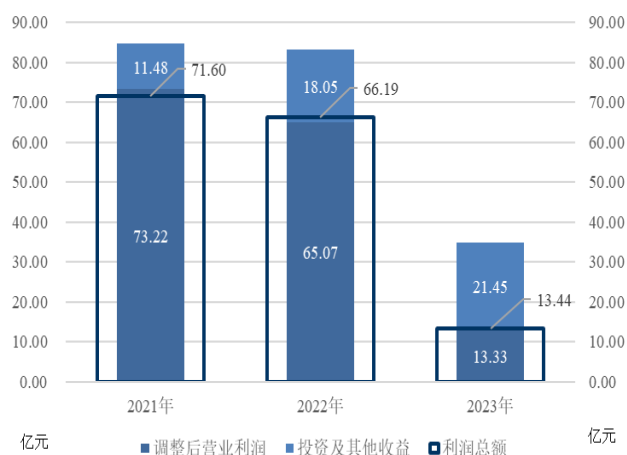
2023 年，公司毛利润同比下滑，期间费用及减值损失计提规模逐年增长，对利润侵蚀加剧，公司经营性利润逐年下降，2023 年同比下滑幅度大，利润总额对非经常性损益的依赖度上升。其中，投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、理财收益等，2023 年受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响；其他收益主要为政府补助，稳定性尚可；营业外收入主要为赔偿金、违约金收入，稳定性较弱。

图 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	4843.83	5626.22	4904.98
营业成本	4682.05	5463.64	4774.54
期间费用	83.72	86.74	106.02
其他收益	3.47	6.14	7.82
投资收益	3.44	11.39	4.99
营业外收入	1.73	6.71	3.63
资产减值损失	-7.00	-9.64	-7.86
信用减值损失	-4.16	-3.17	-11.96
利润总额	71.60	66.19	13.44
调整后营业利润率（%）	1.51	1.16	0.27
总资产收益率（%）	5.65	4.21	2.48
净资产收益率（%）	9.24	5.82	1.14

注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用总额）/营业总收入*100
资料来源：联合资信根据财务报告整理

图 13 • 2021—2023 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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，季度性波动明显；考虑到公司各板块业务的持续开展和投入，对外融资需求将持续存在。

2023 年，公司经营活动现金流量净额持续表现为净流入；公司投资活动净现金流受理财产品购买/赎回、对外固定资产投资等影响呈现波动，2023 年为负主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金规模较大所致；公司筹资活动现金流量净额继续表现为净流入，受控制融资节奏影响，净流入规模继续下降。2024 年一季度，公司经营活动现金流量净额-146.21 亿元，系年初供应链采购备货所致。

图 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	5711.94	6791.28	6122.27	1313.53
经营活动现金流出小计	5683.28	6662.76	6034.64	1459.74
经营活动现金流量净额	28.66	128.52	87.63	-146.21
投资活动现金流入小计	375.54	437.03	781.57	108.53
投资活动现金流出小计	494.11	563.81	853.25	128.65
投资活动现金流量净额	-118.57	-126.78	-71.68	-20.12
筹资活动前现金流量净额	-89.91	1.74	15.95	-166.33
筹资活动现金流入小计	1577.15	1934.54	1824.57	541.31
筹资活动现金流出小计	1454.02	1817.09	1822.52	311.57
筹资活动现金流量净额	123.13	117.45	2.05	229.74
现金收入比	110.56%	113.59%	116.06%	111.44%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通；考虑到公司可用授信余额较大，且获得股东在业务协同、资金拨付等方面的支持力度强，均可为偿债能力提供支撑。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	129.69	128.96	119.98
	速动比率（%）	75.17	69.73	66.93
	经营现金/流动负债（%）	2.64	8.22	4.44
	经营活动现金流入量/短期债务（倍）	9.49	8.70	6.11
	现金类资产/短期债务（倍）	0.59	0.57	0.49
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	122.69	135.40	94.55
	全部债务/EBITDA（倍）	7.91	9.54	15.37
	经营现金/全部债务（倍）	0.03	0.10	0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	3.28	2.65	1.66
	经营现金/利息支出（倍）	0.77	2.52	1.54

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从偿债指标看，2021—2023 年末，公司主要短期偿债指标有所弱化，经营活动现金流入量对短期债务具备较强的保障能力；长期偿债指标表现尚可。

截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内共获得银行授信额度 3120.36 亿元，尚未使用额度 1558.02 亿元，间接融资渠道畅通；公司下属子公司厦门象屿为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2024 年 3 月底，公司合并对外融资担保（不含房地产阶段性按揭担保及担保公司的担保业务）15.78 亿元。其中，公司为厦门天马显示科技有限公司提供担保 4.13 亿元；为厦门西海湾邮轮城投资有限公司项目融资担保 11.42 亿元；公司下属子公司象屿地产对非并表合资公司融资担保 0.10 亿元；公司下属子公司厦门象屿物流集团有限责任公司为高安成晖供应链有限责任公司提供担保 0.10 亿元；公司子公司厦门象屿发展有限公司为厦门香境旅游投资运营有限公司提供担保 0.03 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司（含子公司）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。截至 2024 年 3 月底，公司作为被告的诉讼事项详见附件 1-3。

3 公司本部主要变化情况

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，通过资金统筹管理调度机制保持资产流动性，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，整体债务负担很重，对再融资依赖程度高。

截至 2023 年底，母公司资产总额 584.62 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 218.18 亿元（占比 37.32%），非流动资产 366.44 亿元（占比 62.68%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 5.21%）、交易性金融资产（占 7.46%）和其他应收款（占 86.94%）；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 18.57%）和长期股权投资（占 76.56%）构成。截至 2023 年底，母公司货币资金为 11.36 亿元。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统筹集约管理，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 2023 年底，母公司负债总额 405.36 亿元，较上年底下降 4.70%。其中，流动负债 216.60 亿元（占比 53.43%），非流动负债 188.76 亿元（占比 46.57%）。截至 2023 年底，母公司全部债务 336.25 亿元，全部债务资本化比率 65.23%。同时考虑到权益中包含其他权益工具（永续债）82.17 亿元，母公司债务负担很重。

所有者权益方面，截至 2023 年底，公司本部所有者权益 179.26 亿元，较上年底增长 19.21%。在所有者权益中，实收资本为 17.76 亿元；资本公积合计 92.29 亿元，资本公积增加系收到拨付资金和股权、资产注入；未分配利润合计-13.72 亿元，较上年底亏损规模略有扩大，原因系当年上缴国有资本收益及其他权益工具付息所致。母公司权益构成中其他权益工具 82.17 亿元，规模很大，权益稳定性偏弱。

2023 年，母公司营业总收入为 2.20 亿元，利润总额为 5.74 亿元。同期，母公司投资收益为 12.05 亿元。其中，对成本法核算的长期股权投资确认投资收益 6.72 亿元，处置长期股权投资产生的投资收益 7.37 亿元，交易性金融资产在持有期间的投资收益 1.18 亿元。

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金净流出 26.51 亿元，取得投资收益收到的现金 19.76 亿元，无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 24.42 亿元；截至 2024 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.19 倍，债务偿还还依赖再融资。

（五）ESG 方面

整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属贸易类和类金融企业面临的环境风险较小。公司下属生产制造板块在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物，需关注相关环保风险。其中，OSS 公司高度重视安保体系建设，严格按照印尼的 K3 体系组建安环管理部门，落实安全环保管理主体责任，构建全员事故风险防控体系，坚持以人为本，秉持绿色环保的发展理念，严格按照印尼政府的环保要求建设和生产，配备完善的环保设施，确保公司各类排放物达标排放。此外，公司配有中印尼安保队伍超 300 人，驻场军人、警察约 70 人，遇突发情况，可快速调动军警警力进驻厂区，为厂区安全生产经营提供保障。同时，根据厦门象屿 2023 年 7 月披露的《厦门象屿 2022 年度环境、社会及治理报告》，公司“公转铁”运输减少碳排放 147 万吨，“散改集”运输减少碳排放 2.7 万吨，电子签章应用减少碳排放 6028.8 吨，累计实现车队“柴改气”95 辆。联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高；作为国有企业，公司可承担一定社会责任。近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。公司未设有专门的 ESG 管治部门或组织；公司下属厦门象屿设有专门的 ESG 管治部门或组织，明确以战略管理委员会及下属 ESG 执行委员会为监督、指导机构，ESG 管理办公室为日常 ESG 相关工作的统筹管理机构，ESG 信息披露质量较高，ESG 风险管理体系完善。

七、外部支持

1 支持能力

厦门市作为五大计划单列市之一，财政实力强。

2023 年，厦门市实现一般公共预算总收入 1577.06 亿元，比上年增长 5.6%。其中，地方级一般公共预算收入 932.10 亿元，增长 5.5%。在地方级财政收入中，实现税收收入 665.04 亿元，增长 5.3%，其中，增值税收入 275.44 亿元，增长 41.1%；企业所得税收入 117.38 亿元，下降 7.1%；个人所得税收入 60.44 亿元，下降 3.0%；土地增值税收入 39.45 亿元，下降 53.3%。

2 支持可能性

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。公司将持续承担厦门市部分市政配套项目建设东坪山升级改造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。

2022 年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，将相关港口航运相关资产及股权划拨注入公司，进一步增厚公司资本。

近年来，公司多次获得政府增资及财政拨款转增资本，2021—2023 年获得各类财政拨款转增资本公积分别为 8.80 亿元、9.93 亿元和 0.96 亿元。

八、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至 2024 年 7 月 5 日，公司存续期普通优先债券 18 支，合计金额 190.40 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入量对公司存续期普通优先债券保障能力强。

2 永续债

截至 2024 年 7 月 5 日，公司存续永续债券余额合计 93.00 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的 11.25 倍，调整后长期债务为 EBITDA 的 5.75 倍。

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 象屿 MTN002”“22 象屿 GN003”“23 象屿 MTN001”“23 象屿 MTN002”“24 象屿 MTN001”“24 象屿 MTN002A”和“24 象屿 MTN002B”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-3 截至 2024 年 3 月底公司（含子公司）作为被告的主要未决诉讼

1. 2022 年 4 月及 5 月，厦门龙津进出口贸易有限公司（以下简称“厦门龙津”）、福建省龙岩市国贸有限公司（以下简称“龙岩国贸”）分别与公司子公司厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟采购铝锭，在象屿铝晟向厦门龙津、龙岩国贸转移了铝锭货权后，对方均向厦门铝晟出具了相关收货收据。2022 年 9 月及 11 月，厦门龙津、龙岩国贸分别向厦门市湖里区人民法院对象屿铝晟提起两项诉讼，诉讼请求为解除原《铝锭购销合同》、返还原支付的采购货款及撤销其向象屿铝晟出具的收货收据，标的金额分别为 19301.03 万元（两案合计）及 17614.63 万元（两案合计）。象屿铝晟认为，公司不存在违约行为，厦门龙津、龙岩国贸应向其他责任方主张权利。
进展：截至本报告出具日，该诉讼处于一审阶段。
2. 2015 年 11 月 11 日，上海鼎衡航运科技有限公司（以下简称“鼎衡航运”）、南通市通宝船舶有限公司（以下简称“通宝公司”）与本公司子公司厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“物流集团”）就 8,500 吨级不锈钢化学品船的建造及处置等合作事宜签订《合作协议》，约定由三方合作建造四艘 8,500 吨级化学品船，并在船舶建造完成后依约进行船舶处置并分配处置款。物流集团协议约定完成前述船舶的处置后，2022 年 12 月 2 日，鼎衡航运向厦门海事法院提起诉讼，追加通宝公司为第三人，诉讼请求为要求被告物流集团就前述船舶支付监造费用、返还船舶造船款、分配船舶处置款、重新处置其中一艘船舶并就该船赔偿处置损失及预期利润损失、留船物料、多付的光租租金，还要求支付前述监造费用、造船款、分配款的利息，诉请金额合计人民币 29,230.69 万元。厦门海事法院受理该案件后，于 2023 年 2 月送达并通知物流集团应诉。物流集团就鼎衡航运的诉讼请求提出管辖权异议。2024 年 2 月本案管辖权异议审理完毕。管辖权异议审理过程中，鼎衡航运撤回部分厦门海事法院无管辖权的诉讼请求，变更后的诉请金额合计人民币 28976.53 万元。物流集团认为，物流集团在《合作协议》履行及案涉船舶处置过程中均符合约定，不存在违约行为，且认为鼎衡航运诉求的赔偿金额无事实与协议依据。公司法务部判断物流集团的主张有法律依据，目前物流集团正准备向鼎衡航运提起反诉，诉请鼎衡航运按《合作协议》约定比例向物流集团支付船舶处置款项不足分配的差额部分金额。
进展：截至本报告出具日，该诉讼处于一审阶段。

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	356.39	448.83	463.16	524.08
应收账款（亿元）	96.33	135.26	174.47	189.56
其他应收款（亿元）	80.55	167.15	223.38	230.27
存货（亿元）	591.18	926.28	1046.28	1094.81
长期股权投资（亿元）	80.85	97.64	165.97	166.63
固定资产（亿元）	299.62	380.62	374.73	369.71
在建工程（亿元）	49.05	43.82	40.95	44.75
资产总额（亿元）	2098.40	2928.39	3315.88	3470.91
实收资本（亿元）	17.76	17.76	17.76	17.76
少数股东权益（亿元）	439.97	557.96	579.15	621.10
所有者权益（亿元）	628.53	831.49	874.90	939.91
短期债务（亿元）	601.91	780.65	1002.10	1059.21
长期债务（亿元）	368.89	511.19	451.09	506.34
全部债务（亿元）	970.80	1291.83	1453.20	1565.55
营业总收入（亿元）	4843.83	5626.22	4904.98	1107.52
营业成本（亿元）	4682.05	5463.64	4774.54	1083.29
其他收益（亿元）	3.47	6.14	7.82	1.65
利润总额（亿元）	71.60	66.19	13.44	0.20
EBITDA（亿元）	122.69	135.40	94.55	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5355.10	6390.61	5692.59	1234.18
经营活动现金流入小计（亿元）	5711.94	6791.28	6122.27	1313.53
经营活动现金流量净额（亿元）	28.66	128.52	87.63	-146.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-118.57	-126.78	-71.68	-20.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	123.13	117.45	2.05	229.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	41.57	42.04	28.49	--
存货周转次数（次）	9.34	7.20	4.84	--
总资产周转次数（次）	2.55	2.24	1.57	--
现金收入比（%）	110.56	113.59	116.06	111.44
营业利润率（%）	3.24	2.70	2.43	2.05
总资本收益率（%）	5.65	4.21	2.48	--
净资产收益率（%）	9.24	5.82	1.14	--
长期债务资本化比率（%）	36.98	38.07	34.02	35.01
全部债务资本化比率（%）	60.70	60.84	62.42	62.49
资产负债率（%）	70.05	71.61	73.61	72.92
流动比率（%）	129.69	128.96	119.98	125.19
速动比率（%）	75.17	69.73	66.93	70.68
经营现金流动负债比（%）	2.64	8.22	4.44	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.57	0.46	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	2.65	1.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.91	9.54	15.37	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.12	42.04	27.64	77.19
应收账款（亿元）	0.00	0.44	0.41	0.41
其他应收款（亿元）	129.36	183.00	190.07	170.94
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	184.37	218.95	280.56	283.98
固定资产（亿元）	0.07	1.11	0.71	0.69
在建工程（亿元）	3.97	0.09	0.00	0.00
资产总额（亿元）	418.31	575.72	584.62	619.31
实收资本（亿元）	17.76	17.76	17.76	17.76
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	87.46	150.38	179.26	202.55
短期债务（亿元）	70.10	146.64	147.54	158.49
长期债务（亿元）	177.34	190.12	188.71	205.75
全部债务（亿元）	247.44	336.76	336.25	364.24
营业总收入（亿元）	0.22	1.23	2.20	0.59
营业成本（亿元）	0.28	0.38	0.65	0.13
其他收益（亿元）	0.06	0.07	0.06	0.01
利润总额（亿元）	1.92	8.82	5.74	-1.95
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.24	1.22	2.15	0.19
经营活动现金流入小计（亿元）	14.55	79.15	448.28	63.45
经营活动现金流量净额（亿元）	3.59	-75.63	-26.51	1.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-23.48	50.38	12.74	14.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.12	51.40	-4.99	33.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	71.19	5.54	5.19	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	110.45	99.36	97.85	31.76
营业利润率（%）	-63.78	63.15	67.02	73.73
总资本收益率（%）	4.06	5.28	4.87	--
净资产收益率（%）	2.86	5.87	4.44	--
长期债务资本化比率（%）	66.97	55.84	51.29	50.39
全部债务资本化比率（%）	73.89	69.13	65.23	64.26
资产负债率（%）	79.09	73.88	69.34	67.29
流动比率（%）	103.67	95.96	100.73	117.95
速动比率（%）	103.67	95.96	100.73	117.95
经营现金流动负债比（%）	2.34	-32.16	-12.24	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.29	0.19	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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/营业总收入×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-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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