

信用评级公告

联合〔2023〕463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及其拟发行的 2023 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，厦门象屿集团有限公司 2023 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年一月十九日

厦门象屿集团有限公司

2023 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行金额 10 亿元，发行金额上限 25 亿元

本期中期票据期限：品种一：2+N(2)年，品种二：3+N(3) 年，品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

募集资金用途：补充流动资金及归还公司负债

评级时间：2023 年 1 月 19 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	V4.0.202208
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

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“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，核心品类业务量稳定增长，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 250 万吨不锈钢一体化冶炼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。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。

本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱，一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将增加。

未来，随着公司供应链物流业务模式逐步完善，印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目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以及本期中期票据的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

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	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
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

分析师：王晴 刘丙江

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

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资本公积，2020 年获得各类财政拨款合计 4.99 亿元，2021 年获财政拨款合计 8.80 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。
2. 厦门象屿供应链物流收入规模和盈利能力不断提升。近年来，子公司厦门象屿基于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 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目已基本完成投资并顺利投产，在建项目投资压力减轻。2021 年，项目公司实现收入 166.72 亿元，净利润 20.30 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 2022 年 9 月底，公司剔除受限后的现金类资产余额为 484.77 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 2342.00 亿元，其中未使用的授信额度为 1056.94 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，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 2022 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 72.46%、63.84%和 38.02%，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 2022 年 9 月底现金短期债务比为 0.52 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，公司资产减值损失和投资收益等对利润稳定性有一定影响。
4. **公司房地产在建项目存在一定资金压力，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，公司房地产业务未来去化情况有待关注。**因 2018 年至 2020 年期间公司只新增极少量土地储备，致使 2021 年公司房屋竣工面积同比大幅下降，为了房地产业务良性发展，公司 2021 年新增土地储备面积有所提升；截至 2022 年 9 月底，公司在建房地产项目尚需投资约 155.62 亿元，存在一定资金支出压力。
5. **类金融业务中部分委托贷款及保理业务已出现逾期，存在资金回收风险。**公司类金融业务中部分委托贷款及保理业务已出现逾期，截至 2022 年 9 月底，类金融业务逾期本金合计 6.07 亿元，累计计提减值准备 4.19 亿元，减值充分度提升，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。
6. **本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，且利息支付的约束力较弱。**若公司选择利息递延支付，累计的利息支付压力将增加。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	135.39	253.13	277.48	484.77
资产总额（亿元）	1393.67	1700.25	2098.40	2916.04
所有者权益（亿元）	435.55	475.78	628.53	803.15
短期债务（亿元）	344.16	526.31	601.91	925.19
长期债务（亿元）	247.71	278.18	368.89	492.60
全部债务（亿元）	591.88	804.49	970.80	1417.79
营业收入（亿元）	2841.82	3748.35	4843.83	4072.03
利润总额（亿元）	34.66	38.02	71.60	52.42
EBITDA（亿元）	64.55	79.72	122.69	--
经营性净现金流（亿元）	33.52	32.95	28.66	-36.27
营业利润率（%）	3.87	2.82	3.24	2.88
净资产收益率（%）	5.95	6.46	9.24	--
资产负债率（%）	68.75	72.02	70.05	72.46
全部债务资本化比率（%）	57.61	62.84	60.70	63.84
流动比率（%）	127.15	121.30	129.69	129.35
经营现金流动负债比（%）	4.80	3.53	2.64	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.48	0.46	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.50	3.28	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.17	10.09	7.91	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	290.96	375.30	418.31	630.44
所有者权益（亿元）	136.07	134.19	87.46	145.02
全部债务（亿元）	123.52	163.70	247.44	360.67
营业收入（亿元）	0.30	0.76	0.22	0.16
利润总额（亿元）	0.76	8.26	1.92	0.43
资产负债率（%）	53.23	64.24	79.09	77.00
全部债务资本化比率（%）	47.58	54.95	73.89	71.32
流动比率（%）	143.78	93.29	103.67	96.82
经营现金流动负债比（%）	-0.38	-4.55	2.34	--

注：2022 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；2019-2022 年 9 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 116.90 亿元、111.53 亿元、60.30 亿元和 55.46 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	2022/8/11	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
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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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

2023 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”或“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，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 年获财政拨款合计 8.80 亿元（计入资本公积）。截至 2022 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“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 2022 年 9 月底，公司对厦门象屿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 2022 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 2021 年底，公司合并资产总额 2098.40 亿元，所有者权益合计 628.53 亿元（含少数股东权益 439.97 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 4843.83 亿元，利润总额 71.60 亿元。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额

2916.04 亿元，所有者权益 803.15 亿元（含少数股东权益 537.68 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 4072.03 亿元，利润总额 52.42 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司本次计划发行 2023 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），募集资金将用于补充流动资金及归还公司负债。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期中期票据基础发行金额 10 亿元，发行金额上限 25 亿元。品种一为 2+N(2)年期；品种二为 3+N(3)年期。公司与簿记管理人有权根据集中簿记建档情况对本期债券各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过 25 亿元。本期中期票据于公司依照发行条款约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

本期中期票据的本金和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。

在利率方面，品种一：前 2 个计息年度的

票面利率将通过集中簿记建档确定,在前2个计息年度内保持不变。前2个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差²。第2个计息年度末为首个票面利率重置日,自第3个计息年度起,每2年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满2年的对应日(如遇法定节假日,则顺延至其后的1个工作日,顺延期间不另计息)。如公司选择不赎回本期中期票据,则从第3个计息年度开始,每2年票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上300个基点,票面利率公式为:当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs,在之后的2个计息年度内保持不变;如果未来因宏观经济及政策变化等因素导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利率再加上300个基点确定。

品种二:前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档确定,在前3个计息年度内保持不变。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率⁴加上初始利差⁵。第3个计息年度末为首个票面利率重置日,自第4个计息年度起,每3年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满3年的对应日(如遇法定节假日,则顺延至其后的1个工作日,顺延期间不另计息)。如公司选择不赎回本期中期票据,则从第4个计息年度开始,每3年票面利率调整为当期基准利率⁶加上初始利差

再加上300个基点,票面利率公式为:当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs,在之后的3个计息年度内保持不变;如果未来因宏观经济及政策变化等因素导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利率再加上300个基点确定。

在递延利息支付方面,除非发生强制付息事件,本期中期票据的每个付息日,公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受任何利息递延支付次数的限制;前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指在本期中期票据付息日前12个月内,如果公司向普通股股东分红(国有独资企业上缴利润除外)或减少注册资本,公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司有利息递延支付的情形时,在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前,不得向普通股股东分红(国有独资企业上缴利润除外)或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息,或公司违反利息递延下的限制事项,本期中期票据的主承销商将召集持有人会议,由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。

(2) 从票面利率角度分析,本期中期票据公司在赎回日具有赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性大。

综上分析,本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点,联

¹初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为2年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

²初始利差为首个2年期票面利率与初始基准利率之间的差值。

³当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为2年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

⁴初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

⁵初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

⁶当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站

(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据的赎回设置使本期中期票据不赎回的可能性较小；但利息支付的约束力较弱，一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将增加。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度，第一产业增加值同比增长4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速（分别为5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速（%）	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速（%）	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速（%）	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速（%）	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速（%）	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速（%）	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅（%）	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅（%）	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速（%）	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速（%）	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速（%）	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率（%）	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速（%）	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前

三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年

前三季度全国固定资产投资(不含农户)42.14万亿元,同比增长5.90%,整体保持平稳增长。其中,房地产开发投资增速持续探底;基建投资明显发力,体现了“稳增长”政策拉动投资的作用;制造业投资仍处于高位,医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面,出口整体增长较快,但8月和9月当月同比增速均出现大幅回落。2022年前三季度中国货物进出口总额4.75万亿美元,同比增长8.70%。其中,出口2.70万亿美元,同比增长12.50%;进口2.05万亿美元,同比增长4.10%;贸易顺差6451.53亿美元。

CPI各月同比走势前低后高,PPI各月同比涨幅持续回落。2022年前三季度,CPI累计同比增长2.00%,各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看,食品价格同比有所上涨,汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度,PPI累计同比增长5.90%,受上年同期基数走高影响,各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻,三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度PPI-CPI剪刀差由正转负,价格上涨由上游逐步向下游传导,中下游企业成本端压力有所缓解,盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张,政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022年前三季度,新增社融规模27.77万亿元,同比多增3.01万亿元;9月末社融规模存量同比增长10.60%,增速较6月末低0.20个百分点。分项看,2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力,政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增1.50万亿元、1.06万亿元,是社融总量扩张的主要支撑因素;表外融资方面,受益于金融监管政策边际松动,委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”,稳经济、保民生效应

愈加显现。2022年前三季度,全国一般公共预算收入15.32万亿元,按自然口径计算同比下降6.60%,扣除留抵退税因素后,增长4.10%。支出方面,2022年前三季度全国一般公共预算支出19.04万亿元,同比增长6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障,科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大,居民消费水平有所恢复。受疫情冲击,2022年二季度城镇调查失业率均值上升至5.83%,三季度失业率均值较二季度有所下降,但仍高于上年同期水平,稳就业压力较大。2022年前三季度,全国居民人均可支配收入2.77万元,实际同比增长3.20%;全国居民人均消费支出1.79万元,实际同比增长1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大,三季度以来居民收入增速回升,消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策,为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022年9月28日,稳经济大盘四季度工作推进会议召开,强调围绕重点工作狠抓政策落实,继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策,注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时,依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求,实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度,确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效,可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复,但仍面临较大压力。2022年三季度,工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑,汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体

现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

四、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。

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。

国内大宗商品需求受固定资产投资影响大。受疫情影响，2020年，全国固定资产投资（不含农户）分别为518907亿元，同比增长2.9%，增速显著下降；2021年，全国固定资产投资（不含农户）544547亿元，同比增长4.9%，大幅低于同期的GDP增速8.1%；2022年1—10月，全国固定资产投资增速5.8%，

但房地产投资增速仍拖累固定资产投资增速，基建投资和制造业投资对固定资产投资形成支撑。国内大宗商品贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切。同时，供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(2) 物流行业

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。2021年，中国物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势。

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年中国社会物流总额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。

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。

2021 年，中国社会物流总额 335.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 9.2%，两年年均增长 6.2%，增速恢复至正常年份平均水平，物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势，社会物流总费用与 GDP 的比率稳中有降，“十四五”实现良好开局。

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

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，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。

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，对在建项目开复工产生一定影响，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，2021 年，全国房地产开发投资完成额 14.76 万亿元，累计同比增长 4.4%，增速较 2020 年减少 2.6 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 11.12 万亿元，累计同比增长 6.4%；办公楼完成投资额 0.60 万亿元，累计同比下降 8.0%；商业营业用房完成投资额 1.24 万亿元，累计同比下降 4.8%。

施工方面，2021 年，房地产开发企业房屋施工面积 975387 万平方米，比上年增长 5.2%。其中，住宅施工面积 690319 万平方米，增长 5.3%。房屋新开工面积 198895 万平方米，下降 11.4%。其中，住宅新开工面积 146379 万平方米，下降 10.9%。房屋竣工面积 101412 万平方米，增长 11.2%。其中，住宅竣工面积 73016 万平方米，增长 10.8%。

从销售情况来看，2021 年，商品房销售面积 179433 万平方米，比上年增长 1.9%；比 2019 年增长 4.6%，两年平均增长 2.3%。其中，住宅销售面积比上年增长 1.1%，办公楼销售面积增长 1.2%，商业营业用房销售面积下降 2.6%。商品房销售额 181930 亿元，增长 4.8%；比 2019 年增长 13.9%，两年平均增长 6.7%。其中，住宅销售额比上年增长 5.3%，办公楼销售额下降 6.9%，商业营业用房销售额下降 2.0%。

(2) 土地市场与信贷环境

土地市场方面，2021 年，房地产开发企业土地购置面积 21590 万平方米，比上年下降 15.5%；土地成交价款 17756 亿元，增长 2.8%。

从资金来源上看，2021 年，房地产开发企业到位资金 201132 亿元，比上年增长 4.2%；比 2019 年增长 12.6%，两年平均增长 6.1%。其中，国内贷款 23296 亿元，比上年下降 12.7%；利用外资 107 亿元，下降 44.1%；自筹资金 65428 亿元，增长 3.2%；定金及预收款 73946 亿元，增长 11.1%；个人按揭贷款 32388 亿元，增长 8.0%。

从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 36.76%）、自筹资金（32.53%）、个人按揭（占 16.10%）和国内贷款（11.58%）为

主，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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2021 年作为“十四五”规划的开局之年，房地产行业依旧延续“房住不炒、因城施策”的政策主基调，政策持续高压；9 月底以来中央连续释放楼市维稳信号，结构性宽信用信号有所释放。

2021 年以来，房地产市场延续去年底热度，针对个别城市出现余热不降的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。资金调控方面，上半年政策以严打经营贷为主、调升房贷利率为辅，信贷资金管控全面趋紧；监管覆盖范围不断扩大，监管对象扩展到非银行类金融机构。房地产贷款对中国金融体系的影响不可小觑，为减弱对房地产贷款的依赖度和集中度，各地均对贷款比例进行了限制，热点城市房贷利率频繁调整。

下半年开始，政府加大了对按揭贷款发放的管控力度，银行按揭发放周期延长，此外政府也加大了对预售资金的监管力度，房企可动用资金承压。地产行业整体销售降幅明显，可动用资金的减少加快了行业信用风险事件的发生。9 月以来，中央连续释放楼市维稳信号，这主要同部分地区楼市出现非理性断崖式下滑、部分房企生存压力加剧等有关，房企资金

压力有所缓解。9 月，房地产金融工作座谈会上强调，金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。11 月，国务院副总理刘鹤提出要因城施策、分类指导，顺应居民高品质住房需求，更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。

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，2021 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《2021 年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2021 年厦门地区生产总值（GDP）7033.89 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 29.06 亿元，增长 5.3%；第二产业增加值 2882.89 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 4121.94 亿元，增长 9.0%。三次产业结构为 0.4：41.0：58.6。

内贸方面，2021 年厦门市社会消费品零售总额 2584.07 亿元，比上年增长 12.7%。按消费形态分，商品零售 2313.56 亿元，增长 12.0%；餐饮收入 270.51 亿元，增长 18.6%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值 8876.52 亿元，比

上年增长27.7%，其中，出口4307.30亿元，增长20.6%；进口4569.22亿元，增长35.3%。

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。2021年，厦门市进入全国营商环境排名的前十位，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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、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。公司已形成供应链全产业链（含供应链延伸制造业）、房地产、类金融及其他等业务板块。

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。厦门象屿位列2021年《福布斯》全球上市公司2000强第1504位；位列《财富》中国500强第32位；全国仓储企业

100强第3位，是国家5A级物流企业；入选全国首批供应链创新与应用示范企业、中国物流优秀服务商。

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。2021年，象屿地产净利润同比下降是因为2021年结转项目利润较薄，同时2021年新增土储较多，各项费用持续上升，而新项目尚未能实现盈利导致。

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”）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。2021年，金象控股净利润同比下降，主要是由于信用减值损失2.47亿元，主要为对涉诉项目的计提减值准备，减值计提情况更为审慎充分。

公司制造业板块经营主体为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，该项目于2020年开始逐步建成投产，并已于2021年底基本完工，未来产能充分释放后或将成为公司新的利润增长点。

表3 公司核心业务运营主体2021年和2022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）	2021年（亿元）				2022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	958.34	313.30	4625.16	27.20	1233.55	353.32	3917.59	30.58
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00	31.82	425.28	149.57	71.38	0.93	764.71	195.01	36.52	2.09

公司											
厦门象屿金象控股集团有限公司	类金融	100.00	43.80	181.54	74.16	15.02	5.33	208.60	92.83	14.11	6.69
黑龙江金象生化有限责任公司	生产制造	59.12	17.00	137.42	16.17	103.83	0.26	125.22	17.04	80.13	0.87
PT Obsidian Stainless Steel	生产制造	51.00	83000.00	308.94	61.37	166.72	20.30	375.48	75.83	186.17	6.63

注：OSS 公司注册资本数据单位为卢比

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9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，厦门象屿党委书记、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、厦门象屿总经理。

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（统一社会信用代码：9135020026015919XW），截至2023年1月13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笔被迫

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2023年1月13日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善。

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，能够满足生产经营需求。

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》、《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战略规划、年度财务预算。每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况；公司对投资企业进行内部评信，确保行业发展的资金需求，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、战略管理委员会及党委会办公室等职能部门。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以供应链全产业链（含供应链及延伸制造业）为主业，辅以房地产开发及其他业务。2019—2021年，以厦门象屿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，以玉米深加工及不锈钢生产等制造业收入对主业业绩形成良好支撑，带动整体收入和利润规模有所提升。

2019—2021年，公司经营规模持续扩张。2021年，公司实现营业收入4843.83亿元，同比增长29.23%。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，近三年占比均超过90%。2021年，公司实现供应链全产业链收入4743.38亿元，同比增长

29.84%，主要系公司持续夯实供应链综合服务能力，深化供应链综合服务，核心品类业务量增加以及玉米深加工和不锈钢生产为主的制造业产能释放综合所致。房地产业务 2021 年收入同比变化不大。类金融和其他板块在收入中占比很小。

从毛利率来看，2019—2021 年，公司毛利率略有波动。2021 年，公司毛利率为 3.34%，同比上升 0.51 个百分点。其中，供应链全产业

链板块毛利率同比略有回升；房地产业务毛利率同比下降 6.09 个百分点至 7.45%，主要是由于当期结算项目土地成本较高所致；类金融和其他业务毛利率变化不大。

2022 年 1—9 月，公司实现营业收入 4072.03 亿元，同比增长 14.05%，收入结构变化不大；综合毛利率为 3.09%，同比变化不大，其中房地产板块因结转江苏项目利润较高，当期毛利率较高。

表 4 近年来公司营业收入构成及毛利润情况

业务种类	2019 年				2020 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(%)
供应链全产业链	2764.77	97.29	90.95	3.29	3653.30	97.46	83.76	2.29
房地产	64.58	2.27	26.95	41.74	71.33	1.90	9.66	13.54
类金融	6.61	0.23	6.30	95.37	12.65	0.34	12.04	95.17
其他	5.85	0.21	0.70	12.04	11.08	0.30	0.48	4.32
合计	2841.82	100.00	124.92	4.40	3748.35	100.00	105.94	2.83

业务种类	2021 年				2022 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(%)
供应链全产业链	4743.38	97.93	141.27	2.98	4005.57	98.37	98.76	2.47
房地产	71.38	1.47	5.32	7.45	36.52	0.90	12.43	34.02
类金融	15.02	0.31	14.23	94.72	14.11	0.35	13.09	92.77
其他	14.04	0.29	0.96	6.84	15.82	0.39	1.49	9.40
合计	4843.83	100.00	161.78	3.34	4072.03	100.00	125.76	3.09

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

2. 供应链全产业链

近年来，公司能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动供应链全产业链收入快速增长。供应链延伸制造业方面，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。

公司供应链全产业链业务主要由大宗商品经营与物流服务、印尼镍钴冶炼和玉米深加工等组成。

(1) 大宗商品经营与物流服务

大宗商品经营与物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为厦门象屿及其下

属子公司，服务对象主要是制造业企业客户和贸易商客户，其中，制造业企业服务量占比已达 50%以上。大宗商品经营及物流服务主要依托平台化优势和智能化信息科技体系等，为客户提供物流配送、代理采销、信息咨询和供应链金融等全产业链服务。

公司大宗商品经营业务盈利来源为“以服务收益为主，兼具金融收益和交易收益”，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 95%以上，其中，金属矿产类收入贡献占 60%以上。

表5 公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况

商品类别	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	676.25	25.63	760.46	21.71	1089.87	24.28	616.13	16.27
金属矿产	1699.85	64.42	2325.08	66.38	2927.89	65.23	2603.27	68.75
农产品	233.07	8.83	397.38	11.34	439.88	9.80	399.03	10.54
其他	29.38	1.11	19.99	0.57	30.93	0.69	167.91	4.44
合计	2638.55	100.00	3502.91	100.00	4488.57	100.00	3786.34	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1-9月其他产品包括新能源产品

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。2021 年，公司前五大供应商采购额合计 951.57 亿元，占采购总额的比重为 20.99%，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。2021 年，公司前五大客户销售额合计 402.33 亿元，占销售总额的比重为 8.70%，集中度低。

表6 公司大宗商品经营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	以江浙、福建、广东、上海等地区为核心，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西南地区。	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，一部分向经销商销售。

资料来源：公司提供

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。2021 年，公司综合物流服务收入同比增长 34.80%，毛利率同比减少 2.39 个百分点，一方面原因是受海运费持续走高、海外疫情反复、双控政策影响，导致毛利率较高的进口物流、国际租船等业务开展受阻，另一方面原因是公司为拓展市场份额，主动降低收益率；农产品物流营业收入的下降主要是国储平均仓储量和出库量同比下降均超 40%所致。

表 7 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、%）

	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	35.13	10.43	43.23	11.38	58.27	8.98
农产品物流服务	7.76	61.23	5.68	55.41	3.71	51.03
铁路物流服务	12.88	27.25	8.66	13.38	11.56	6.36

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。2021 年，公司完成“中国—印尼、越南、泰国”国际物流线路运输量 631 万吨，长江及沿海 T 型水域运输量 1859 万吨，进口清关量 1929 万吨，仓储业务量 672 万吨。

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。2021 年，公司利用自有物流资源，为外部客户提供运输服务，运输量 201 万吨；完成粮食国

储收购、烘干、仓储、出库各环节业务量合计 731 万吨，其中国储平均仓储量 453 万吨、出库量 200 万吨，同比下降均超 40%，导致农产品物流营业收入下降。

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，公司铁路物流运力利用率逐步爬坡，完成铁路发送量 508 万吨，同比增长 2%；到达量 769 万吨，同比增长 97%；仓储量 384 万吨，同比增长 157%。同期，公司铁路物流服务实现收入 11.56 亿元，毛利率同比减少 7.02 个百分点至 6.36%。

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。

（2）印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目

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。项目于 2020 年一季度开始逐步建成投产，并已于 2021 年底基本完工。

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。2021 年，OSS 公司生产钢坯 131 万吨，已销售 128 万吨；2022 年前三季度，OSS 公司生产不锈钢钢坯约 90.92 万吨，已销售并发运不锈钢 86.62 万吨，生产外销镍铁约 47.49 万吨，已销售并发运镍铁 39.95 万吨。2021 年，OSS 公司实现收入 166.72 亿元，净利润 20.30 亿元，项目未

来将成为公司新的利润增长点。

(3) 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 170 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。

2020 年，金象生化营业收入同比大幅增长，但因疫情影响以及产能未完全释放、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，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，推动金象生化实现营业收入 103.83 亿元，净利润转为盈利 0.26 亿元。

表 8 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	2019 年	2020 年	2021 年
富锦	产量	79.00	79.67
	销售收入	17.45	19.54
北安	产量	82.00	82.28
	销售收入	17.42	20.09
绥化	产量	60.00	126.7
	销售收入	1.65	33.44
合计	产量	221.00	288.65
	销售收入	36.52	73.07
金象生化	营业收入	37.34	75.87
	净利润	-0.95	-1.32

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. 房地产

公司房地产业务尚未形成规模化运营，

2019—2021 年，房地产开发投资规模小幅增长，区域以长三角为主，近年来因公司房地产业务尚未形成规模化运营，结转项目存在一定波动性，部分项目利润较薄导致毛利率较低。公司房地产在建项目尚需一定投资规模，存在资金压力，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，虽然公司房地产业务布局以一二线城市刚需及首改为主，公司房地产业务未来去化情况仍有待关注。

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。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，产品立足于刚需和首改。

公司房地产业务尚未形成规模化运营，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 12~15 个月为开发上市周期，在同一区域进行滚动开发。2019—2021 年，公司房地产开发投资规模波动增长；2021 年为 273.22 亿元（其中，非并表项目 57.19 亿元，并表项目 216.04 亿元；拿地支出约 107.94 亿元），较 2020 年投资规模大幅上升，主要是为后续良性滚动发展，适当在一、二线城市增加土地储备。

销售方面，2019—2021 年，公司结转房地产收入保持增长，2021 年为 71.38 亿元，同比基本持平，主要为位于上海（26.81 亿元，占 37.56%）和苏州（22.38 亿元，占 31.35%）的项目结转。协议销售方面，2019—2021 年，受协议销售面积波动增长影响，协议销售金额亦呈波动增长；2021 年为 158.71 亿元，同比大幅增长，项目主要位于上海、苏州、福州、天津、重庆、南平、唐山。

表 9 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
房屋竣工面积（万平方米）	68.43	118.21	39.98	54.49

房屋销售面积（万平方米）	49.97	45.56	60.96	68.79
新增土地储备（万平方米）	18.23	10.00	93.85	41.76
平均销售单价（万元/平方米）	2.05	2.12	2.60	3.06
协议销售收入（亿元）	102.87	96.50	158.71	210.52
房地产开发投资（亿元）	92.72	54.10	273.22	201.52

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，因 2018 年至 2020 年期间公司只新增极少量土地储备，致使 2021 年公司房屋竣工面积同比大幅下降，为了房地产业务良性发展，公司 2021 年新增土地储备面积有所提升。2019—2021 年，公司分别新增土地储备 18.23 万平方米、10.00 万平方米和 93.85 万平方米；2022 年前三季度，公司新增土地储备 41.76 万平方米。其中，2021 年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 2022 年 9 月底，公司土地储备（全口径，未售计容建筑面积）425.64 万平方米；区域分布方面，天津占 26.4%、福州占 13.4%、上海占 19.36%、苏州占 13.85%、南平占 6.48%。

截至 2022 年 9 月底，公司在建房地产项目（含未建未售）总建筑面积 877.24 万平方米，总投资额 1014.56 亿元，已投资 635.99 亿元，尚需投资 378.57 亿元（含非并表项目 135.83 亿元、并表项目 242.74 亿元），按持股比例匡算，公司需投资 190 亿元左右，存在一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2022 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。

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 2022 年 9 月底，公司承担的在建代建项目有集美物流园前场七路、前潮路、杏美路道路工程、集美北路（集灌路-集美大道段）提升改造等，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 29.05 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. 类金融业务

公司类金融业务委托贷款及保理业务逾期金额较大，逾期部分仍存在资金回收风险。

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链相关的上下游企业。2021年金象控股实现营业收入15.02亿元，同比增长18.83%，其中由于部分业务合作模式由自营资产包转为长期股权投资形式并体现为投资收益，2021年不良资产处置收入同比有所下降。2022年1—9月，金象控股实现营业收入14.11亿元，净利润6.69亿元。

表 10-1 金象控股业务收入构成情况

主营业务	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）
产业金融	2.58	39.09	5.20	41.14	8.43	56.15
消费金融	1.50	22.73	2.45	19.38	3.27	21.78
资产管理	1.69	25.61	4.56	36.08	3.11	20.72

其他	0.82	12.42	0.43	3.40	0.20	1.35
合计	6.60	100.00	12.64	100.00	15.02	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 10-2 金象控股类金融业务资产余额构成情况
(单位：亿元)

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
不良资产包账面余额	19.96	20.34	33.85
其中：自营资产包	13.85	11.36	19.23
垫资包	6.11	8.98	14.62
委托贷款在贷余额	38.96	45.51	63.95
其中：产业金融在贷余额	29.51	36.36	55.39
其他委托贷款在贷余额	9.45	9.15	8.56
保理业务余额	27.11	34.14	16.25
小贷业务余额	7.06	6.40	4.52
融资租赁业务余额	8.71	13.71	22.52

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2021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80.20亿元。截至2022年9月底，金象控股类金融业务逾期金额合计6.07亿元，累计计提减值准备4.19亿元，其中针对逾期项目本金累计计提2.69亿元，导致金象控股净利润下滑。2021年，金象控股新增逾期金额为0.03亿元；2022年1—9月，金象控股新增逾期金额1615万元。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，金象控股类金融业务逾期项目已于2021年度足额计提减值。2021年和2022年1—9月，金象控股收回逾期本金金额分别为506.64

万元和45204.69万元。

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）。2021年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计10.62亿元。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。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2019—2021 年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数和总资产周转次数均呈持续上升趋势。2021 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 41.57 次、9.34 次和 2.55 次。公司经营效率较高。

6. 在建项目及未来发展

公司建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目已投产，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 2022 年 9 月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要包括印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目、象屿集团大厦等，主要在建项目计划总投资合计 211.91 亿元，已完成投资 201.54 亿元，未来项目投资压力轻。

表 11 截至 2022 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
印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目	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%。	180.63	99.55%	179.82	0.81
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	79.30%	10.37	2.70

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	65.02%	10.96	5.90
象屿南光仓储物流项目	项目总用地面积为 25732 平方米，建设总建筑面积约为 57069 平方高标准丙二类三层仓库，包含 1#、2#库，卸货平台及上下车道，动力中心（局部地下泵房及地下消防水池）、门卫及其它附属设施。 项目董事会批复的概算金额为 13500 万元。	1.35	28.52%	0.39	0.96
合计	--	211.91	--	201.54	10.37

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。

增加4家二级子公司，为厦门国际邮轮母港集团有限公司、厦门轮渡有限公司、厦门和平码头有限公司和厦门自贸投资发展有限公司，因内部公司股权变更减少7家二级子公司。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，公司合并资产总额2098.40亿元，所有者权益合计628.53亿元（含少数股东权益439.97亿元）；2021年，公司实现营业收入4843.83亿元，利润总额71.60亿元。

截至2022年9月底，公司合并资产总额2916.04亿元，所有者权益803.15亿元（含少数股东权益537.68亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入4072.03亿元，利润总额52.42亿元。

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。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长22.71%。截至2021年底，公司合并资产总额2098.40亿元，较上年底增长23.42%。其中，流动资产占67.01%，非流动资产占32.99%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，

八、财务分析

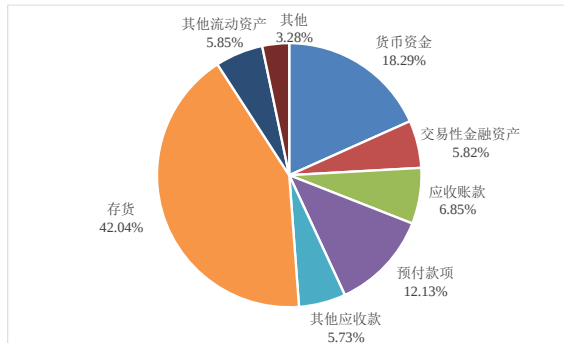
1. 财务概况

公司提供了2019—2021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2022年1—9月财务报表未经审计。

合并范围方面，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；2021年，公司合并范围内二级子公司因内部公司股权变更减少厦门象财投资合伙企业（有限合伙）和厦门象煜投资合伙企业（有限合伙）两家；2022年上半年，公司因股权划转

年均复合增长 25.87%。截至 2021 年底，流动资产 1406.14 亿元，较上年底增长 24.30%，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 1 截至 2021 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

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 43.22%。截至 2021 年底，公司货币资金 257.25 亿元，较上年底增长 32.44%，主要是公司合理提前储备一定量资金，为之后的到期融资及经营需要筹措资金。构成上，主要为银行存款（占 70.60%）、其他货币资金（占 29.35%）和少量库存现金。

2019—2021 年末，公司交易性金融资产持续增长，年均复合增长 85.15%。截至 2021 年底，公司交易性金融资产 81.78 亿元，较上年底增长 13.73%，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 59.92 亿元、权益工具投资 11.31 亿元。

2019—2021 年末，公司应收票据波动下降。截至 2021 年底，公司应收票据为 6.87 亿元，主要为商业承兑汇票。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 30.68%。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 96.33 亿元，较上年底增长 2.71%。账龄分布来看，一年以内的应收账款账面余额的占比为 94.04%，账龄短；累计计提坏账准备 5.54 亿元；公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的 11.36%，集中度低。

2019—2021 年末，公司预付款项持续增长，

年均复合增长 40.96%。截至 2021 年底，公司预付款项 170.57 亿元，较上年底增长 50.18%，主要是供应链业务规模扩大以及地产项目在建中所致；期末余额前五大合计占余额的 44.53%，其中对第一名预付款项余额 33.23 亿元，集中度较高。

2019—2021 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 13.84%。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 2021 年底，公司其他应收款 80.55 亿元，较上年底下降 8.90%，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 61.67%，1~2 年的占 20.41%，2~3 年的占 4.48%，3 年以上的占 13.44%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备 7.41 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 38.21%，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

表 12 截至 2021 年底其他应收款期末余额前五名单位情况

单位	金额（万元）	账龄	占比（%）	性质
第一名	99731.75	1 年以内：92300 万； 1-2 年：7431.75 万	11.34	关联方往来
第二名	71812.00	1 年以内：66600 万； 1-2 年：5212 万	8.16	关联方往来
第三名	53907.00	1 年以内	6.13	往来款
第四名	60418.80	1 年以内	6.87	往来款
第五名	50182.71	1 年以内	5.71	关联方往来
合计	336052.25	--	38.21	--

资料来源：公司提供

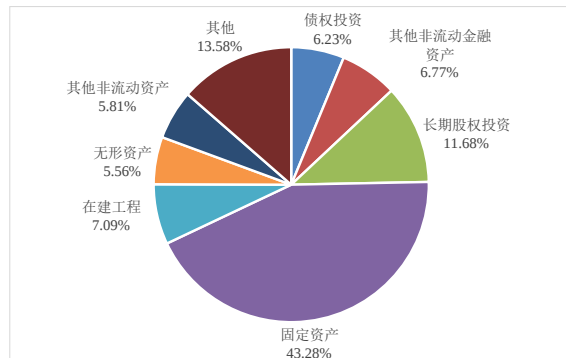
2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 23.75%。截至 2021 年底，公司存货 591.18 亿元，较上年底增长 43.84%，主要系供应链板块库存商品增加以及地产项目开发增加所致。公司累计计提存货跌价准备 6.14 亿元。公司存货的构成项主要是原材料、库存商品和房地产开发成本及产品，2021 年末，上述四项在存货账面余额中的占比分别为 15.03%、

40.14%、38.31%、3.75%，占比合计为 97.22%。

2019—2021 年末，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 9.54%。截至 2021 年底，公司其他流动资产 82.30 亿元，较上年底下降 19.04%。主要包括委托贷款 17.68 亿元、贷款业务 22.26 亿元、资产包 19.27 亿元，以及待抵扣税费 16.79 亿元等。

(2) 非流动资产

图 2 截至 2021 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

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.95%。截至 2021 年底，公司非流动资产 692.26 亿元，较上年底增长 21.65%。

根据新金融工具准则，截至 2021 年底，公司新增债权投资 43.14 亿元，主要为金象控股债权投资余额。

根据新金融工具准则，2021 年将“可供出售金融资产”调整至“其他非流动金融资产”列示。截至 2021 年底，公司其他非流动金融资产 46.88 亿元，主要为按照成本计量的权益工具投资：厦门天马显示科技有限公司、深圳中南成长投资管理有限公司、深圳市科思科技股份有限公司、厦门飞机租赁有限公司等。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 2.22%。截至 2021 年底，公司长期股权投资 80.85 亿元，较上年底增长 3.82%；累计计提减值准备 1.62 亿元。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。2021 年，被投资单位宣告发放现金

股利或利润 10.62 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

表 13 截至 2021 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)
厦门农村商业银行股份有限公司	25.32	98055.19
Crystal Idea Management Limited	50.00	67730.82
苏州象屿地产有限公司	50.00	55728.66
上海磐臣房地产开发有限公司	50.00	51148.65
开曼铝业（三门峡）有限公司	1.63	43860.35
合计	--	316523.67

资料来源：公司审计报告

2019—2021 年末，公司投资性房地产有所波动，截至 2021 年底，公司投资性房地产为 29.61 亿元，较上年底变化不大。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。

2019—2021 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 37.29%。截至 2021 年底，公司固定资产 299.62 亿元，较上年底增长 51.65%，主要系镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施、巩义市象道物流有限公司铁路专用线工程从在建工程转固。

2019—2021 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 28.18%。截至 2021 年底，公司在建工程 54.82 亿元，较上年底下降 52.56%。

2019—2021 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 13.50%。截至 2021 年底，公司无形资产 38.49 亿元，较上年底增长 8.29%，主要是土地使用权增加导致。

2019—2021 年末，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降 16.37%。截至 2021 年底，公司其他非流动资产 40.23 亿元，较上年底下降 38.76%，主要包括待抵扣进项税 24.25 亿元、预付工程款 7.43 亿元、定期存款 4.02 亿

元和代建工程 2.09 亿元等。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 2916.04 亿元，较上年底增长 38.96%。其中，流动资产占 70.80%，非流动资产占 29.20%。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 59.72%。截至 2022 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。

截至 2022 年 9 月底，公司因用于抵押、质押等而使用受限的资产账面价值合计 452.62 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，其中受限货币资金 48.16 亿元。上述受限资产账面价值占期末资产总额的 15.52%，受限比例较低。

3. 资本结构

(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。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。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 20.13%，主要是财政拨款、未分配利润积累、公司操作其他权益类工具、下属公司与银行合作债转股业务、以及下属公司成立合资公司吸收外部战投及合作方资金增加少数股东权益所致。截至 2021 年底，公司所有者权益 628.53 亿元，较上年底增长 32.11%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.00%，少数股东权益占比为 70.00%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 2.83%、5.48%和 11.78%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益 803.15 亿元，较上年底增长 27.78%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 33.05%，少数股东权益占比为 66.95%，构成变化不大。

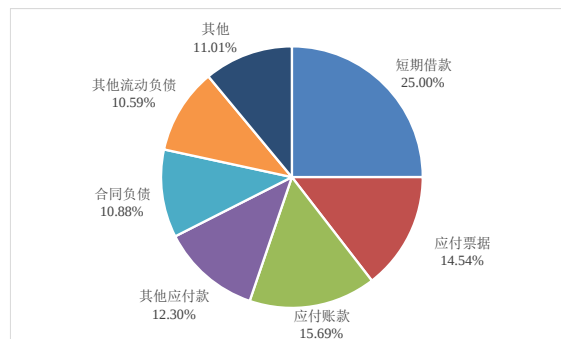
(2) 负债

近年来，随着供应链业务扩张、在建工程与房地产业务持续投入，公司有息债务规模快速增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 23.86%。截至 2021 年底，公司负债总额 1469.87 亿元，较上年底增长 20.04%。其中，流动负债占 73.76%，非流动负债占 26.24%。公司负债以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 24.63%。截至 2021 年底，公司流动负债 1084.21 亿元，较上年底增长 16.26%，主要构成见下图。

图 3 截至 2021 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

2019—2021 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 19.20%。截至 2021 年底，公司短期借款 271.01 亿元，较上年底增长 2.29%，较上年底变化不大。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据快速增长，2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 35.34%。截至 2021 年底，公司应付票据 157.65 亿元，较上年底增长 30.59%，主要为银行承兑汇票。

2019—2021 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 7.40%。截至 2021 年底，公司应

付账款 170.10 亿元，较上年底增长 22.93%。其中账龄一年以内的应付账款占 93.59%，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。截至 2020 年底，公司合同负债为 86.66 亿元。截至 2021 年底，公司合同负债 117.92 亿元，账龄在一年以内的占 98.09%，账龄短。

2019—2021 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 48.69%。截至 2021 年底，公司其他应付款 133.33 亿元，较上年底增长 51.60%，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；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 36.18%，集中度较高。

2019—2021 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 137.94%。截至 2021 年底，公司其他流动负债 114.81 亿元，较上年底增长 6.24%，主要包括应付短期债券 80.53 亿元、资产支持专项计划 10.41 亿元、其他金融负债 11.11 亿元和待转销项税额 12.03 亿元等。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 21.76%。截至 2021 年底，公司非流动负债 385.66 亿元，较上年底增长 32.12%，主要源于长期借款的增长；构成上主要由长期借款（占 57.11%）和应付债券（占 27.33%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 30.24%。截至 2021 年底，公司长期借款 220.23 亿元，较上年底增长 33.51%。公司应付债券呈波动上升趋势，截至 2021 年底为 105.40 亿元，较上年底增长 15.48%。其他非流动负债为 29.78 亿元，主要为不动产抵押资产支持票据获取信托借款，较上年底增长 140.16%。

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 28.07%。截至

2021 年底，公司全部债务 970.80 亿元，较上年底增长 20.67%。债务结构方面，短期债务占 62.00%，长期债务占 38.00%，以短期债务为主。

从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率分别为 68.75%、72.02% 和 70.05%，三年加权平均值为 70.38%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 57.61%、62.84% 和 60.70%，三年加权平均值为 60.72%，波动增长；长期债务资本化比率分别为 36.25%、36.90% 和 36.98%，三年加权平均值为 36.81%，持续增长。

截至 2022 年 9 月底，公司负债总额 2112.88 亿元，较上年底增长 43.75%，主要受业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响，致使短期融资规模增加。其中，流动负债占 75.55%，非流动负债占 24.45%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 1417.79 亿元，较上年底增长 46.04%。债务结构方面，短期债务占 65.26%，长期债务占 34.74%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 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 72.46%、63.84% 和 38.02%，较上年底分别提高 2.41 个百分点、提高 3.14 个百分点和提高 1.03 个百分点。

4. 盈利能力

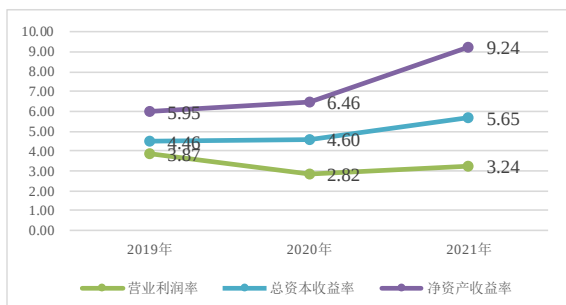
2019—2021 年，公司收入和利润规模持续提升，期间费用管控能力良好，净资产收益率有所提升；受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响，资产减值损失和投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。

2019—2021 年，随着公司供应链业务的扩张，公司营业收入持续增长，年均复合增长 30.56%。2021 年，公司实现营业收入 4843.83 亿元，同比增长 29.23%。2019—2021 年，公司营业利润率分别为 3.87%、2.82% 和 3.24%，三年加权平均值为 3.24%，波动下降。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。

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额波动增长，年均复合增长0.95%。2019—2021年，公司期间费用率分别为2.89%、2.01%和1.73%。公司期间费用控制能力良好。2021年，公司费用总额为83.72亿元。其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为33.24%、24.78%和41.17%。

图4 近年来公司主要盈利指标



注：图中指标为百分比

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

非经常性损益方面，2019—2021年，公司其他收益分别为1.76亿元、2.06亿元和3.47亿元，持续增长，年均复合增长40.31%，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，同时，金控审慎加大对逾期项目的风险计提，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。2021年，公司发生资产减值损失及信用减值损失合计11.16亿元，较上年同期的8.32亿元大幅增加，主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失5.34亿元。当期确认公允价值变动收益2.72亿元。

2019—2021年，公司投资收益分别为7.17亿元、8.74亿元和3.44亿元，年均复合下降30.74%。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、理财收益等。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。

2019—2021年，公司利润总额分别为34.66亿元、38.02亿元和71.60亿元，持续增长，年均复合增长43.72%。

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资产收益率分别为4.46%、4.60%和5.65%；净资产收益率分别为5.95%、6.46%和9.24%。

2022年1—9月，公司实现营业总收入4072.03亿元，同比增长14.05%；营业利润率为2.88%，同比变化不大。非经常性损益方面，2022年1—9月，公司发生资产减值损失和信用减值损失合计6.25亿元，主要系供应链板块应收账款增加，按账龄标准计提减值准备以及根据市场价格波动计提存货跌价准备所致。2022年1—9月，公司实现利润总额52.42亿元，同比变化不大。

5. 现金流

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。近年来，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，2022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。

经营活动方面，随着业务规模扩张，2019—2021年，公司经营活动现金流入和流出均快速增长，年均复合增长率分别为32.44%和32.79%。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，2021年分别为338.73亿元和450.18亿元。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。2019—2021年，公司经营活动现金净额分别为33.52亿元、32.95亿元和28.66亿元。2019—2021年，公司现金收入比分别为

107.94%、109.45%和 110.56%，持续增长，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入分别为 183.09 亿元、351.63 亿元和 375.54 亿元，持续增长，年均复合增长 43.22%。2021 年，公司收回投资收到的现金为 364.64 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。2019—2021 年，公司投资活动现金流出分别为 310.30 亿元、451.93 亿元和 494.11 亿元，持续增长，年均复合增长 26.19%。2021 年，公司投资支付的现金 409.41 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。2019—2021 年，公司投资活动现金净额分别为-127.21 亿元、-100.30 亿元和-118.57 亿元，净流出规模波动下降。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入分别为 1056.12 亿元、1456.86 亿元和 1577.15 亿元，持续增长，年均复合增长 22.20%；2021 年，吸收投资收到的现金为 215.69 亿元，主要来源于象屿地产、厦门象屿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。2019—2021 年，公司筹资活动现金流出分别为 996.87 亿元、1317.74 亿元和 1454.02 亿元，持续增长，年均复合增长 20.77%。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额分别为 59.25 亿元、139.13 亿元和 123.13 亿元，波动增长，年均复合增长 44.15%。

2022 年 1—9 月，公司经营活动现金净流出 36.27 亿元，公司现金收入比为 114.49%；投资活动现金净流出 151.01 亿元，筹资活动现金净流入 395.49 亿元。

6. 偿债指标

近年来，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较好，融资渠道畅通。考虑到公司经营效率较高，可用授信余额较大，且获

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。

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率分别为 127.15%、121.30% 和 129.69%，三年加权平均值为 126.67%。同期，公司速动比率分别为 71.85%、77.23% 和 75.17%，三年加权平均值为 75.12%。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率分别为 4.80%、3.53% 和 2.64%，三年加权平均值为 3.34%。2019—2021 年末，公司现金短期债务比分别为 0.39 倍、0.48 倍和 0.46 倍，变化不大。截至 2022 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 129.35% 和 75.18%；现金短期债务比为 0.52 倍，较上年底略有上升。公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 逐年提升，EBITDA 利息倍数分别为 2.74 倍、2.50 倍和 3.28 倍；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 9.17 倍、10.09 倍和 7.91 倍。

表 14 近年来公司主要偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
短期偿债指标				
流动比率(%)	127.15	121.30	129.69	129.35
速动比率(%)	71.85	77.23	75.17	75.18
经营现金流动负债比(%)	4.80	3.53	2.64	--
现金短期债务比(倍)	0.39	0.48	0.46	0.52
长期偿债指标				
EBITDA (亿元)	64.55	79.72	122.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.50	3.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.17	10.09	7.91	--

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

截至 2022 年 9 月底，公司共获各大银行等金融机构授信额度 2342.00 亿元，其中未使用的授信额度为 1056.94 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，直接融资便利。

截至 2022 年 9 月底，公司合并口径对外担保 13.71 亿元。其中，下属象屿地产对非并表合资公司融资担保 4.39 亿元，公司为厦门西

海湾邮轮城投资有限公司（以下简称“西海湾公司”）项目融资担保 9.33 亿元。西海湾公司系象屿地产参股公司，象屿地产对其持股 40%，西海湾公司控股股东为招商局集团下属子公司。公司为下属 24 家子公司提供 143 笔担保，担保金额 349.36 亿元，为同期净资产的 43.50%。

截至 2022 年 9 月底，公司（含子公司）尚未了结的未决诉讼或仲裁共计 76 项（含已判

决或和解、但尚未执行完毕的案件），合计金额 176346.05 万元，占 2022 年 9 月底净资产的 2.20%。上述 76 起未决诉讼或仲裁中，公司作为原告的案件有 71 件，涉及金额 159664.05 万元；作为被告的案件有 5 件，涉及金额为 16682.00 万元。上述未决诉讼或仲裁累计已计提坏账准备 32282.62 万元、计提减值准备 25295.17 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 15 截至 2022 年 9 月底公司及下属子公司主要未决诉讼（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	重审二审已判决
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	重审二审中
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
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、徐小寓、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	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 1）	诉求支付货款及违约金	954.35	执行
7	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 2）	诉求支付货款及违约金	2440.35	执行
8	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 3）	诉求支付货款及违约金	2891.77	执行
9	成大物产（厦门）有限公司	邢台钢铁有限责任公司（案 4）	诉求支付货款、逾期付款损失、律师费等	4272.89	执行
10	佛山市钢汇宝进出口贸易有限公司	福建兴大、响水巨合金属制品有限公司	诉求交付 12000 吨不锈钢货物	15600.00	二审
11	深圳保理	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
12	深圳保理	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
13	象屿金象	广州华骏实业有限公司	偿还委托贷款本金及利息	29165.03	二审胜诉生效，已进入执行阶段。

14	象屿资产	沈阳国大基业房地产开发有限公司	偿还借款本金及利息	8444.02	目前二审已判决，进入执行阶段。
合计				113297.31	--

资料来源：公司提供

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，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。2020 年和 2021 年，厦门市国资委分别拨付 4.99 亿元、8.80 亿元增厚母公司权益，同期母公司金融资产储备较为充足，资产质量和流动性较好；2021 年，受期间费用上升影响，母公司利润同比有所下降。

截至 2021 年底，母公司资产总额 418.31 亿元，较上年底增长 11.46%。其中，流动资产 159.10 亿元（占 38.03%），非流动资产 259.21 亿元（占 61.97%）。从构成看，流动资产主要由交易性金融资产、其他应收款和一年内到期的非流动资产构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产和长期股权投资构成。

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 2021 年底，母公司负债总额 330.86 亿元，较上年底增长 37.23%。其中，流动负债 153.47 亿元（占比 46.38%），非流动负债 177.39 亿元（占比 53.62%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债（占 10.97%）和其他流动负债（占 45.82%）

构成；非流动负债主要由长期借款（占 84.80%）和应付债券（占 15.17%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 79.09%，全部债务 247.44 亿元。考虑到权益中包含其他权益工具（永续债）60.30 亿元，母公司债务负担很重。

所有者权益方面，截至 2021 年底，母公司所有者权益为 87.46 亿元，较上年底下降 34.83%。其中，实收资本为 17.76 亿元、资本公积合计 19.93 亿元、未分配利润合计-13.26 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；厦门市国资委拨付资金 4.99 亿元和 8.80 亿元计入资本公积。母公司权益构成中其他权益工具 60.30 亿元，规模很大，权益稳定性偏弱。

盈利能力方面，2021 年，母公司营业收入为 0.22 亿元，利润总额为 1.92 亿元，同比下降 67.47%，主要系债务上升导致利息支出增加，财务费用同比大幅增长。同期，母公司投资收益为 9.37 亿元。其中，对成本法核算的长期股权投资确认投资收益 3.40 亿元，处置股票、理财等交易性金融资产实现收益 2.54 亿元，实现公允价值变动收益 1.20 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，2021 年经营活动产生的现金流量净额为 3.59 元；投资活动产生的现金净流出 23.48 亿元；筹资活动现金净流入 20.12 亿元。

九、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。

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：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年获财政拨款合计8.80亿元（计入资本公积）。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据发行金额上限为25.00亿元，分别占公司2021年底长期债务和全部债务的6.78%和2.58%，对公司现有债务结构影响较小。

考虑到本期中期票据赎回和利率重置条款设置使其不赎回的可能性较小，以2022年9月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由72.46%、63.84%和38.02%上升至72.69%、64.24%和39.19%。考虑到本期中期票据募集资金中部分用于归还公司负债，发行后公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以2021年的相关财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下将其

纳入长期债务测算，公司经营活动现金流入量为本期中期票据发行后长期债务的 14.50 倍，发行后长期债务为 EBITDA 的 3.21 倍；公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。

表 14 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	393.89
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	14.50
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.07
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.21

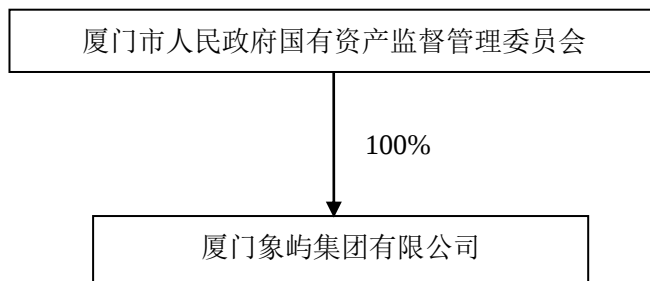
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、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，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	135.39	253.13	277.48	484.77
资产总额(亿元)	1393.67	1700.25	2098.40	2916.04
所有者权益(亿元)	435.55	475.78	628.53	803.15
短期债务(亿元)	344.16	526.31	601.91	925.19
长期债务(亿元)	247.71	278.18	368.89	492.60
全部债务(亿元)	591.88	804.49	970.80	1417.79
营业收入(亿元)	2841.82	3748.35	4843.83	4072.03
利润总额(亿元)	34.66	38.02	71.60	52.42
EBITDA(亿元)	64.55	79.72	122.69	--
经营性净现金流(亿元)	33.52	32.95	28.66	-36.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.13	36.28	41.57	/
存货周转次数(次)	7.20	9.14	9.34	/
总资产周转次数(次)	2.23	2.42	2.55	/
现金收入比(%)	107.94	109.45	110.56	114.49
营业利润率(%)	3.87	2.82	3.24	2.88
总资本收益率(%)	4.46	4.60	5.65	/
净资产收益率(%)	5.95	6.46	9.24	/
长期债务资本化比率(%)	36.25	36.90	36.98	38.02
全部债务资本化比率(%)	57.61	62.84	60.70	63.84
资产负债率(%)	68.75	72.02	70.05	72.46
流动比率(%)	127.15	121.30	129.69	129.35
速动比率(%)	71.85	77.23	75.17	75.18
经营现金流动负债比(%)	4.80	3.53	2.64	/
现金短期债务比(倍)	0.39	0.48	0.46	0.52
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.50	3.28	/
全部债务/EBITDA(倍)	9.17	10.09	7.91	/

注：2022 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；2019-2022 年 9 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 116.90 亿元、111.53 亿元、60.30 亿元和 55.46 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.37	16.98	13.12	26.38
资产总额(亿元)	290.96	375.30	418.31	630.44
所有者权益(亿元)	136.07	134.19	87.46	145.02
短期债务(亿元)	62.47	105.21	70.10	166.21
长期债务(亿元)	61.05	58.49	177.34	194.46
全部债务(亿元)	123.52	163.70	247.44	360.67
营业收入(亿元)	0.30	0.76	0.22	0.16
利润总额(亿元)	0.76	8.26	1.92	0.43
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-0.36	-8.28	3.59	-90.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	141.32	181.42	71.19	/
存货周转次数	/	/	/	/
总资产周转次数	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比(%)	90.35	31.94	110.45	83.55
营业利润率(%)	-32.03	59.25	-63.78	-43.90
总资本收益率(%)	0.29	2.58	0.75	/
净资产收益率(%)	0.56	5.73	2.86	/
长期债务资本化比率(%)	30.97	30.36	66.97	57.28
全部债务资本化比率(%)	47.58	54.95	73.89	71.32
资产负债率(%)	53.23	64.24	79.09	77.00
流动比率(%)	143.78	93.29	103.67	96.82
速动比率(%)	143.78	93.29	103.67	96.82
经营现金流动负债比(%)	-0.38	-4.55	2.34	/
现金短期债务比(倍)	0.09	0.16	0.19	0.16
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2022 年 1-9 月财务数据未经审计，相关数据未年化

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+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+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 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 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 5-3 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 2023 年度第一期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门象屿集团有限公司（以下简称“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本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项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。