

信用评级公告

联合〔2024〕1626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 2024 年度第二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 2024 年度第二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

二〇二四年三月十九日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

厦门象屿集团有限公司

2024 年度第二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 5 亿元，发行金额上限 20 亿元

本期中期票据期限：品种一期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年。

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。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整；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金额合计不超过 20 亿元

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：补充流动资金和归还公司债务

评级时间：2024 年 3 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。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。

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。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	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	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		
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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
业务结构	大宗商品经营及物流服务占比 90.24%，商品销售收入及其他占比 8.20%	大宗商品供应链运营业务及物流服务占比 83.61%，房地产业务占比 98.18%	16.39%
风险敞口（倍）	0.25	0.13	0.57
资产总额（亿元）	2928.39	1150.56	6647.54
所有者权益（亿元）	831.49	363.92	1653.44
营业收入（亿元）	5626.22	5381.48	8328.12
营业利润率（%）	2.70	2.00	3.58
利润总额（亿元）	66.19	50.32	161.74
资产负债率（%）	71.61	68.37	75.13
全部债务资本化率（%）	60.84	55.27	48.59
EBITDA 利息倍数(倍)	2.65	4.65	2.66
全部债务/EBITDA(倍)	9.54	6.04	8.10

注：公司 1 为厦门象屿股份有限公司，公司 2 为厦门建发股份有限公司
资料来源：Wind，联合资信整理

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—2022 年获得各类财政拨款分别为 4.99 亿元、8.80 亿元和 9.93 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。2022 年，项目公司实现收入约 257.58 亿元，同比增长 54.50%。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 2023 年 3 月底，公司剔除受限后的现金类资产余额为 390.09 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 2613.69 亿元，其中未使用的授信额度为 1064.18 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。公司债务规模快速增长，截至 2023 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 74.10%、64.95%和 37.81%，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

分析师：刘丙江（项目负责人）

徐 臻

闫 旭

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

负担很重，现金类资产余额较低，截至2023年3月底现金短期债务比为0.37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，考虑到地产行业景气度尚未恢复，公司房地产业务未来去化情况有待关注。**截至2022年底，受地产业务持续投入影响，全资子公司象屿地产集团有限公司资产总额较上年底增长99.71%至849.29亿元；截至2023年3月底，公司在建房地产项目（含未建未售）还需投资120亿元左右，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2023年3月底，类金融业务逾期本金合计6.22亿元，累计计提减值准备5.38亿元，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，仍有一定资金回收风险。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	253.13	277.48	360.02	390.09
资产总额 (亿元)	1700.25	2098.40	2928.39	3322.07
所有者权益 (亿元)	475.78	628.53	831.49	860.31
短期债务 (亿元)	526.31	601.91	780.65	1071.38
长期债务 (亿元)	278.18	368.89	511.19	523.07
全部债务 (亿元)	804.49	970.80	1291.83	1594.45
营业收入 (亿元)	3748.35	4843.83	5626.22	1333.92
利润总额 (亿元)	38.02	71.60	66.19	10.84
EBITDA (亿元)	79.72	122.69	135.40	--
经营性净现金流 (亿元)	32.95	28.66	128.52	-267.60
营业利润率 (%)	2.82	3.24	2.70	2.58
净资产收益率 (%)	6.46	9.24	5.82	--
资产负债率 (%)	72.02	70.05	71.61	74.10
全部债务资本化比率 (%)	62.84	60.70	60.84	64.95
流动比率 (%)	121.30	129.69	128.96	125.31
经营现金流动负债比 (%)	3.53	2.64	8.22	--
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.46	0.46	0.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.50	3.28	2.65	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.09	7.91	9.54	--
公司本部 (母公司)				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	375.30	418.31	575.72	602.85
所有者权益 (亿元)	134.19	87.46	150.38	174.82
全部债务 (亿元)	163.70	247.44	336.76	343.33
营业收入 (亿元)	0.76	0.22	1.23	0.46
利润总额 (亿元)	8.26	1.92	8.82	1.40
资产负债率 (%)	64.24	79.09	73.88	71.00
全部债务资本化比率 (%)	54.95	73.89	69.13	66.26
流动比率 (%)	93.29	103.67	95.96	97.02
经营现金流动负债比 (%)	-4.55	2.34	-32.16	--

注: 2023 年 1-3 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, 合并口径其他应付款和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; 2020-2023 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 111.53 亿元、60.30 亿元、62.10 亿元和 82.57 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	2023/8/25	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 (V4.0.202208)	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	董臻洋 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

2024 年度第二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 2023 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”）。

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。截至本报告出具日，公司对厦门象屿直接及间接持股比例合计 50.93%，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 2023 年 3 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 2022 年底，公司合并资产总额 2928.39 亿元，所有者权益 831.49 亿元（含少数股东权益 557.96 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 5626.22 亿元，利润总额 66.19 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 3322.07 亿元，所有者权益 860.31 亿元（含少数股东权益 561.22 亿元）；2023 年 1—3 月，公司

实现营业总收入 1333.92 亿元，利润总额 10.84 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。

二、本期中期票据概况

公司本次计划发行 2024 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），募集资金将用于补充子公司厦门象屿股份有限公司及其子公司的流动资金、归还公司及子公司债务。本期中期票据分为两个品种，其中品种一期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年。

本期中期票据基础发行规模 5 亿元，发行规模上限人民币 20 亿元。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整；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金额合计不超过 20 亿元。

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劣后于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。

在利率方面，本期中期票据品种一前 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。

本期中期票据品种二前 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加上初始利差。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劣后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（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（品种二为 3 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（品种二为 3 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（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（品种二为 3 年）的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

2023年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023年年报）》](#)。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

进出口贸易行业方面，2023年上半年，受宏观经济下行、全球需求放缓以及去年同期

基数较高影响，中国外贸增速同比回落；2023年上半年，中国货物贸易进出口总值为20.1万亿元人民币，同比增长2.1%。其中，出口11.46万亿元，同比增长3.7%；进口8.64万亿元，同比下降0.1%。从环比来看，二季度进出口比一季度增长6%，5月份、6月份均环比增长1.2%。按美元计价，2023年上半年，中国进出口总值2.92万亿美元，同比下降4.7%。其中，出口1.66万亿美元，同比下降3.2%；进口1.25万亿美元，同比下降6.7%。中国出口国家的贸易框架在发生变化，欧美需求放缓，新兴经济体对中国出口的拉动作用有限。中国主要进出口产品结构稳定，附加值更高的机电产品出口增速快于整体，中国有进出口实绩的外贸企业均同比增加。

大宗商品贸易行业方面，2023年上半年，受美元加息、国内地产行业低迷及海外煤炭资源低价倾销至国内等因素的影响，大宗商品价格呈下跌趋势。2023年上半年，海外尚未走出货币信用紧缩周期，通过通胀约束机制引起需求端变化，国际油价从年初的81美元/桶（布伦特原油现货价格）持续下降至6月末的75美元/桶；2023年7月以来，OPEC主动减产，并随着全球原油需求复苏，原油供需紧平衡，原油价格上行，截至2023年9月5日，布伦特原油现货结算价上涨至92美元/桶。2023年上半年，地产行业新开工面积下降对用钢需求造成一定冲击，钢价下跌；在全球经济下行的大背景下，海外能源危机缓解，煤炭价格快速回落，同时海外煤炭资源低价倾销至国内，引发国内煤价大幅下跌。

行业风险方面，2023年上半年，全球企业破产数量激增，外需放缓，出口企业面临的经营压力和履约风险增加；同时，美元加息持续，人民币汇率波动，给中国外贸企业带来一定财务风险和订单转移风险；大宗商品价格延续波动态势，增加中小型贸易企业在风险控制等方面的压力。

展望2023年下半年，海外国家收紧货币政

策将持续加剧市场对 2023 年下半年可能出现全球经济衰退的预期，并持续干扰全球经济复苏，中国外贸增速或将持续放缓，外贸企业面临经营压力。大宗商品需求将受到美元加息、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见《2023 年上半年贸易行业运行分析》。

2. 区域经济概况

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强，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》，2020—2022 年，厦门市分别实现地区生产总值 6384.02 亿元、7033.89 亿元和 7802.66 亿元，按可比价格计算，2022 年地区生产总值较 2021 年增长 4.4%。

固定资产投资方面，2020—2022 年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长 8.8%、11.3%和 10.2%。分产业看，2022 年，第一产业投资下降 65.3%；第二产业投资增长 28.0%；第三产业投资增长 6.2%。房地产开发投资完成 1064.78 亿元，下降 0.5%。其中，住宅投资 726.73 亿元，增长 2.4%；办公楼投资 38.06 亿元，下降 12.6%；商业营业用房投资 59.60 亿元，下降 25.4%。全市房地产房屋施工面积 3514.91 万平方米，下降 4.0%；房屋新开工面积 687.82 万平方米，增长 21.5%。

对外贸易方面，2020—2022 年，厦门市分别实现外贸进出口总值 6915.77 亿元、8876.52

亿元和 9225.59 亿元，分别同比增长 6.9%、7.8%和 4.0%，其中，出口 4657.39 亿元，增长 8.2%；进口 4568.20 亿元，增长 0.1%。民营企业进出口总值 3714.26 亿元，增长 13.9%，其中，出口 2430.51 亿元，增长 14.0%，进口 1283.75 亿元，增长 13.8%；外资企业进出口总值 2254.96 亿元，下降 11.8%，其中，出口 1482.89 亿元，下降 3.2%，进口 772.07 亿元，下降 24.6%。一般贸易进出口总值 6744.65 亿元，增长 4.5%，其中，出口 2991.86 亿元，增长 9.7%；进口 3752.79 亿元，增长 0.7%。对台进出口贸易总值 454.52 亿元，下降 9.6%，其中，对台出口 193.84 亿元，增长 31.8%；进口 260.68 亿元，下降 26.8%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本和实收资本均为17.76亿元。公司是国有独资企业，唯一股东和实际控制人是厦门市国资委。公司股权未被质押。

2. 企业规模

公司作为以供应链为主业，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 2022 年《福布斯》全球上市公司 2000 强第 1437 位；位列《财富》中国 500 强第 28 位；全国仓储企业 100 强第 3 位，是国家 5A 级物流企业；获得

2022 全国供应链创新与应用示范企业、5A 级供应链服务企业、产业互联网数智化先锋奖等。

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。

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

性产业、集团产业及上下游客户，聚焦发展产业金融、消费金融和资产管理三大核心业务。

公司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 1 公司核心业务运营主体 2022 年和 2023 年 1-3 月财务数据

公司全称	业务性质	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	2022 年 (亿元)				2023 年 1-3 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	50.93	21.57	1150.56	363.92	5381.48	37.78	1385.08	367.33	1291.50	7.58
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00	31.82	849.29	211.49	54.90	4.57	906.23	209.61	5.67	-1.27
厦门象屿金象控股集团有限公司	类金融	100.00	43.80	216.40	93.82	19.92	7.35	257.72	95.23	4.94	1.61
黑龙江金象生化有限责任公司	生产制造	59.12	17.00	121.24	16.51	112.60	0.34	119.56	15.66	19.85	-0.86
PT Obsidian Stainless Steel	生产制造	51.00	83000.00	390.47	81.85	257.58	2.30	397.61	79.69	48.80	0.27

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2023年3月底，公司董事会成员共8名，其中董事长1名，副董事长2名，董事5名（含董事兼任总裁1名）；监事会成员4名，其中监事会主席暂缺、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2024年2月21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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2024年3月18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

公司法人治理结构较为完善，监事会主席暂缺。

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。

根据《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于方弘哲同志任免的通知》（厦国资组〔2022〕390号），方弘哲同志新任厦门象屿副董事长，免去其象屿集团监事会主席职务，保留市属一类国企正职领导身份。公司监事会主席暂缺。

2. 管理体系

公司制订了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。2020—2022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，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，带动收入规模持续提升，综合毛利率水平波动增长。

2020—2022年，公司经营规模持续扩张。2022年，公司营业收入同比增长16.15%。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95%。2022年，供应链全产业链收入同比增长16.52%，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，可比口径下核心品类业务量持续扩张，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、类金融和其他板块在收入中占比很小。

从毛利率来看，2020—2022年，公司毛利率略有波动。2022年，公司毛利率同比减少0.45个百分点。其中，供应链全产业链板块毛利率同比略有下降，系上下游市场的波动影响、物流供应链业务的市场行情波动、外部不利市场环境导致；房地产业务毛利率同比上升幅度较大，主要是由于不同时期结算项目成本差异所致；类金融和其他业务毛利率同比变化不大。

2023年1—3月，公司营业收入同比增长12.91%，收入结构变化不大；综合毛利率同比下降1.02个百分点。

表2 近年来公司营业收入构成及毛利润情况

业务种类	2020年				2021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	3653.30	97.46	83.76	2.29	4743.38	97.93	141.27	2.98
房地产	71.33	1.90	9.66	13.54	71.38	1.47	5.32	7.45
类金融	12.65	0.34	12.04	95.17	15.02	0.31	14.23	94.72
其他	11.08	0.30	0.48	4.32	14.04	0.29	0.96	6.84
合计	3748.35	100.00	105.94	2.83	4843.83	100.00	161.78	3.34

业务种类	2022 年				2023 年 1-3 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	5527.02	98.24	125.58	2.27	1315.24	98.60	29.95	2.28
房地产	54.90	0.98	16.94	30.86	5.67	0.42	0.91	16.15
类金融	19.92	0.35	18.52	92.99	4.94	0.37	4.56	92.28
其他	24.38	0.43	1.54	6.30	8.07	0.61	1.00	12.38
合计	5626.22	100.00	162.58	2.89	1333.92	100.00	36.42	2.73

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，公司可比口径下能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动大宗商品经营及物流服务收入持续增长。供应链延伸制造业方面，玉米深加工业务销售收入持续增长，但现阶段产能仍未充分释放，盈利能力一般；印尼镍钴冶炼项目投产以来公司固定资产投资压力减轻，项目收入贡献情况良好，2022 年受原材料涨价、生产成本上升以及下游需求收缩、价格下降等原因，利润规模涨幅有所放缓。

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

大宗商品经营及物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是制造业企业客户和贸易商客户。截至 2022 年底，公司制造业企业客户数量及服务量分别占比 50%和 60%以上，其

中新能源供应链内制造业企业客户服务量占比 90%以上，黑色金属、不锈钢、铝、煤炭供应链内制造业企业客户服务量占比 60%以上，谷物原粮供应链内制造业企业客户服务量占比 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、采购分销、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（含金融服务收益）。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。

公司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 65%以上。

表3 公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况

商品类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1-3 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	760.46	21.71	1089.87	24.28	918.85	17.65	203.29	16.23
金属矿产	2325.08	66.38	2927.89	65.23	3490.79	67.04	881.15	70.34
农产品	397.38	11.34	439.88	9.80	519.69	9.98	108.07	8.63
新能源	--	--	--	--	250.70	4.81	52.34	4.18
其他	19.99	0.57	30.93	0.69	26.76	0.51	7.80	0.62
合计	3502.91	100.00	4488.57	100.00	5206.79	100	1252.65	100

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：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。2022年,公司前五大供应商采购额合计 978.10 亿元,占采购总额的比重为 18.34%,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。2022年,公司前五大客户销售额合计 467.01 亿元,占销售总额的比重分别为 8.68%,集中度低。

表4 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等); 原油及油品;煤炭	石油化工产品国内市场以江浙、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、华中、华南及西南全国销售网络;海外市场主要辐射东南亚区域。 原油及油品国内市场主要围绕山东、新疆、广东、浙江等炼厂集中分布地区,向华东、西北、华南区域辐射。海外市场主要依托新加坡,向周边港口城市辐射。 煤炭产品国内市场围绕鄂尔多斯、秦皇岛、榆林、昌吉等口岸及物流集散地,向华北、华东、华南、华中、西南地区辐射;海外市场主要辐射东亚、南亚区域。	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。
金属矿产	黑色金属产品(铁矿、钢铁等); 有色金属产品(铝、铜、铅、锌等)	黑色产品国内市场主要分布在华东、华北、东北、湖中西南、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、山东为主;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。海外市场主要覆盖美洲、中亚及非洲区域。 有色产品国内主要围绕华东、华中、华南、西北、西南区域开展相关业务,海外市场主要覆盖美洲、中东、东南亚、俄罗斯区域。	
农林产品	粮食谷物(玉米、水稻、大豆等)、食品原料(油脂、油料、白糖、奶粉等); 饲料原料(粕类、鱼粉、乳清粉等); 林产品(原木、锯材、木浆等)	玉米等粮食产品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,为东北、华北、西北、西南、华中、华南等下游区域销售提供优质粮食资源。 食品原料类产品以山东、广州、天津、张家港、厦门等港口为核心,分别向东北、华北、西北、西南、华中、华南市场进行全方位辐射,市场遍布全国主要油脂消费大省。饲料原料类以上海、天津、广州各分公司为依托,辐射华南、华中、华东、东北、华南、西南各地市场。 林产品类销售区域主要围绕上海、山东、厦门,向华东及华南区域延伸。	
新能源	新能源电池原料(镍、钴、锂产品)、光伏产品	镍、钴、锂产品主要围绕华东、华北、华中、东南、西南地区的新能源电池厂开展相关区域的业务。 光伏产品国内主要围绕光伏电站,在全国范围开展相关业务;海外主要以土耳其、荷兰等大型港口国家为中心,辐射欧洲、中亚市场。	

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。2022年,公司综合物流服务收入同比增长 9.79%,毛利率同比增加 0.99 个百分点;因粮食国储业务量下降,农产品物流收入同比下降

16.08%,但由于毛利率较高的省储粮业务、期货交割库仓储业务快速拓展,毛利率同比增加 9.73 个百分点;铁路物流受建材市场运输需求下行、国内物流不畅等因素影响,营业收入同比下降 15.33%,但通过优化业务结构,毛利率同比增加 1.95 个百分点。

表 5 公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况
(单位: 亿元、%)

	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	43.23	11.38	58.27	8.98	63.97	9.97
农产品物流服务	5.68	55.41	3.71	51.03	3.12	60.76
铁路物流服务	8.66	13.38	11.56	6.36	9.79	8.31

资料来源: 公司年报

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。汽运方面, 2022 年, 公司累计整合社会车辆 5.7 万辆, 运输量同比大幅增长超 160%。水运方面, 基本形成以长江流域、京杭运河水系为核心的境内运输线路, 沿海及长江流域年运量超 2500 万吨, 其中长江散运体量约 1470 万吨, 同比增长 90%; 上线网络水运平台, 形成“自有+合作”相结合的水运运力配置。仓储方面, 新增获批纸浆、工业硅、玉米淀粉指定交割库, 期货/商品交割库总数量达 16 个, 合计库容超 100 万吨。国际物流方面, 加强国际航线和国际班列运营能力建设, “中国—越南”“中国—泰国”航线年货运量超 2.7 万 TEU, “中国—印尼”航线年货运量超 460 万吨, 新拓展北欧、北美、西非等跨大洋航线, 新开通“中国—欧洲”“中国—老挝”多条国际班列, “中国—欧洲”班列出口发运数同比增长约 150%。

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。

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。铁运方面, 2022 年, 公司完成铁路发送量 550 万吨, 同比增长 8%; 到达量 887 万吨, 同比增长 15%; 在新疆、内蒙古等地开拓新站点, 构建疆煤外运节点, 形成稳定的出疆发运业务。

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。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。

(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。2022 年, OSS 公司销售不锈钢 111.67 万吨, 同比下降 12.74%, 新增销售镍铁块 63.44 万吨; 2023 年一季度销售不锈钢 8.07 万吨, 销售镍铁块 24.25 万吨。2022 年, OSS 公司销售收入约 257.58 亿元, 同比增长 54.50%, 实现净利润约 2.30 亿元, 同比下降 88.67%, 主要是由于外部经济形式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综合所致。

(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(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。

2022 年，金象生化实现营业收入 112.60 亿元，同比增长 8.45%，净利润 0.34 亿元，同比增长 30.77%。

表 6 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		2020 年	2021 年	2022 年
富锦	产量	79.67	82.82	84.87
	销售收入	19.54	23.75	24.75
北安	产量	82.28	84.48	89.20
	销售收入	20.09	24.40	25.96
绥化	产量	126.70	142.99	151.87
	销售收入	33.44	52.70	56.59
合计	产量	288.65	310.29	325.94
	销售收入	73.07	100.85	107.30
金象生化	营业收入	75.87	103.83	112.60
	净利润	-1.32	0.26	0.34

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，2020—2022 年，房地产开发投资规模快速增长，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。公司房地产在建项目尚需一定投资规模，存在资金压力，且市场需求尚未回暖，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。所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、海西等地，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。2020—2022 年，公司房地产开发投资规模快速增长。

销售方面，2020—2022 年，公司结转房地产收入波动下降，2022 年为 54.90 亿元，同比下降 23.09%，主要系当期结转项目较少所致。协议销售方面，2020—2022 年，受协议销售面积增长影响，协议销售金额亦呈现快速增长，项目主要位于上海、苏州、福州、天津、重庆、南平和唐山。

表 7 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
房屋竣工面积（万平方米）	118.21	39.98	78.12	0.00
房屋销售面积（万平方米）	45.56	60.96	105.75	40.36
新增土地储备（万平方米）	10.00	93.85	41.76	0.00
平均销售单价（万元/平方米）	2.12	2.60	3.41	3.90
协议销售收入（亿元）	96.50	158.71	360.37	157.57
房地产开发投资（亿元）	53.18	273.06	284.95	18.75

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，2022 年以来，公司新增土地储备有所回落，主要与公司项目筛选原则和供地市场波动有关。截至 2023 年 3 月底，公司储备可售面积 254.25 万平方米，其中上海占 14.52%、福州占 20.52%、苏州占 17.7%、南平占 10.32%、绍兴占 7.72%、重庆占 7.89%、天津占 6.78%、唐山占 6.46%。

截至 2023 年 3 月底，公司在建房地产项目（含未建未售）总建筑面积 721.64 万平方米，总投资额 938.24 亿元，已投资 695.59 亿元，尚需投资 242.65 亿元（含非并表项目 90.52 亿元、并表项目 152.13 亿元），按持股比例匡算，公司需投资 120 亿元左右，存在一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2023 年 3 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 12.17 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 2023 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嶂北路工程等，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。2022 年，金象控股实现营业收入 19.92 亿元，同比增长 32.62%，实现净利润 7.35 亿元。2023 年 1—3 月，金象控股实现营业收入 4.94 亿元，净利润 1.61 亿元。

表 8-1 金象控股业务收入构成情况

主营业务	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）
产业金融	5.20	41.14	8.43	56.15	11.02	55.34
消费金融	2.45	19.38	3.27	21.78	5.50	27.6
资产管理	4.56	36.08	3.11	20.72	2.84	14.24
其他	0.43	3.40	0.20	1.35	0.56	2.82
合计	12.64	100.00	15.02	100.00	19.92	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 8-2 金象控股类金融业务资产余额构成情况
(单位：亿元)

项目	2020 年底	2021 年底	2022 年底
不良资产包账面余额	20.34	33.85	26.35
其中：自营资产包	11.36	19.23	12.07
垫资包	8.98	14.62	14.27
委托贷款在贷余额	45.51	63.95	74.94
其中：产业金融在贷余额	36.36	55.39	70.48
其他委托贷款在贷余额	9.15	8.56	4.46
保理业务余额	34.14	16.25	12.75
小贷业务余额	6.40	4.52	4.40
融资租赁业务余额	13.71	22.52	30.81

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 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 2023 年 3 月底，金象控股类金融业务逾期本金合计 6.22 亿元，累计计提减值准备 5.38 亿元，其中针对逾期项目本金累计计提 3.84 亿元。2023 年一季度，金象控股无新增逾期。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。2022 年，金象控股收回逾期本金 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，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。2022年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计3.10亿元。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。

2020—2022年，公司销售债权周转次数持续上升，存货周转次数和总资产周转次数均呈波动下降趋势。公司经营效率较高。

表9 2022年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	公司1	公司2
销售债权周转次数（次）	42.04	29.54	73.28

存货周转次数（次）	7.20	20.77	2.26
总资产周转次数（次）	2.24	5.10	1.31

注：公司1为厦门象屿股份有限公司，公司2为厦门建发股份有限公司
资料来源：联合资信整理

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，未来项目建设投资压力减轻。但考虑到公司主营供应链服务和房地产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2023年3月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要包括象屿集团大厦、东南智慧供应链产业园等，主要在建项目计划总投资合计31.27亿元，已完成投资24.37亿元，未来项目建设投资压力轻。

表10 截至2023年3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
象屿集团大厦	象屿集团大厦工程占地面积约17497平方米，总建筑面积约97714平方米，其中地上建筑面积约62900平方米、地下建筑面积34814平方米，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	86.06%	11.25	1.06
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	72.65%	12.25	1.16
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。	1.34	65%	0.87	0.48
合计	--	31.27	--	24.37	2.70

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022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2023年1—3月财务报表未经审计。

合并范围方面，2021年底，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年底，公司合并范围二级内子公司因股权划转增加厦门国际邮轮母港集团有限公司（以下简称“邮轮母港”）等3家，因股权变更增加厦门象晨投资合伙企业（有限合伙），因内部公司股权变更增加厦门象玖投资合伙企业（有限合伙）等2家，因内部公司股权变更减少厦门象屿发展有限公司等7家；2023年3月底合并范围二级内子公司因内部公司股权变更减少1家，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2022年底，公司合并资产总额2928.39亿元，所有者权益831.49亿元（含少数股东权益557.96亿元）；2022年，公司实现营业收入5626.22亿元，利润总额66.19亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额3322.07亿元，所有者权益860.31亿元（含少数

股东权益561.22亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入1333.92亿元，利润总额10.84亿元。

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。

2020—2022年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长31.24%。截至2022年底，公司合并资产总额2928.39亿元，较上年底增长39.55%。其中，流动资产占68.87%，非流动资产占31.13%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表11 公司主要资产科目情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1131.21	66.53	1406.14	67.01	2016.67	68.87	2404.12	72.37
货币资金	194.24	11.42	257.25	12.26	381.97	13.04	413.51	12.45
预付款项	113.58	6.68	170.57	8.13	177.01	6.04	223.70	6.73
其他应收款（合计）	89.96	5.29	81.17	3.87	169.08	5.77	198.85	5.99
存货	410.98	24.17	591.18	28.17	926.28	31.63	1129.08	33.99
非流动资产	569.05	33.47	692.26	32.99	911.72	31.13	917.96	27.63
固定资产（合计）	197.58	11.62	299.62	14.28	380.62	13.00	373.25	11.24
资产总额	1700.25	100.00	2098.40	100.00	2928.39	100.00	3322.07	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长33.52%。截至2022年底，流动资产2016.67亿元，较上年底增长43.42%，主要来源于经营规模扩张带来的货币资金、存货等增长。

2020—2022年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长40.23%。截至2022年底，公司货币资金381.97亿元，较上年底增长48.48%，

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78.21%）、其他货币资金（占21.76%）和少量库存现金。

2020—2022年末，公司交易性金融资产波动下降。截至2022年底，公司交易性金融资产46.28亿元，较上年底下降43.41%，主要系理财产品本期到期所致。构成上主要为信托计划

及理财产品 16.92 亿元、权益工具投资 19.74 亿元。

2020—2022 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 20.09%。截至 2022 年底，公司应收账款账面价值 135.26 亿元，较上年底增长 40.41%。账龄分布来看，一年以内的应收账款账面余额的占比为 94.47%，账龄短；累计计提坏账准备 6.25 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 11.33%，集中度低。

2020—2022 年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长 24.84%。截至 2022 年底，公司预付款项 177.01 亿元，较上年底增长 3.77%，主要是供应链业务规模扩大以及地产在建项目预付工程款增加所致。

2020—2022 年末，公司其他应收款（合计）波动增长，年均复合增长 37.10%。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。其中，账龄 1 年以内的占 74.89%，1~3 年的占 16.53%，3 年以上的占 8.58%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备 8.17 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 45.20%，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

表 12 截至 2022 年底其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	期末余额	占其他应收款项期末余额合计数的比例
客商一	往来款	18.01	10.78
客商二	往来款	17.03	10.19
客商三	关联方往来款	15.11	9.04
客商四	往来款	14.81	8.86
客商五	关联方往来款	10.59	6.33
合计	--	75.55	45.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020—2022 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 50.13%。截至 2022 年底，公司存货 926.28 亿元，较上年底增长 56.68%，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 9.02 亿元。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，2022 年末，上述三项在存货账面余额中的占比分别为 11.57%、31.51%、51.97%，占比合计为 95.05%。

2020—2022 年末，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 4.14%。截至 2022 年底，公司其他流动资产 110.25 亿元，较上年底增长 33.97%。主要包括贷款业务 19.95 亿元、资产包 19.92 亿元、预缴及待抵扣税费 25.18 亿元以及定期存款 28.39 亿元等。

2020—2022 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 26.58%。截至 2022 年底，公司非流动资产 911.72 亿元，较上年底增长 31.70%。

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 2022 年底，公司其他非流动金融资产 113.29 亿元，较上年底增长 141.68%，主要系政府划入福建省港口集团有限责任公司股权。此外，还包括国都证券、滨海泰达物流等股票，以及厦门天马显示科技有限公司、中国文化产业投资基金二期（有限合伙）、厦门飞机租赁有限公司等按照成本计量的权益工具投资。

2020—2022 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 11.97%。截至 2022 年底，公司长期股权投资 97.64 亿元，较上年底增长 20.76%；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。2022 年，被投资单位宣告发放现金股利或利润 3.10 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

2020—2022 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 27.52%。截至 2022 年底，公司投资性房地产 48.12 亿元，较上年底增长

62.50%，主要系在建项目结转所致。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。

2020—2022年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 38.80%。截至 2022 年底，公司固定资产 380.62 亿元，较上年底增长 27.03%，主要系不锈钢冶炼、铁路物流、港口航运及总部大厦等固定资产转入所致。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 3322.07 亿元，较上年底增长 13.44%。其中，流动资产占 72.37%，非流动资产占 27.63%。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、预付款项和存货保持增长，三项合计占期末流动资产的比例为 46.11%。截至 2023 年 3 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，公司所持兴业证券等股权变现能力良好，对公司偿债能力形成一定支撑。

截至 2023 年 3 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 413.14 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 86.07 亿元。上述受限资产账面价值占期末资产总额的 12.44%，受限比例较低。

3. 资本结构

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、未分配利润和股权及资产注入带来资本公积的增加。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。近年来，随着供应链业务扩张、在建工程与地产业务持续投入，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。

2020—2022年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 32.20%。截至 2022 年底，公司所有者权益 831.49 亿元，较上年底增长 32.29%。其中，厦门市财政局、厦门市国资委拨付资金转增资本公积 2.60 亿元；划入邮轮母港 100%股权、厦门轮渡有限公司 100%股权、厦门和平码头有限公司 100%股权、厦门自贸投资发展有限公司 100%股权以及福建省港口集团有限责任公司 35.96%股权、高崎渔港片区现代物流园区 5000 吨级码头、侯船楼及站前广场 1.71 万平方米土地、港池海域使用权等资产增加资本溢价 58.59 亿元；子公司邮轮母港建设航站楼及 0-4#泊位，财政拨款转增资本溢价 7.33 亿元。2022 年底，少数股东权益占比为 67.10%，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 860.31 亿元，较上年底增长 3.47%，少数股东权益占比为 65.23%，构成变化不大。

表 13 公司主要权益和负债科目情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	17.76	3.73	17.76	2.83	17.76	2.14	17.76	2.06
其他权益工具	111.53	23.44	60.30	9.59	62.10	7.47	82.57	9.60
资本公积	22.31	4.69	34.45	5.48	101.81	12.24	102.60	11.93
未分配利润	54.11	11.37	74.04	11.78	85.20	10.25	91.26	10.61
少数股东权益	268.01	56.33	439.97	70.00	557.96	67.10	561.22	65.23
所有者权益合计	475.78	100.00	628.53	100.00	831.49	100.00	860.31	100.00
流动负债	932.58	76.16	1084.21	73.76	1563.76	74.57	1918.57	77.93
短期借款	264.94	21.64	271.01	18.44	339.42	16.19	598.32	24.30
应付票据	120.72	9.86	157.65	10.73	233.92	11.16	217.65	8.84
应付账款	138.37	11.30	170.10	11.57	199.76	9.53	170.50	6.93

其他应付款（合计）	94.80	7.74	135.82	9.24	130.44	6.22	132.72	5.39
合同负债	86.66	7.08	117.92	8.02	353.40	16.85	444.37	18.05
其他流动负债	108.07	8.83	114.81	7.81	122.66	5.85	216.53	8.80
非流动负债	291.90	23.84	385.66	26.24	533.14	25.43	543.19	22.07
长期借款	164.96	13.47	220.23	14.98	343.46	16.38	375.81	15.27
应付债券	91.27	7.45	105.40	7.17	128.50	6.13	107.04	4.35
负债总额	1224.48	100.00	1469.87	100.00	2096.90	100.00	2461.77	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 30.86%。截至 2022 年底，公司负债总额 2096.90 亿元，较上年底增长 42.66%。其中，流动负债占 74.57%，非流动负债占 25.43%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2020—2022年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 29.49%。截至 2022 年底，公司流动负债 1563.76 亿元，较上年底增长 44.23%。

2020—2022年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 13.19%。截至 2022 年底，公司短期借款 339.42 亿元，较上年底增长 25.24%，主要原因是经营规模扩大导致短期资金需求增加所致。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据快速增长，2020—2022年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 39.20%。截至 2022 年底，公司应付票据 233.92 亿元，较上年底增长 48.38%，主要为银行承兑汇票。

2020—2022年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 20.15%。截至 2022 年底，公司应付账款 199.76 亿元，较上年底增长 17.44%。其中账龄一年以内的应付账款占 96.05%，整体账龄短。

由于会计准则调整，2020 年起，部分物流供应链业务预收货款计入合同负债科目，公司预收款项大幅下降。2020—2022年末，公司合同负债持续增长，年均复合增长 101.94%。截至 2022 年底，公司合同负债 353.40 亿元，较上年底增长 199.69%，主要系供应链业务预收货款及地产预售房款增加；账龄在一年以内的占

98.76%，账龄短。

2020—2022年末，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 17.31%。截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）130.44 亿元，较上年底下降 3.96%，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 16.54%，集中度较低。

2020—2022年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 6.54%。截至 2022 年底，公司其他流动负债 122.66 亿元，较上年底增长 6.84%，主要包括应付短期债券 70.81 亿元、资产支持专项计划 9.18 亿元、其他金融负债 9.36 亿元和待转销项税额 32.30 亿元等。

2020—2022年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 35.15%。截至 2022 年底，公司非流动负债 533.14 亿元，较上年底增长 38.24%，主要源于长期借款的增长。

2020—2022年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 44.29%。截至 2022 年底，公司长期借款 343.46 亿元，较上年底增长 55.95%。公司应付债券呈持续上升趋势，截至 2022 年底，公司应付债券 128.50 亿元，较上年底增长 21.92%。

有息债务方面，2020—2022年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 26.72%。截至 2022 年底，公司全部债务 1291.83 亿元，较上年底增长 33.07%，其中厦门象屿全部债务增加 104.68 亿元。债务结构方面，短期债务占 60.43%，长期债务占 39.57%，以短期债务为主。

从债务指标来看，2020—2022年末，公司

资产负债率分别为72.02%、70.05%和71.61%；全部债务资本化比率分别为62.84%、60.70%和60.84%；长期债务资本化比率分别为36.90%、36.98%和38.07%。

截至2023年3月底，公司负债总额2461.77亿元，较上年底增长17.40%，主要受业务规模扩张、备货需求季节性增加和下游需求的暂时性波动，致使短期融资规模增加。其中，流动负债占77.93%，非流动负债占22.07%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2023年3月底，公司全部债务1594.45亿元，较上年底增长23.43%。债务结构方面，短期债务占67.19%，长期债务占32.81%，仍以短期债务为主。从债务指标来看，截至2023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74.10%、64.95%和37.81%，较上年底分别提高2.50个百分点、提高4.11个百分点和下降0.26个百分点。

4. 盈利能力

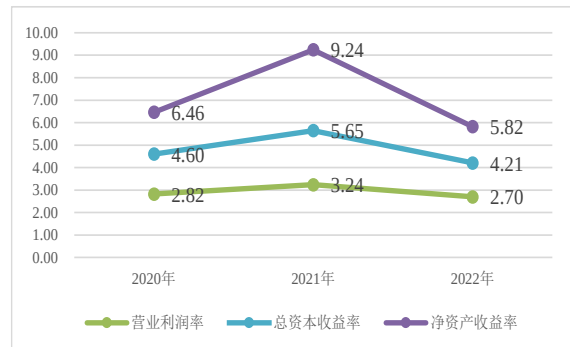
2020—2022年，公司收入规模持续提升，期间费用管控能力良好，受房地产合作开发项目出让进度、大宗商品市场价格波动等因素影响，资产减值损失和投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。2022年，受新并表子公司利润亏损以及印尼项目利润下降影响，公司利润总额同比有所下降。总体看，公司盈利能力很强。

2020—2022年，随着公司供应链业务的扩张，公司营业总收入持续增长，年均复合增长22.51%。2022年，公司实现营业总收入5626.22亿元，同比增长16.15%。2020—2022年，公司营业利润率分别为2.82%、3.24%和2.70%。

从期间费用看，2020—2022年，公司费用总额持续增长，年均复合增长7.31%。2020—2022年，公司期间费用率分别为2.01%、1.73%和1.54%。公司期间费用控制能力良好。2022年，公司费用总额为86.74亿元，同比增长3.61%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用

占比分别为36.84%、30.57%和31.13%。

图1 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，2020—2022年，公司其他收益分别为2.06亿元、3.47亿元、6.14亿元，年均复合增长72.71%，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。2022年，公司发生资产减值损失及信用减值损失合计12.80亿元，较上年同期的11.16亿元有所增加，主要为库存商品和开发成本跌价损失及合同履约成本减值损失增加4.04亿元。当期确认公允价值变动损失6.58亿元。

2020—2022年，公司投资收益分别为8.74亿元、3.44亿元、11.39亿元，年均复合增长14.20%。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。

2020—2022年，公司利润总额分别为38.02亿元、71.60亿元、66.19亿元，波动增长，年均复合增长31.94%。2022年度，利润总额有所下降，主要系新并入的邮轮母港利润亏损以及印尼项目利润下降。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资产收益率分别为 4.60%、5.65%和 4.21%；净资产收益率分别为 6.46%、9.24%和 5.82%。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1333.92 亿元，同比增长 12.91%；营业利润率为 2.58%，同比变化不大。非经常性损益方面，2023 年 1—3 月，公司发生资产减值损失和信用减值损失合计 7.84 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；公允价值变动收益 8.34 亿元。2023 年 1—3 月，实现利润总额 10.84 亿元，同比下降 30.27%，主要系印尼项目低盈利水平以及资产减值计提规模较大影响所致。

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。2020—2022 年，公司优化结算方式，加速资金回笼，经营活动保持现金净流入，2023 年一季度转为净流出。公司投资支出规模大，对融资活动现金流入依赖大。

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入和流出均持续增长，经营活动现金净额波动增长，年均复合增长 97.50%。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。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。2020—2022 年，公司现金收入比持续增长，收入实现质量良好。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	4448.36	5711.94	6791.28	1804.78
经营活动现金流出小计	4415.41	5683.28	6662.76	2072.38

经营活动现金流量净额	32.95	28.66	128.52	-267.60
投资活动现金流入小计	351.63	375.54	437.03	62.88
投资活动现金流出小计	451.93	494.11	563.81	67.93
投资活动现金流量净额	-100.30	-118.57	-126.78	-5.05
筹资活动前现金流量净额	-67.35	-89.91	1.74	-272.65
筹资活动现金流入小计	1456.86	1577.15	1934.54	711.72
筹资活动现金流出小计	1317.74	1454.02	1817.09	420.36
筹资活动现金流量净额	139.13	123.13	117.45	291.35
现金收入比（%）	109.45	110.56	113.59	130.57

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

从投资活动来看，公司保持较大的对外投资规模，包括套保期货保证金支出，对物流、房地产、制造业、码头等行业股权投资、购买理财等。2020—2022 年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长 11.48%；投资活动现金流出年均复合增长 11.69%。2020—2022 年，公司投资活动现金净额分别为-100.30 亿元、-118.57 亿元和-126.78 亿元，持续增长。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 15.23%；吸收投资收到的现金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。筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 17.43%。筹资活动现金净额分别为 139.13 亿元、123.13 亿元和 117.45 亿元，持续下降，年均复合下降 8.12%。

2023 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净流出主要是供应链业务一季度加大采购备货；投资活动现金净流出规模较小，筹资活动现金呈净流入。

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，2020—2022年末，公司流动比率和速动比率变动不大。2020—2022年，公司经营现金流动负债比率和现金短期债务比均波动上升。2023年3月底，受供应链业务规模扩张带来的营运资金占用增加、债务规模上升影响，公司短期偿债指标有所弱化。考虑到公司经营效率较高，间接融资渠道畅通，对短期偿债能力形成良好支撑。

从长期偿债指标看，2020—2022年，公司EBITDA利息倍数波动上升，全部债务/EBITDA波动下降。

表 15 公司主要偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债指标	流动比率(%)	121.30	129.69	128.96	125.31
	速动比率(%)	77.23	75.17	69.73	66.46
	经营现金/流动负债(%)	3.53	2.64	8.22	-13.95
	经营现金/短期债务(倍)	0.06	0.05	0.16	--
	现金短期债务比(倍)	0.48	0.46	0.46	0.36
长期偿债	EBITDA(亿元)	79.72	122.69	135.40	--
	全部债务/EBITDA(倍)	10.09	7.91	9.54	--

指标	经营现金/全部债务(倍)	0.04	0.03	0.10	-0.17
	EBITDA/利息支出(倍)	2.50	3.28	2.65	--
	经营现金/利息支出(倍)	1.03	0.77	2.52	--

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司共获各大银行等金融机构授信额度 2613.69 亿元，其中未使用的授信额度为 1064.18 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 2023 年 3 月底，公司合并口径对外担保 15.57 亿元。其中，下属象屿地产对非并表合资公司融资担保 3.94 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 11.52 亿元，为厦门天马显示科技有限公司项目融资担保 0.12 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。

截至 2023 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。

表 16 截至 2023 年 3 月底公司及下属子公司主要未决诉讼（仲裁）情况（单位：万元）

起诉方	应诉方	承担连带责任方	涉及金额	累计计提减值金额	审理结果及影响
深圳象屿商业保理有限责任公司	珠海市华峰石化有限公司	广东华峰能源集团有限公司、华峰珠海新能源科技有限公司	5789.83	10271.86	一审已调解，珠海市华峰石化有限公司确认拖欠货款本金 7950 万元并同意按照约定利率计付利息，广东华峰能源集团有限公司承担连带清偿责任，华峰珠海新能源科技有限公司以其与厦门象屿物流集团有限责任公司合作协议项下的收益权提供担保。截至目前，已经进入破产重整程序，管理人已确定投资人，并就是否变更重整计划经债权人会议表决通过。
深圳象屿商业保理有限责任公司	广东华峰能源集团有限公司	华峰珠海新能源科技有限公司	7050.00		一审已调解，广东华峰能源集团有限公司确认拖欠货款本金 7050 万元并同意按照约定利率计付利息，华峰珠海新能源科技有限公司以其与厦门象屿物流集团有限责任公司合作协议项下的收益权提供担保。截至目前，已经进入破产重整程序，管理人已确定投资人，并就是否变更重整计划经债权人会议表决通过。
厦门象屿金象控股集团有限公司	广州华骏实业有限公司	广州百嘉信集团有限公司、广州盈创科技集团有限公司、瑞晟房地产开发（深圳）有限公司、广州清大瑞泰信息科技有限公司、海南保亨新创投资有限公司、漯河银鸽实业集团有限公司、北京万士丰实业有限公司、曾伟光、梁勤、杨文娟、梁娜	29165.03	23332.02	二审胜诉生效，已进入执行阶段。南方信息股权处置已于 2021 年 12 月 21 日一拍成交，已回款 834.97 万元。

厦门象屿资产管理运营有限公司	沈阳国大基业房地产开发有限公司	石家庄鸿基投资有限责任公司、国大德信投资控股有限公司、国御温泉度假小镇股份有限公司、沈阳国御小镇企业管理有限公司、石家庄鸿基投资有限责任公司、胡振菊、李亚杰	8444.02	1688.80	目前二审已判决，进入执行阶段。合计查封了石家庄鸿基投资有限责任公司持有的河北银行股份有限公司 6500 万股股权。收到法院发放的 308.48 万元执行款。截至目前，沟通法院推进挂拍质押股权。
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	-	15600.00	-	一审已胜诉，法院驳回钢汇宝诉讼请求。截至目前钢汇宝公司已上诉，二审尚未判决。
厦门龙津进出口贸易有限公司、福建省龙岩市国贸有限公司	厦门象屿铝晟有限公司	-	36915.66	-	该诉讼处于一审阶段。
合计			102964.54	35292.68	

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 年以来，厦门市国资委通过拨付资金和股权、资产注入增厚母公司权益，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。

截至 2022 年底，母公司资产总额 575.72 亿元，较上年底增长 37.63%。其中，流动资产 225.67 亿元，非流动资产 350.05 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.35%）、其他应收款（占 81.09%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 32.81%）、长期股权投资（占 62.55%）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 2022 年底，母公司负债总额 425.35 亿元，较上年底增长 28.56%。其中，流动负债 235.18 亿元（占 55.29%），非流动负债 190.17 亿元（占 44.71%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 28.78%）、其他应付款（合计）（占 11.10%）、一年内到期的非流动负债（占 33.58%）、其他流动负债（占 25.77%）构成；考虑到权益中包含其他权益工具（永续债）62.10 亿元，母公司债务负担很重。

所有者权益方面，截至 2022 年底，母公司所有者权益为 150.38 亿元，较上年底增长 71.95%。在所有者权益中，实收资本为 17.76 亿元；资本公积合计 80.43 亿元，资本公积增加系拨付资金和股权、资产注入；未分配利润合计-13.40 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 62.10 亿元，规模很大，权益稳定性偏弱。

2022 年，母公司营业总收入为 1.23 亿元，利润总额为 8.82 亿元。同期，母公司投资收益为 16.21 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。

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。2022 年，母公司经营活动现金流净额为-75.63 亿元，投资活动现金流净额 50.38 亿元，筹资活动现金流净额 51.40 亿元。

九、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。

2022 年，厦门市实现一般公共预算总收入 1493.76 亿元，同口径（下同）增长 4.9%。其中，地方级一般公共预算收入 883.77 亿元，增长 6.6%。在地方级财政收入中，实现税收收入 631.38 亿元，增长 1.7%，其中，增值税 195.28 亿元，增长 12.5%；企业所得税 126.40 亿元，增长 3.0%；个人所得税 62.32 亿元，下降 33.1%；土地增值税 84.53 亿元，增长 4.4%。

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。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，2020—2022 年获得各类财政拨款转增资本公积分别为 4.99 亿元、8.80 亿元和 9.93 亿元。

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 20.00 亿元，分别占公司 2022 年底长期债务和全部债务的 3.91% 和 1.55%，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 2023 年 3 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 74.10%、64.95% 和 37.81% 上升至 74.26%、65.24% 和 38.70%。考虑到本期中期票据募集资金中部分用于偿还公司债务，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 2022 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 12.79 倍，发行后长期债务为 EBITDA 的 3.92 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	2022 年
发行后长期债务*（亿元）	531.19
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	12.79
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.24
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.92

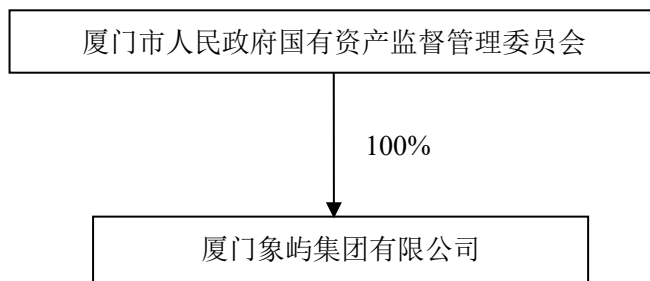
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

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 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	253.13	277.48	360.02	390.09
资产总额(亿元)	1700.25	2098.40	2928.39	3322.07
所有者权益(亿元)	475.78	628.53	831.49	860.31
短期债务(亿元)	526.31	601.91	780.65	1071.38
长期债务(亿元)	278.18	368.89	511.19	523.07
全部债务(亿元)	804.49	970.80	1291.83	1594.45
营业收入(亿元)	3748.35	4843.83	5626.22	1333.92
利润总额(亿元)	38.02	71.60	66.19	10.84
EBITDA(亿元)	79.72	122.69	135.40	--
经营性净现金流(亿元)	32.95	28.66	128.52	-267.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	36.28	41.57	42.04	--
存货周转次数(次)	9.14	9.34	7.20	--
总资产周转次数(次)	2.42	2.55	2.24	--
现金收入比(%)	109.45	110.56	113.59	130.57
营业利润率(%)	2.82	3.24	2.70	2.58
总资本收益率(%)	4.60	5.65	4.21	--
净资产收益率(%)	6.46	9.24	5.82	--
长期债务资本化比率(%)	36.90	36.98	38.07	37.81
全部债务资本化比率(%)	62.84	60.70	60.84	64.95
资产负债率(%)	72.02	70.05	71.61	74.10
流动比率(%)	121.30	129.69	128.96	125.31
速动比率(%)	77.23	75.17	69.73	66.46
经营现金流动负债比(%)	3.53	2.64	8.22	--
现金短期债务比(倍)	0.48	0.46	0.46	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	3.28	2.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.09	7.91	9.54	--

注：2023 年 1-3 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，其他应付款、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；2020-2023 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 111.53 亿元、60.30 亿元、62.10 亿元和 82.57 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.98	13.12	42.04	62.73
资产总额(亿元)	375.30	418.31	575.72	602.85
所有者权益(亿元)	134.19	87.46	150.38	174.82
短期债务(亿元)	105.21	70.10	146.64	171.45
长期债务(亿元)	58.49	177.34	190.12	171.88
全部债务(亿元)	163.70	247.44	336.76	343.33
营业收入(亿元)	0.76	0.22	1.23	0.46
利润总额(亿元)	8.26	1.92	8.82	1.40
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-8.28	3.59	-75.63	-71.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	181.42	71.19	5.54	/
存货周转次数	/	/	/	/
总资产周转次数	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比(%)	31.94	110.45	99.36	42.95
营业利润率(%)	59.25	-63.78	63.15	67.04
总资本收益率(%)	2.58	0.75	1.81	/
净资产收益率(%)	5.73	2.86	5.87	/
长期债务资本化比率(%)	30.36	66.97	55.84	49.58
全部债务资本化比率(%)	54.95	73.89	69.13	66.26
资产负债率(%)	64.24	79.09	73.88	71.00
流动比率(%)	93.29	103.67	95.96	97.02
速动比率(%)	93.29	103.67	95.96	97.02
经营现金流动负债比(%)	-4.55	2.34	-32.16	/
现金短期债务比(倍)	0.16	0.19	0.29	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2023 年 1-3 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	
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 2024 年度第二期中期票据 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。