

厦门象屿集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕6433 号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 象屿 MTN002”“22 象屿 GN003”“23 象屿 MTN002”“24 象屿 MTN001”“24 象屿 MTN002A”“24 象屿 MTN002B”“25 象屿 MTN001”和“25 象屿 MTN003”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

二〇二五年七月十一日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受厦门象屿集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

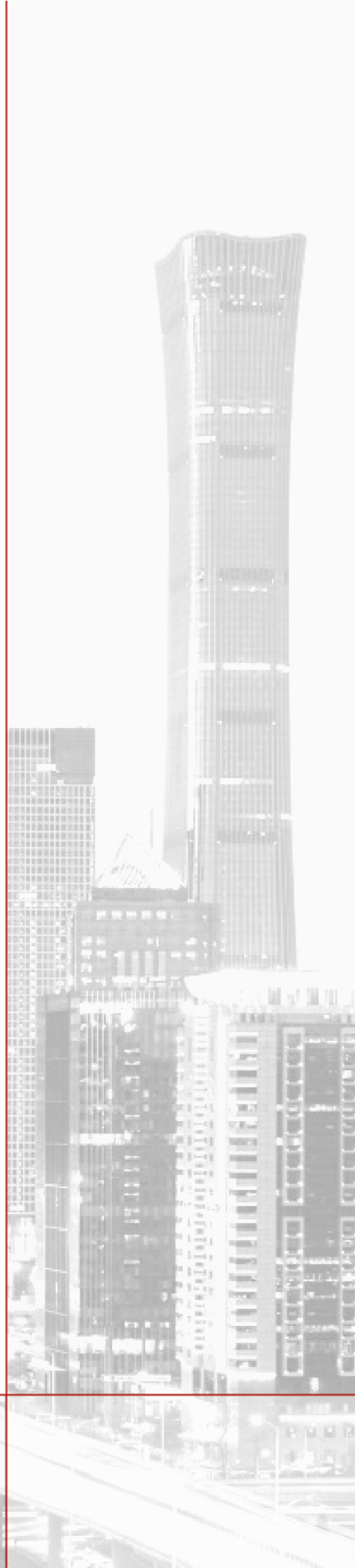
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



厦门象屿集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门象屿集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/11
22 象屿 MTN002； 22 象屿 GN003；	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 象屿 MTN002； 24 象屿 MTN001；			
24 象屿 MTN002A； 24 象屿 MTN002B；			
25 象屿 MTN001； 25 象屿 MTN003			

评级观点

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）是厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）直属的大型集团企业之一，在资源整合、业务协同和财政拨款方面获得厦门市国资委有力支持。跟踪期内，公司在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面维持既有综合竞争优势；内控体系及管理制度未发生重大变化。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”）在多年的供应链管理与服务过程中积累了遍布全国的业务渠道，并不断完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，综合服务能力不断增强，2024 年核心产品业务量维持稳定，但市场有效需求偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素加大了其供应链业务风控难度，同时需关注公司收购其对江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”）及控股子公司和关联方债权事项进展；公司房地产业务项目结转进度良好，但 2024 年协议销售收入下滑明显，需关注房地产行业景气度尚未恢复下存量项目去化情况；综合金融业务稳定发展，相关资产余额保持增长，毛利率水平高，对主业绩形成良好补充；制造业板块受供需环境影响拉低公司主业利润。财务方面，2024 年公司营业总收入同比下降，盈利指标受收入下降、期间费用高企和计提的信用减值损失增加影响有所下滑，整体盈利能力指标仍处于较高水平；资产质量良好；债务规模持续增长，债务负担重；偿债指标有所下滑。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资源整合、业务协同和财政拨款等方面获得厦门市国资委政策倾斜。

评级展望

未来，随着公司供应链物流、城市开发、综合金融等相关多元化产业间的协同效应、规模效应和叠加效应进一步释放，公司综合竞争力有望巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

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

优势

- **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**厦门市作为五大计划单列市之一，区域战略地位突出。2024 年，厦门市经济实力持续增强，经济发展为公司创造了良好的外部环境。
- **跟踪期内，厦门象屿综合物流服务能力保持行业领先水平。**厦门象屿构建了以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系 and 成熟稳定的全球化业务渠道，并持续推进大宗商品经营与物流服务的横向协同，为核心贸易品种竞争力提升提供了有力支撑。
- **现金类资产规模较大，未使用授信规模较充裕。**截至 2025 年 3 月底，公司现金类资产余额为 539.83 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 3296.76 亿元，其中未使用的授信额度为 1681.88 亿元，间接融资渠道畅通。厦门象屿为 A 股上市公司，直接融资便利。
- **政府支持力度强。**公司是厦门市大型国有独资企业之一，近年来持续获得财政拨款转增资本公积，2022—2024 年获得各类财政拨款合计 10.89 亿元。2022 年，公司获批增加港口航运建设和发展功能，获得政府进一步资产注入。

关注

- **大宗商品价格波动可能对供应链管理服务行业产生不利影响。**近年来，宏观经济增速放缓，全球经济发展存在不确定性，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动加大了公司供应链业务风控难度；受市场需求不足，大宗商品价格整体承压，以及资产和信用减值损失计提增加等因素影响，公司盈利指标及利润总额波动下滑。
- **行业周期性波动导致境外制造业板块发生亏损。**受外部经济形势变化导致上游原材料价格及生产成本上升，产成品下游需求及价格下降等因素影响，2024 年 PT Obsidian Stainless Steel 净利润维持亏损状态。不锈钢市场为强周期性行业，预计未来短期内不锈钢行业仍面临供需阶段性调整局面。
- **公司债务负担重，权益结构稳定性偏弱。**公司债务规模快速增长，截至 2025 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 74.68%、64.88%和 35.54%，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 2025 年 3 月底现金短期债务比为 0.20 倍，偿债依赖再融资。
- **公司受让子公司债权和对外投资规模较大，需关注相关标的后续资金回收情况及收益实现情况。**2024 年 12 月 16 日，公司整体受让厦门象屿对江苏德龙及其控股子公司和关联公司的债权事项已通过厦门象屿股东大会审议通过，受让价款合计金额 89.74 亿元，截至本报告出具日仍有 62.82 亿元待支付；同时，公司作为辽宁忠旺集团有限公司（以下简称“忠旺集团”）系列企业重整投资人，计划收购并控股忠旺集团铝主业资产设立的新公司。考虑到上述事项涉及的金额较大，需关注相关标的后续资金回收情况及收益实现情况。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素： 政府支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于公司现金流量得分由1变为2，偿债能力得分由2变为3，公司指示评级由上次评级aaa变动为aa-。故公司的个体信用等级由aaa下调为aa-。

外部支持变动说明：公司持续获得政府在资金注入方面的支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

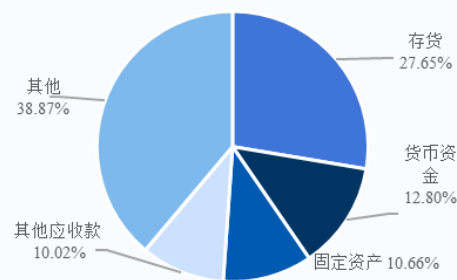
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	448.83	463.16	541.63	539.83
资产总额（亿元）	2928.39	3315.88	3389.42	3508.59
所有者权益（亿元）	831.49	874.90	882.70	888.50
短期债务（亿元）	780.65	1002.10	1226.54	1151.60
长期债务（亿元）	511.19	451.09	434.99	489.92
全部债务（亿元）	1291.83	1453.20	1661.52	1641.51
营业总收入（亿元）	5626.22	4904.98	4164.15	1118.58
利润总额（亿元）	66.19	13.44	23.50	15.13
EBITDA（亿元）	135.40	94.55	97.61	--
经营性净现金流（亿元）	128.52	87.63	36.75	-162.83
营业利润率（%）	2.70	2.43	3.14	2.97
净资产收益率（%）	5.82	1.14	1.42	--
资产负债率（%）	71.61	73.61	73.96	74.68
全部债务资本化比率（%）	60.84	62.42	65.31	64.88
流动比率（%）	128.96	119.98	115.80	118.24
经营现金流动负债比（%）	8.22	4.44	1.79	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.46	0.44	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	1.66	2.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.54	15.37	17.02	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	575.72	584.62	768.35	823.03
所有者权益（亿元）	150.38	179.26	215.09	216.87
全部债务（亿元）	336.76	336.25	390.27	408.94
营业总收入（亿元）	1.23	2.20	3.13	0.61
利润总额（亿元）	8.82	5.74	7.88	0.16
资产负债率（%）	73.88	69.34	72.01	73.65
全部债务资本化比率（%）	69.13	65.23	64.47	65.35
流动比率（%）	95.96	100.73	100.77	106.11
经营现金流动负债比（%）	-32.16	-12.24	-4.93	--

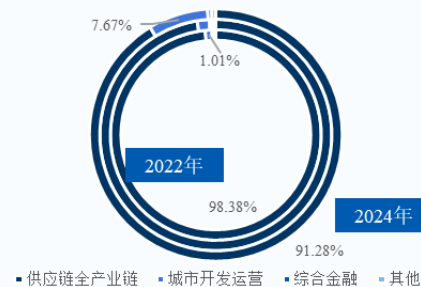
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

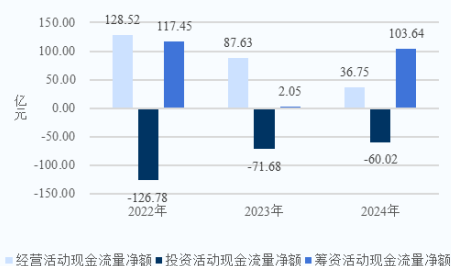
2024 年底公司资产构成



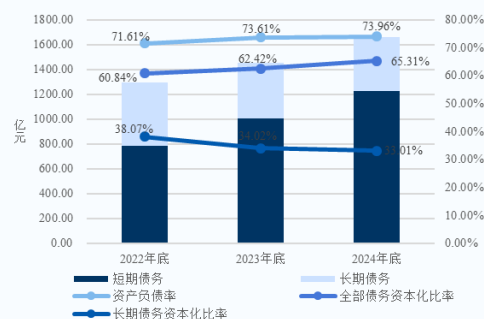
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
25 象屿 MTN003	14.00 亿元	14.00 亿元	2027/03/24	利息递延权,赎回,延期,调整票面利率,持有人救济
25 象屿 MTN001	17.00 亿元	17.00 亿元	2017/01/09	延期,赎回,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24 象屿 MTN002B	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/03/28	赎回,延期,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24 象屿 MTN002A	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/03/28	赎回,延期,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24 象屿 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/02/01	持有人救济,调整票面利率,赎回,利息递延权,延期
23 象屿 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/09/27	调整票面利率,赎回,利息递延权,延期,持有人救济
22 象屿 GN003	6.50 亿元	6.50 亿元	2025/09/29	--
22 象屿 MTN002	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/08/26	利息递延权,持有人救济,调整票面利率,赎回,延期

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

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 象屿 GN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/30	刘丙江 闫力	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
22 象屿 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/04	刘丙江 闫力	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
23 象屿 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/25	王晴 刘丙江 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
24 象屿 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/08	刘丙江 徐璨 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
24 象屿 MTN002A; 24 象屿 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/19	刘丙江 徐璨 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
22 象屿 GN003; 22 象屿 MTN002; 23 象屿 MTN002; 24 象屿 MTN001; 24 象屿 MTN002A; 24 象屿 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/11	徐璨 李上 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
25 象屿 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/02	徐璨 李上	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)	阅读全文
25 象屿 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/12	徐璨 李上	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)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：徐璨 xucan@lhratings.com

项目组成员：李上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府〔1995〕综 230 号）批准组建的国有企业集团，于 1995 年 11 月正式成立，初始注册资本 1.38 亿元。根据厦门象屿保税区管理委员会和厦门市财政局的相关批复，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.76 亿元，唯一股东和实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司主营业务范围以物流供应链为主业，辅以城市开发运营、综合金融等其他业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为贸易企业。

2011 年 8 月，公司供应链业务核心子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”，证券简称“厦门象屿”，证券代码：600057.SH）成功借壳“ST 夏新”在上海证券交易所上市。截至 2025 年 3 月底，公司对厦门象屿直接及间接持股比例合计 49.63%，无质押。

截至 2025 年 6 月底，公司本部内设党委办公室、财务中心、风险管理中心和战略管理中心等部门（见附件 1-2）。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内拥有二级子公司 22 家；合并口径共有正式员工 22714 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 3389.42 亿元，所有者权益 882.70 亿元（含少数股东权益 563.70 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 4164.15 亿元，利润总额 23.50 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 3508.59 亿元，所有者权益 888.50 亿元（含少数股东权益 567.93 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1118.58 亿元，利润总额 15.13 亿元。

公司注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区象屿路 81 号象屿集团大厦 A 栋 10 层 01 单元；法定代表人：张水利。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评级的存续债券见下表，余额 97.50 亿元，募集资金已使用完毕，其中“25 象屿 MTN001”“25 象屿 MTN003”未到付息日，其余债券均按时付息。

图表 1 • 截至本报告出具日由公司委托联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
22 象屿 MTN002	20.00	20.00	2022/08/26	3+N
22 象屿 GN003	6.50	6.50	2022/09/29	3
23 象屿 MTN002	10.00	10.00	2023/09/27	2+N
24 象屿 MTN001	15.00	15.00	2024/02/01	2+N
24 象屿 MTN002A	10.00	10.00	2024/03/28	2+N
24 象屿 MTN002B	5.00	5.00	2024/03/28	3+N
25 象屿 MTN001	17.00	17.00	2025/01/09	2+N
25 象屿 MTN003	14.00	14.00	2025/03/24	2+N

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2025 年 6 月底，除“22 象屿 GN003”外，上述存续债券均为永续债券，在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。基于上述债券条款，可得出以下结论：

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

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

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

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

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

(1) 贸易行业分析

2024 年，中国进出口贸易总额稳步增长，累计出口同比上升明显，海外需求韧性较强；受国内需求较弱叠加全球大宗商品价格下跌影响，累计进口同比增速下滑。2025 年一季度，在美国政府频加关税、外部困难挑战增多的情况下，中国外贸进出口实现平稳开局。进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对欧美、日本等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；我国对原油、煤炭等能源类产品和大豆等农产品的进口依赖度仍较强。大宗商品方面，2024 年，国际油价受地缘政治局势紧张、石油需求增长乏力以及美联储货币政策调整等多因素影响，呈现宽幅震荡态势；钢铁行业景气度仍处于探底阶段，钢材价格震荡下行；煤炭价格受供需格局偏宽松影响，整体呈下跌态势。汇率方面，2024 年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。展望 2025 年，全球贸易面临的不确定性增加，4 月美国对中国商品征收关税税率达到 145%，5 月日内瓦经贸会谈后中美双边关税水平大幅降低，中美贸易重启，但关税博弈并未结束，中美磋商仍存在较大不确定性。中国政府 5 月出台了一揽子政策刺激经济，在金融、地产和外贸等领域提供了精准且有效的政策支持，释放出中央层面协同发力稳预期、促增长的积极信号，内贸增速或将逐步恢复。完整版行业分析详见 [《2025 年贸易行业分析》](#)。

(2) 地产行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见 [《2025 年房地产行业分析》](#)。

2 区域环境分析

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强；交通网络体系发达，对贸易企业商品流通、运输提供强保障。整体看，厦门市经济发展为公司创造了良好的外部环境。

厦门市是中国最早成立的经济特区，是以外向型经济为主导的经贸港口城市、五大计划单列市之一。2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。厦门市以港立市、因港而兴，交通网络体系发达，物流枢纽建设聚焦“国际供应链枢纽”定位，强化港口与机场、铁路、公路的多式联运，近年来持续推进海沧港区智能化改造和翔安新机场货运枢纽建设。

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2022—2024年，厦门市分别实现地区生产总值7802.66亿元、8066.49亿元和8589.01亿元，呈持续增长态势。2024年，从产业结构看，第一产业增加值26.34亿元，下降6.8%；第二产业增加值3147.40亿元，增长6.7%；第三产业增加值5415.28亿元，增长4.8%。三次产业结构为0.3：36.6：63.0。

固定资产投资方面，2022—2024年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长10.2%、增长0.5%和下降5.7%。分产业看，2024年，第一产业投资下降83.1%；第二产业投资增长3.9%；第三产业投资下降8.5%。房地产开发投资比上年下降32.0%。其中，住宅投资下降31.5%，办公楼投资增长12.5%，商业营业用房投资下降25.7%。全市房地产房屋施工面积3234.48万平方米，下降6.1%；房屋新开工面积410.95万平方米，下降23.6%。

国内贸易方面，2022—2024年，厦门市社会消费品零售总额持续增长，2024年为3329.81亿元，比上年增长3.0%。按消费形态分，商品零售2962.95亿元，增长2.6%；餐饮收入366.86亿元，增长5.6%。

对外贸易方面，2022—2024年，厦门市分别实现外贸进出口总值9225.59亿元、9470.44亿元和9326.12亿元，分别同比增长7.8%、增长4.0%和下降1.5%，2024年，出口4980.11亿元，增长11.3%；进口4346.01亿元，下降13.0%。其中，对共建“一带一路”国家进出口4591.02亿元，下降6.9%；对RCEP国家进出口3212.96亿元，增长1.8%。跨境电商进出口357.80亿元，增长51.1%。全年一般贸易进出口总额6878.34亿元，比上年下降2.8%，其中，出口3394.09亿元，增长17.9%；进口3484.25亿元，下降17.0%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为以供应链为主业，多元化经营城市开发运营、综合金融及其他等业务的厦门市大型国有独资企业之一，在经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备极强的综合竞争优势。公司本部过往债务履约情况良好。

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）、城市开发运营、综合金融及其他业务板块等构成的经营格局。

公司供应链全产业链业务运营主体为下属上市公司厦门象屿。厦门象屿在大宗商品供应链领域深耕多年，是2024年度中国物流企业50强第二位、2023年度全国通用仓储百强企业第二位和2023年度中国数字化仓储标准体系建设先进单位，并入选2024年度中物联首批降低全社会物流成本典型案例。厦门象屿市场网络分布广泛，在境内业务触达34个省级行政区，同时，以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及110余个国家；厦门象屿在能源化工、金属矿产品和农产品等业务竞争力较为突出。此外厦门象屿已构建“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系，截至2024年底，厦门象屿已拥有12个铁路货运场站、自有运输车辆约1000辆，国内外自有集散两用船舶5艘，自有仓储容量约1200万吨，69个自有及包租管理仓库，堆场8个等。此外，厦门象屿积极推进船舶制造业务发展，在散货船、不锈钢化学品船方面具备竞争优势，在手订单量充裕，截至2024年底在手订单合计达89艘，在手订单排产至2029年。智能化信息科技体系建设方面，厦门象屿依托业务数据、客户资源、应用场景，构建智能化信息科技体系。基于智慧物流系统，厦门象屿持续完善数智化服务系统，开发建设“屿链通”数字供应链服务平台，实现资金方与客户需求的有效对接。2024年，“屿链通”平台授信规模137亿元，客户年用信规模约36亿元，同比增长超过30%。

公司城市开发运营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，产品立足于刚需和首改住宅。2025 年，象屿地产位列中国房地产百强企业¹第 37 位。

公司综合金融服务以厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金象”）为运营主体，主要围绕实体经济、消费服务业、国家战略性新兴产业、集团产业及上下游客户，聚焦发展产业金融、消费金融和资产管理三大核心业务。近年来，象屿金象类金融业务资产余额持续增长，与集团内其他板块具有协同性。

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

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，经营主体为厦门国际邮轮母港集团有限公司（以下简称“邮轮母港”）。业务领域涵盖邮轮产业链发展、海上客运交通、海上旅游、文旅文创、园区开发运营、对台货运及民生消费品供应链等业务，截至 2024 年底，拥有水上客运航线 12 条、运营船舶 30 余艘、在用码头 9 座，厦鼓航线客运量年均达 2000 万人次。

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 2025 年 6 月 16 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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 7 月 10 日，联合资信未发现公司存在重大被执行人记录，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）重大事项

公司受让厦门象屿对江苏德龙债权和投资新忠旺集团所涉及资金规模大，相关债权回收情况、重组标的经营情况以及与各板块协同性需持续关注。

①2024 年 7 月 29 日，厦门象屿发布《厦门象屿股份有限公司关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》²，称厦门象屿控股股东象屿集团拟整体受让公司对江苏德龙镍业有限公司及其子公司（以下合称“江苏德龙”）的债权。针对上述事项，2024 年 11 月 30 日，厦门象屿再次发布《厦门象屿股份有限公司关于控股股东拟整体受让公司对江苏德龙债权暨关联交易的公告》（以下简称“公告”）。公告称，本次转让标的为截至 2024 年 7 月 31 日公司对江苏德龙的账面债权。根据万隆（上海）资产评估有限公司出具的评估报告（万隆评报字（2024）第 10430 号），以 2024 年 7 月 31 日为基准日，厦门象屿对江苏德龙账面债权评估值为人民币 897,426.59 万元。厦门象屿拟以评估值 897,426.59 万元转让，由具体持有江苏德龙债权的公司下属子公司分别与象屿集团下属子公司签署债权转让协议，由象屿集团下属子公司受让上述债权，并分三期向厦门象屿支付受让价款。公告称，厦门市国资委出具了《关于厦门象屿集团有限公司拟整体受让厦门象屿股份有限公司对江苏德龙及其控股子公司债权评估相关事宜的函》，认为评估报告所揭示的评估结论，仅对被评估债权对应的抵押物提供市场价值参考。截至 2024 年 12 月 16 日，上述事项已通过厦门象屿股东大会审议通过。截至本报告出具日，象屿集团已支付第一期债权受让款 26.92 亿元，待支付金额 62.82 亿元。

②象屿集团作为辽宁忠旺集团有限公司（以下简称“忠旺集团”）系列企业重整的优选投资人，联合其他投资人投资忠旺集团铝业资产等重整资产。象屿集团与其引入的其他投资人共同出资收购新忠旺（原“新忠旺集团”，现已更名为“象屿铝业”），成为象屿铝业控股股东。忠旺集团为铝产品制造商，2022 年 9 月 2 日，沈阳市中级人民法院（以下简称“沈阳中院”）分别裁定受理债权人对忠旺集团等 16 家企业的重整申请；2022 年 9 月 20 日，经忠旺集团管理人申请，沈阳中院裁定忠旺集团等 253 家企业进行实质合并重整。象屿铝业主要由辽宁象屿铝业有限公司、营口象屿精制铝业有限公司、营口象屿铝业有限公司、天津象屿铝业有限公司、安徽象屿铝业有限公司构成。截至 2024 年底，公司完成了新忠旺集团（象屿铝业）的生产经营权交接。

¹ 由中国企业评价协会、清华大学房地产研究所、北京中指信息技术研究院评选。

² 具体内容见《关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》（公告编号：2024-056）

考虑到上述事项涉及的投资金额较大，联合资信将对债权回收情况以及重组标的的经营情况保持关注。

（三）管理水平

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和高级管理人员方面无重大变化。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司业务结构稳定，仍以供应链全产业链为主业，辅以城市开发运营、综合金融及其他业务。2024 年，受大宗商品价格波动下行等因素影响，以厦门象屿为主体的供应链全产业链业务收入规模持续下降；房地产业务结转进度良好、综合金融业务发展稳定且毛利率维持高水平，均对主业业绩形成良好补充；海外制造业子公司整体表现为亏损。

经过多年发展，公司已形成以供应链全产业链为主业，辅以城市开发运营、综合金融及其他业务多元化发展的产业布局，经营格局稳定，其中供应链全产业链板块为公司收入占比最大的业务板块，收入占比维持在 90%以上。2024 年，公司营业总收入同比下降 15.10%，主要为供应链全产业链业务收入的下滑。2024 年，受外部环境变化带来的不利影响持续加深，市场有效需求不足，导致大宗商品价格承压，公司供应链全产业链业务收入同比下降 20.44%；城市开发运营业务受益于地产项目结转规模增加，收入同比增长 282.80%；综合金融业务经营稳健，收入同比变化不大；公司其他业务为民生消费类，收入占比小。

从毛利率来看，2024 年，公司综合毛利率同比增加 0.69 个百分点。其中，供应链全产业链板块毛利率表现为持续下滑。2024 年，得益于铝产品和新能源产品等部分商品毛利率提升，同时农产品业务加强对资产周转效率管理，供应链全产业链板块毛利率下降幅度收窄，同比减少 0.13 个百分点（2023 年为同比减少 0.58 个百分点）；城市开发运营业务受地产行业发展和结转项目不同的影响，毛利率持续下滑；综合金融业务经营稳健，毛利率维持在高水平。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 1.00%，收入结构整体变化不大，其中城市开发运营业务收入占比提升。受城市开发运营业务毛利率偏高影响，综合毛利率同比增加 1.04 个百分点。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链全产业链	5535.13	98.38%	2.27%	4777.84	97.41%	1.69%	3801.16	91.28%	1.56%	1037.42	92.74%	1.53%
城市开发运营	57.00	1.01%	30.13%	83.44	1.70%	29.19%	319.41	7.67%	17.06%	69.55	6.22%	19.85%
综合金融	18.60	0.33%	92.39%	21.79	0.44%	92.97%	21.72	0.52%	92.34%	5.91	0.53%	93.62%
其他	15.47	0.28%	18.07%	21.91	0.45%	23.28%	21.85	0.52%	26.25%	5.70	0.51%	17.01%
合计	5626.22	100.00%	2.89%	4904.98	100.00%	2.66%	4164.15	100.00%	3.35%	1118.58	100.00%	3.23%

注：其他业务主要包括民生消费。
资料来源：公司提供

主要经营实体方面，2024 年，厦门象屿持续受外界环境复杂严峻、社会预期偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素影响，净利润同比下降 18.27%，下降幅度收窄（2023 年为同比下降 38.75%）；象屿地产结转项目良好，净利润实现高速增长，同比增长 126.12%；象屿金象净利润同比增长 14.98%，保持稳定增速；金象生化实现净利润 1.29 亿元，扭亏为盈，主要系技术改造升级降低生产成本、原材料玉米价格持续走低等综合影响所致；厦门象盛镍业有限公司（以下简称“象盛镍业”）为象屿印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目境内运营主体，是境外运营主体 OSS 公司的母公司，2024 年象盛镍业净利润持续亏损，系不锈钢行情维持在低谷，不锈钢原料和产品价格倒挂所致。邮轮母港业务主要经营厦门到鼓浪屿间海上客运、轮渡业务以及文旅文创类业务，2024 年净利润由正转负，主要系经营的鼓浪屿游客航线客单价同比下调及新增“屿见闽南”文旅项目筹建期费用增加所致。

图表 3 • 公司重要子公司财务情况（单位：亿元）

公司名称	主营业务	截至 2025 年 3 月底持股比例	截至 2025 年 3 月底注册资本	2023 年/底				2024 年/底			
				总资产	所有者权益	营业总收入	净利润	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
厦门象屿	大宗商品采购供应及综合物流	48.55%	28.07	1297.05	371.92	4590.35	23.14	1238.73	347.29	3666.71	18.91

象屿地产	房地产开发	100.00%	31.82	1045.23	225.80	80.27	8.92	996.68	248.05	314.64	20.17
象屿金象	产业金融、 消费金融、 资产管理	100.00%	43.80	250.52	107.40	22.97	8.21	310.95	111.93	21.94	9.44
金象生化	粮食加工、 粮食收购与 销售	59.44%	26.67	93.99	22.07	111.13	-1.94	106.72	28.35	105.21	1.29
OSS 公司	不锈钢一体 化冶炼	51.00%	83,996.23 (卢比)	389.51	59.94	238.85	-23.46	334.90	30.84	157.80	-29.66
邮轮母港	港口航运	100.00%	5.98	39.32	12.59	7.39	0.71	44.25	13.15	7.46	-0.28

注：截至 2025 年 3 月底，象盛镍业实收资本 55.50 亿元；其他子公司注册资本与实收资本一致
资料来源：公司提供

2 供应链全产业链

跟踪期内，厦门象屿基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系，通过打通上下游渠道，不断增强核心贸易产品竞争力，可比口径下核心贸易产品业务量维持稳定。但受外界环境复杂严峻、社会预期偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素影响，大宗商品经营及物流服务收入发生下滑。同时，需关注宏观经济放缓对产业链上下游客户经营稳定性产生影响，对公司风控能力提出更高要求。

（1）大宗商品经营与物流服务

厦门象屿服务对象主要是制造业企业客户和贸易商客户，上下游客户集中度低。大宗商品经营及物流服务业务已形成原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等具有厦门象屿特色的“全产业链服务模式”；在全产业链形成服务优势后，切入有赋能价值的生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。2024 年，厦门象屿大宗商品经营业务盈利来源为服务收益和交易收益，以服务收益来源为主。

图表 4 • 厦门象屿大宗商品经营及物流服务业务盈利模式

盈利类型		释义
服务收益		依托平台化优势，规模化运作，为客户提供采购、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费。
交易收益	规模集拼收益	依托庞大的业务体量，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，赚取交易收益。
	价差收益	依托产研能力，通过分析商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 5 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月厦门象屿大宗商品经营业务产品分类收入构成情况（单位：亿元）

商品类别	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月	
	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量(万 吨)	收入	占比	收入	占比
能源化工	7317	868.12	19.76%	7020	800.57	23.20%	276.65	29.96%
金属矿产	13127	2715.05	61.81%	13984	2149.13	62.24%	530.24	57.42%
农产品	2035	606.53	13.81%	1390	401.97	11.64%	80.42	8.71%
新能源	37	192.44	4.38%	54	92.52	2.69%	30.98	3.36%
其他	--	10.10	0.23%	--	8.59	0.23%	5.12	0.55%
合计	22515	4392.25	100.00%	22448	3452.78	100.00%	923.41	100.00%

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采等；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

厦门象屿选择商品的标准是：①流通性强，易变现；②标准化程度高，易存储；③需求量大，产业链条长，能够提供多环节综合服务。厦门象屿目前主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类，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保持在 60%以上。2024 年经营货量 22448 万吨，同比变化不大，其中金属矿产经营货量同比增长 6.53%，厦门象屿保持蒙煤进口优势，拓展非洲、东南亚等地区铝土矿、铬铁资源和中东、非洲、南美等地钢材市场，铬铁进口同比增长超 30%，钢材出口同比增长超 150%。新能源经营货量同比增长 47.03%，受益于新能源产业链的高速发展，下游需求增加。能源化工产品受动力煤和油品产业链需求偏弱影响，经营货量同比下降 4.05%；农产品受下游需求谨慎，厦门象屿主动控制农产品库存敞口，经营货量同比下降 31.71%。但大宗商品价格易受外界经济环境影响，现阶段外部环境复杂严峻、市场有效需求不足等原因导致大宗商品价格下行，厦门象屿大宗商品经营收入持续下滑。

在采购定价上，厦门象屿推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，厦门象屿在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。下游销售方面，厦门象屿主要业务品种直接销售给下游工厂型客户为主，客户包括生产企业、加工企业、电厂、光伏电站等，小部分产品向经销商销售作为备用渠道。厦门象屿与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。厦门象屿要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，厦门象屿将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，厦门象屿为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。

从结算方式看，上下游对厦门象屿资金存在一定占用。销售结算基于交易对手风险评估结果给予一定账期，应收账款综合账期在 3 个月内。近年来，厦门象屿持续优化客户结构，2024 年厦门象屿制造业客户服务量占比整体稳定在 60%以上；其中，新能源供应链约 80%，黑色金属、煤炭、铝供应链 70%以上，不锈钢供应链 60%以上，谷物原粮供应链 50%以上。

2024 年，厦门象屿前五大供应商采购额占采购总额的比重为 9.03%，前五大客户销售额占销售总额的比重为 7.28%，上下游集中度低。

图表 6· 厦门象屿上下游定价和结算方式及平均货款回收周期

项目	上下游结算模式	平均货款回收账期
采购	厦门象屿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，预付款对象主要为具有较好的产品资源、股东背景、财务状况和发展态势的工厂型企业，以及规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。在采购定价上，厦门象屿推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。	应收账款综合账龄在 3 个月内
销售	厦门象屿与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。厦门象屿要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，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，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。	

资料来源：公司提供

为防止大宗商品价格波动及上下游信用风险等对盈利和资金安全性的冲击，厦门象屿重点围绕存货（货权）管理、客商资信管理、财务及资金管理等方面不断建立健全风控管理体系。

风险管理方面，①价格风险：厦门象屿关注大宗商品价格涨跌，分析市场形势，判定商品价格波动，开展期现结合业务，运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险。套期保值方面，面对大宗商品价格波动明显的特点，厦门象屿制订了《厦门象屿股份有限公司套期保值业务管理制度》规范金融衍生品相关交易，采用套期保值来防范价格波动风险，在现货范围内进行严格对锁，规避价格涨跌对公司损益的影响，设置专职部门（产业研究部）对商品价格进行每日盯盘，分析商品未来走势，提前采取对应的措施。②货权风险：厦门象屿注重货权管理，对物流供应商进行严格评估筛选，确保其资质优良和管理规范。在仓储管理环节，对货物入库、出库及库存管理进行全流程规范操作，确保库存商品账实相符，保障货权清晰明确。秉持“三权分立”原则，实现岗位间有效制衡与监督，杜绝业务岗位人员对货权管理的不当干预，强化货权安全保障。同时，注重业务流程规范性，要求“合同方、付款方、发票方、提货方”四方信息一致，强化货权归属的明确性与合法性。厦门象屿还组织对物流仓库进行“三不定”式巡查，及时发现并纠正潜在问题，有效防范货权风险，保障货权管理的严密性与可靠性。③交易对手方信用风险：厦门象屿对客商准入、过程管理和退出进行全流程有效管控，尤其对赊销客户和预付款供应商进行全面考察和评估，包括但不限于调取客户资信评估报告、征信报告、财务报告、拜访报告、资产评估报告等，定期和不定期的回访采购预付款/赊销客户，动态评

估并根据评估结果及时调整信用额度，对于部分合作情况不理想的客户/供应商视情况要求其追加信用保险、提供抵押、担保等风控补偿措施。

厦门象屿在大宗商品经营业务开展过程中与合作方开展实体企业全程供应链服务等模式的深度合作，并通过派驻监管团队、严控货权、签订不动产抵押和货物浮动抵押协议等方式控制业务风险。联合资信关注到，上述模式的开展一方面有助于厦门象屿利用供应链服务优势整合上下游资源，但在该模式下由于厦门象屿与相关制造类企业绑定程度较深且集中度高，导致交易对手出险后，对厦门象屿经营性账款回收造成不利影响，厦门象屿相应计提其他应收坏账准备。厦门象屿与西王系（包括西王特钢有限公司、西王金属科技有限公司、山东西王糖业有限公司、西王药业有限公司）开展供应链业务合作，产生对西王系的业务往来债权，2023 年当期对西王药业有限公司往来债权计提减值损失 5.30 亿元，2024 年，对西王系往来债权计提减值损失 9.88 亿元。截至 2024 年底，累计计提比例为 56%，剩余未计提部分均有对应的抵质押物。2024 年，由于江苏德龙面临经营性风险，厦门象屿对江苏德龙形成债权 89.74 亿元，厦门象屿已收到象屿集团支付的第一期债权受让款，根据相关会计政策，象屿集团分期支付债权款会有折现影响，公司 2024 年按照折现影响计提坏账准备 2.93 亿元。考虑到上述模式下相关客户经营情况可能对公司业绩及其他应收账款质量产生一定影响，需关注后续相关资产减值情况。

大宗商品物流服务方面，厦门象屿构建了以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。综合物流服务方面，公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系；农产品物流服务方面，厦门象屿通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费；同时通过经营粮食临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益；铁路物流方面，近年来厦门象屿在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等，主要运输品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。结算方面，厦门象屿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。

2024 年，厦门象屿大宗商品物流服务收入同比增长 32.99%。当期，厦门象屿综合物流服务深化产业型客户合作，丰富仓储资源布局，新增获批 3 个期货交割资质牌照，形成涵盖四大商品经营板块 15 类商品的期货交割库体系；推动国内南北物流通道和东南亚、非洲国际通道业务，巩固中国-印尼航线优势，打造亚欧国际班列精品路线，营业收入和毛利水平同比增长；因农产品物流国储业务量下降，叠加玉米价格下行、南北方价格“倒挂”、下游采购谨慎等因素导致的发运量下降，营业收入和毛利水平同比下降；铁路物流方面，深耕煤炭和铝产业链，持续服大疆煤外运业务，同步拓展港口铝矾土铁路到达业务和锂矿石、碳酸锂等新能源产业链物流业务，加速布局优质轻资产站点，提升自备箱周转效率，营业收入和毛利水平同比增长。

（2）印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目

受外部经济形势变化导致上游原材料价格及生产成本上升，下游需求及价格下降等因素影响，2024 年印尼项目净利润仍维持亏损状态。不锈钢市场为强周期性行业，预计未来短期内仍面临供需阶段性调整局面。

象盛镍业下属子公司 OSS 公司建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4000 万吨多功能码头。项目总投资额 140.49 亿元，资金来源主要为项目贷款，项目已于 2021 年底基本完工，并于 2022 年投入运营。项目主要产成品为 300 系不锈钢坯和镍铁，销售以 FOB 模式为主，主要销往中国内地。2024 年，OSS 公司销售不锈钢坯 35.58 万吨，同比下降 38.94%，销售镍铁 130.26 万吨，同比增长 0.49%，公司及时调整产品结构，减少低边际贡献的钢坯生产。2024 年，OSS 公司实现销售收入 157.80 亿元，同比下降 33.93%；实现净利润约 -29.66 亿元，仍维持亏损状态，主要系外部经济形势变化导致上游原材料价格及生产成本上升，产成品下游需求及价格下降等因素综合所致。2024 年，公司以信息化项目为抓手，逐步开展精细化管理，ERP 系统建设已完成前期准备，预计 2025 年上线，项目用工成本，决策效率有望得到提升。此外，公司依靠所在地丰富的原料资源、自身物流优势、先进生产模式、逐步精进管理优化成本等方面，推动自身生产成本位于全球前 30%分位内，未来随着供需逐步回归平衡，公司利润有望回升。但不锈钢市场为强周期性行业，短期内仍面临供需阶段性调整局面。

（3）玉米深加工业务

2024 年，受益于原材料玉米价持续走低和技术改造升级，玉米深加工业务净利润同比扭亏。

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。

2024 年，金象生化实现营业收入 105.21 亿元，同比下降 5.33%，实现净利润为 1.29 亿元，同比扭亏为盈，主要系技术改造升级使得生产成本下降，以及原材料玉米价持续走低等综合原因所致。

3 城市开发运营

公司房地产业务布局以一二线城市刚需及首改为主，并持续深耕长三角区域，2024 年结转收入良好，协议销售收入同比下滑。公司房地产在建项目尚需一定投资规模，考虑到市场需求尚未回暖，未来去化进展及盈利情况有待关注。

公司城市开发运营板块主要由象屿地产和厦门象屿产业发展集团有限公司（以下简称“象屿产发”）运营，运营内容为房地产和园区开发运营业务，包括商品房销售、持有型商业物业、长租公寓、象屿物业及产业园和供应链平台服务等业务。公司所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、福建等地，产品立足于刚需和首改。

公司房地产业务主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动，一般以 6~9 个月为开发上市周期，在同一区域进行滚动开发。2024 年，公司保持 200 多亿房地产开发投资规模。2021 年以来获取的项目较多计划于 2024 年及以后竣工，2024 年房屋竣工面积同比增长。

销售方面，2024 年，公司结转房地产收入随着竣工面积增加同比大幅增长 282.20%。协议销售方面，2024 年，公司协议销售面积同比下降 35.23%；平均销售单价有所下降，2024 年为 3.32 万元/平方米，协议销售项目主要位于上海、苏州、福州、重庆、南京等地。

图表 7 • 近年来公司房地产业务发展情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	213.20	91.71	58.04	42.85
房屋竣工面积（万平方米）	78.00	130.17	227.31	--
房屋销售面积（万平方米）	105.75	114.59	74.22	15.67
新增土地储备情况（万平方米）	41.76	33.32	32.11	14.75
平均销售单价（万元/平方米）	3.41	3.52	3.32	3.66
协议销售收入（亿元）	360.37	403.40	246.50	57.34
开发投资规模（亿元）	283.00	238.13	227.72	38.75

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—2024 年，公司新增土地储备规模较为平稳，2024 年为 32.11 万平方米，同比变化不大。截至 2025 年 3 月底，公司存量房地产项目未售面积（全口径）233.91 万平方米，按未售面积计算，公司存量房地产项目分布在上海（21.07%）、福州（18.27%）、苏州（13.80%）、厦门（14.38%）、南平（9.61%）、重庆（7.07%）、绍兴（5.87%）、天津（5.86%）、唐山（2.56%）和南京（1.50%）共 10 个城市。

截至 2025 年 3 月底，公司在建房地产项目（含未建未售）总建筑面积 517.33 万平方米，总投资额 832.80 亿元，已投资 550.90 亿元，尚需投资 281.90 亿元（含非并表项目 96.94 亿元、并表项目 184.96 亿元），按持股比例匡算，公司需投资 213.32 亿元左右，存在一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2025 年 3 月底，公司在厦门、上海和昆山持有三处商业物业，为厦门自贸金融中心、上海象屿大厦和昆山两岸贸易中心，项目总可租面积合计 12.57 万平方米，出租率均在 85%以上。

长租公寓方面，公司在上海、厦门、天津等地开展长租公寓业务，累计开业近 1 万间。公司主要通过公开市场拿地、收购、合作开发、整合市场资源等方式运营开发。截至 2025 年 3 月底，公司长租公寓可租面积 23.57 万平方米，已租面积 20.74 万平方米，综合出租率达 87%。

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 2025 年 3 月底，公司承担的主要在建代建项目有海沧航道四期工程、集美北路（集灌路-集美大道段）提升改造、厦门港东渡航道高崎航段、闽台中心渔港 260 码

头、厦门国际物流中心等，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 5.22 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 综合金融

象屿金象金融业务与集团内部其他板块具有协同效应，跟踪期内综合金融业务资产规模持续增长，2024 年市场利率下行等外部因素使得相关业务收入/收益小幅下滑。

公司综合金融业务主要运营主体为象屿金象及其下属厦门象屿金象融资租赁有限公司、深圳象屿商业保理有限责任公司、厦门象屿小额贷款有限责任公司（以下简称“小额贷款公司”）和厦门象屿资产管理运营有限公司（以下简称“象屿资产”）等子公司。象屿金象业务收入主要来自产业金融收入（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等方式体现）、消费金融收入（主要是小贷公司及二手车融资租赁）、资产管理收入（主要是不良资产包处置）及传统类业务等，其中产融业务客户对象主要为集团内部产业链相关的上下游企业，具有协同效应。

图表 8 • 象屿金象业务收入构成情况（单位：亿元）

	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
产业金融	11.02	55.34%	12.59	54.81%	11.20	51.06%	3.22	54.39%
消费金融	5.50	27.6%	5.95	25.89%	5.44	24.81%	1.77	29.90%
资产管理	2.84	14.24%	4.22	18.39%	5.18	23.60%	1.53	25.84%
其他	0.56	2.82%	0.21	0.90%	0.12	0.54%	0.005	0.08%
合计	19.92	100.00%	22.97	100.00%	21.94	100.00%	5.92	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

图表 9 • 象屿金象综合金融业务资产余额构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年 3 月底
不良资产包账面余额	26.35	43.66	71.22	86.26
委托贷款在贷余额	74.94	51.30	56.64	63.04
保理业务余额	12.75	40.04	55.88	65.20
小贷业务余额	4.40	2.91	2.02	2.31
融资租赁业务余额	30.81	29.32	33.45	35.98
合计	149.25	167.23	219.21	252.79

注：不良资产包账面余额与审计报告账务处理有一定差异，本表中为业务口径，合作收购业务客户缴纳的 30% 的保证金不体现在资产包账面余额中，而审计报告口径合作收购业务是按合作收购业务总额计入
资料来源：公司提供

跟踪期内，象屿金象综合金融业务资产余额持续增长，以不良资产包、委托贷款、保理业务和融资租赁业务为主。截至 2025 年 3 月底，象屿金象类金融业务逾期本金合计 5.34 亿元，累计减值准备账面余额 6.17 亿元，其中针对逾期项目本金累计计提 3.83 亿元。上述逾期主要产生于前期投入的非产融类其他委托贷款及保理业务，均附有抵押物，且正通过法律诉讼、处置抵押物等手段进行追偿，考虑到诉讼和资产处置周期偏长，象屿金象类金融业务逾期项目已每年进行足额计提减值，近年来无新增涉诉业务项目。截至 2025 年 3 月底，象屿金象已累计收回涉诉项目本金 4.91 亿元。

此外，公司也进行股权投资和基金投资，涉及二级市场定增，参股金融类股权包括国都证券股份有限公司（以下简称“国都证券”）、兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）、厦门农村商业银行股份有限公司，及与公司主业相关联的公司如厦门集装箱码头集团有限公司等。2024 年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计 7.39 亿元。

5 经营效率

2024 年，公司经营效率有所下滑，风险敞口和资产减值损失率增长。

2024 年，主要受营业总收入和营业成本下滑影响，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均较上年下滑；风险敞口和资产减值损失有所增加。

图表 10 • 2024 年公司经营效率对比情况

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	42.04	28.49	22.02
存货周转次数（次）	7.20	4.84	4.06
总资产周转次数（次）	2.24	1.57	1.24
净营业周期（天）	45.22	70.17	85.73
风险敞口（倍）	0.25	0.35	0.39
资产减值损失率（%）	-0.23	-0.40	-0.81

注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业总收入；资产减值损失率=（资产减值损失+信用减值损失）/营业总收入

资料来源：联合资信整理

6 未来发展

公司发展目标明确，符合公司定位，未来发展可持续性较强。

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

（五）财务方面

公司提供了 2024 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，出具标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年底，公司合并范围内二级子公司因新设立和内部股权变更增加 3 家，通过内部股权变更减少 2 家。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变化。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

1 主要财务数据变化

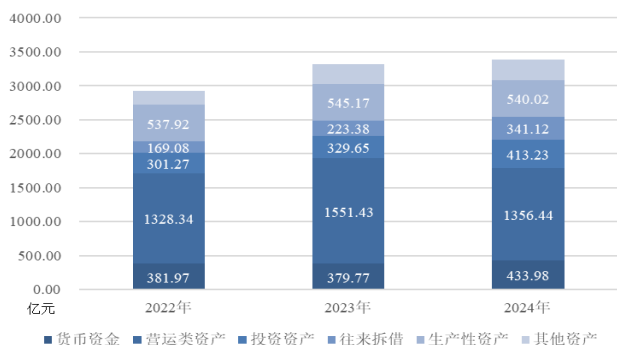
跟踪期内，公司资产总额持续增长，构成以流动资产为主。流动资产中存货和预付款项规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，期末形成一定资金占用。公司资产受限比例较低，现金类资产余额较充裕，且持有较大规模银行理财产品、上市公司股票等，资产质量及流动性好。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 3389.42 亿元，较上年底增长 2.22%。其中，流动资产占 70.24%，非流动资产占 29.76%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司资产构成主要为货币资金、营运类资产和生产性资产。其中，营运类资产主要由应收账款、预付款项和存货构成。截至 2024 年底，公司货币资金 433.98 亿元，较上年底增长 14.27%，货币资金中有 29.66 亿元受限资金，受限比例为 6.83%；交易性金融资产 97.79 亿元，较上年底增长 40.88%，构成主要为资产包、权益工具投资和信托计划及理财产品，包括兴业证券等上市公司股票；公司应收账款账面价值 178.98 亿元，较上年底变化不大，主要系供应链部分业务采取赊销和信用证结算所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 11.04 亿元；应收账款前五大欠款方账面余额合计为 18.08 亿元，占比为 9.51%，集中度低；公司预付款项 161.01 亿元，较上年底下降 36.22%，主要系公司将江苏德龙镍业有限公司及其子公司的预付款项转入其他应收款所致；受上述影响，公司其他应收款较上年底增长 52.71%至 341.12 亿元，此外另还有新增地产业务支付合资公司合作项目营运款及期货保证金。公司其他应收款主要包括厦门象屿贸易往来款、房地产项目合作股东往来款、支付合资公司合作项目营运款、押金及保证金等；公司存货账面价值 937.03 亿元，较上年底下降 10.44%，主要系房地产开发项目交付结转所致。公司存货的构成主要是原材料、库存商品和房地产开发成本。截至 2024 年底，公司其他流动资产 165.45 亿元，较上年底变化不大，主要系预缴各种税费、应收保理款增加所致，构成主要包括资产包 24.30 亿元、预缴及待抵扣税费 52.38 亿元、定期存款 26.60 亿元和应收保理款 49.78 亿元等。截至 2024 年底，公司生产性资产主要为固定资产、在建工程和投资性房地产等，均较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司长期股权投资较上年底下降 25.67%，其他非流动

金融资产较上年底增长 120.97%，主要系公司对福建省港口集团有限责任公司投资 58.81 亿元，因失去对其重大影响，使得投资资产在科目间调整所致。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 3508.59 亿元，较上年底增长 3.52%，主要系其他流动资产中定期存款、应收保理款及资产包增加所致。公司资产结构较上年底变化不大。

图表 11 • 公司各类资产变化情况



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

图表 12 • 2024 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	29.66	6.83%	保证金、冻结款项、定期存单及应计利息等
固定资产	208.85	57.79%	抵押、售后回租融资受限、财产保全担保
其他流动资产	27.77	16.79%	质押
存货	50.24	5.36%	抵押、质押及售后回购
投资性房地产、无形资产、在建工程	40.66	26.47%	抵押借款、财产保全担保
一年内到期的非流动资产	10.08	24.97%	质押
其他	7.30	2.50%	--
合计	374.56	11.05%	--

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，所有者权益中少数股东权益、永续类债券和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益 882.70 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 36.14%，少数股东权益占比为 63.86%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 2.01%、12.06%、12.64%和 8.20%。截至 2024 年底，公司其他权益工具全部为可续期和永续债券。所有者权益结构稳定性较弱。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 888.50 亿元，较上年底变化不大

跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，短期债务占比提升，债务负担重。

截至 2024 年底，公司负债总额 2506.73 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 82.02%，非流动负债占 17.98%。公司负债以流动负债为主，主要为短期借款和经营性负债。截至 2024 年底，公司短期借款 568.78 亿元，较上年底增长 21.79%，构成主要为保证借款、贸易融资借款和信用借款。截至 2024 年底，公司应付票据 281.00 亿元，较上年底下降 4.54%；应付账款 195.08 亿元，较上年底下降 8.41%；合同负债 429.10 亿元，较上年底下降 20.46%，主要系当期地产项目交付结转收入所致。截至 2024 年底，公司其他流动负债 203.50 亿元，较上年底增长 47.46%，构成主要为应付短期债券。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 1661.52 亿元，较上年底增长 14.34%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 73.82%，长期债务占 26.18%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.96%、65.31%和 33.01%，较上年底分别提高 0.34 个百分点、提高 2.89 个百分点和下降 1.01 个百分点。公司债务负担重。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 1641.51 亿元，较上年底变化不大。债务结构方面仍以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 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 74.68%、64.88%和 35.54%，较上年底分别提高 0.72 个百分点、下降 0.42 个百分点和提高 2.53 个百分点。公司债务负担重。

2024 年，公司营业总收入同比下降，期间费用及减值损失计提对经营性利润侵蚀较大，利润总额对非经营性损益依赖度上升。总体看，公司整体盈利能力指标处于较高水平。

2024 年，公司营业总收入下降，主要为供应链全产业链收入下降所致；营业成本表现为同趋势下降。2024 年，公司营业利润率为 3.14%，同比增加 0.71 个百分点，盈利水平随着地产项目结转收入提升有所增加。2024 年，公司期间费用率同比增加 0.37 个百分点。减值损失方面，2024 年，公司减值损失合计计提规模同比增长，其中资产减值损失主要为存货跌价损失，2024 年为-17.10 亿元，计提规模增加，主要系房地产开发企业对开发成本、开发产品计提存货跌价准备增加所致；信用减值损失主要为对应收类款

项（应收账款和其他应收账款等）的减值，受供应链业务客户未如期交货影响，2024 年信用减值保持较大计提规模。

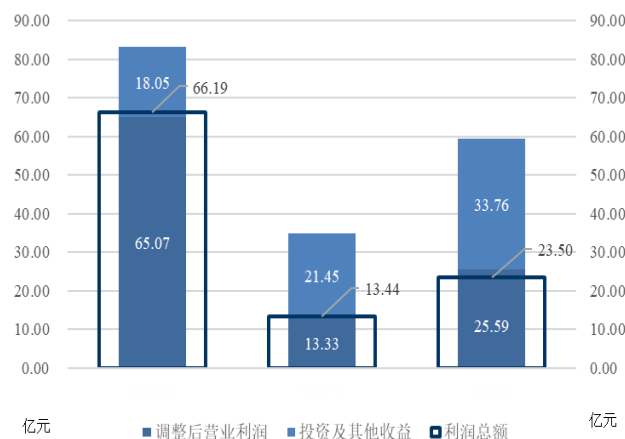
2024 年，公司利润总额同比增长，受地产项目结转良好以及投资收益的补充，利润总额同比增长 74.86%。公司投资收益主要包括股权投资及处置收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益、理财收益等，2024 年受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益同比提升明显，对利润稳定性有一定影响；其他收益主要为政府补助，稳定性尚可；营业外收入主要为赔偿金、违约金收入，稳定性较弱。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	5626.22	4904.98	4164.15
营业成本	5463.64	4774.54	4024.72
期间费用	86.74	106.02	105.19
其他收益	6.14	7.82	6.19
投资收益	11.39	4.99	15.95
营业外收入	6.71	3.63	2.80
资产减值损失	-9.64	-7.86	-17.10
信用减值损失	-3.17	-11.96	-16.61
利润总额	66.19	13.44	23.50
调整后营业利润率（%）	1.16	0.27	0.61
总资本收益率（%）	4.21	2.48	2.07
净资产收益率（%）	5.82	1.14	1.42

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

图表 14 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



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

供应链业务作为资金密集型行业，对流动资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响，季度性波动明显；考虑到公司各板块业务的持续开展和投入，对外融资需求持续存在。

2024 年，公司经营活动现金流入规模变动趋势与营业总收入变动趋势一致，经营活动现金流量净额持续表现为净流入；公司投资活动净现金流受理财产品购买/赎回、对外固定资产投资等影响呈现波动，2024 年持续为负主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金规模较大所致；公司筹资活动现金流量净额继续表现为净流入，受融资节奏影响，2024 年净流入规模加大。2025 年一季度，公司经营活动现金流量净额-162.83 亿元，系年初供应链采购备货所致。

图表 15 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	6791.28	6122.27	4780.26	1282.81
经营活动现金流出小计	6662.76	6034.64	4743.51	1445.64
经营活动现金流量净额	128.52	87.63	36.75	-162.83
投资活动现金流入小计	437.03	781.57	563.62	93.21
投资活动现金流出小计	563.81	853.25	623.65	130.26
投资活动现金流量净额	-126.78	-71.68	-60.02	-37.05
筹资活动前现金流量净额	1.74	15.95	-23.27	-199.88
筹资活动现金流入小计	1934.54	1824.57	1955.76	663.64
筹资活动现金流出小计	1817.09	1822.52	1852.12	526.26
筹资活动现金流量净额	117.45	2.05	103.64	137.38
现金收入比	113.59%	116.06%	105.85%	107.21%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

2024 年公司偿债指标有所下滑；考虑到公司可用授信余额较大，融资渠道畅通，且获得股东在业务协同、资金拨付等方面的支持力度强，均可偿债能力提供支撑。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	128.96	119.98	115.80
	速动比率（%）	69.73	66.93	70.22
	经营现金流动负债比（%）	8.22	4.44	1.79
	营业收入/负债（倍）	2.68	2.01	1.66
	经营活动现金流入量/流动负债（倍）	4.34	3.10	2.33
	现金短期债务比（倍）	0.56	0.46	0.44
长期偿债指标	杠杆倍数（倍）	6.77	5.61	4.72
	全部债务/EBITDA（倍）	9.54	15.37	17.02
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.06	0.02
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	1.66	2.04
	经营现金/利息支出（倍）	2.52	1.54	0.77

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；杠杆倍数=营业总收入/所有者权益
 资料来源：联合资信根据财务报告整理

从偿债指标看，2022—2024 年末，公司主要短期偿债指标有所弱化，经营活动现金流入量对短期债务具备较强的保障能力；长期偿债指标表现尚可。

截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内共获得银行授信额度 3296.76 亿元，尚未使用额度 1681.88 亿元，间接融资渠道畅通；公司下属子公司厦门象屿为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2025 年 3 月底，公司合并对外融资担保（不含房地产阶段性按揭担保及担保公司的担保业务）18.96 亿元。其中，公司为厦门天马显示科技有限公司提供担保 8.26 亿元；为厦门西海湾邮轮城投资有限公司项目融资担保 10.56 亿元；公司下属子公司象屿地产对非并表合资公司融资担保 0.11 亿元；公司下属子公司厦门象屿发展有限公司为厦门香境旅游投资运营有限公司提供担保 0.02 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司（含子公司）涉及未决诉讼规模可控。截至 2025 年 3 月底，公司（含子公司）作为原告的未决诉讼预计可能最大损失为 11.79 亿元，公司已相应计提了足额减值损失；作为被告的诉讼事项详见附件 1-3。整体看，未决诉讼对公司财务影响有限。

3 公司本部主要变化情况

母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，通过资金统筹管理调度机制保持资产流动性，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。母公司权益中包含较大规模的其他权益工具，整体债务负担重，对再融资依赖程度高。

截至 2024 年底，母公司资产总额 768.35 亿元，较上年底增长 31.43%，主要系货币资金增加和新增应付德龙系债权转让款所致。其中，流动资产 396.27 亿元（占 51.57%），非流动资产 372.08 亿元（占 48.43%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 17.60%）、交易性金融资产（占 5.04%）和其他应收款（合计）（占 77.26%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 35.57%）和长期股权投资（占 59.65%）构成。截至 2024 年底，母公司货币资金为 69.75 亿元。母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。集团本部对非上市板块采用资金统筹集约管理，可以较为灵活的调配使用下属运营实体非受限货币资金余额，且通过直接持有或单体公司代持形式持有一定规模股票等金融资产和理财产品。通过上述资金统筹管理调度机制，集团本部资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

截至 2024 年底，母公司所有者权益为 215.09 亿元，较上年底增长 19.99%，主要系其他权益工具规模增加所致。在所有者权益中，实收资本为 17.76 亿元（占 8.26%）、资本公积合计 92.92 亿元（占 43.20%）、未分配利润合计-12.24 亿元（占-5.69%）、其他权益工具 111.58 亿元（占 51.88%）。

截至 2024 年底，母公司负债总额 553.26 亿元，较上年底增长 36.49%。其中，流动负债 393.23 亿元（占 71.08%），非流动负债 160.03 亿元（占 28.92%）。截至 2024 年底，母公司全部债务 390.27 亿元。其中，短期债务占 59.01%、长期债务占 40.99%。截至 2024 年底，母公司全部债务资本化比率 64.47%。同时考虑到权益中包括其他权益工具（永续债），母公司债务负担重。

2024 年，母公司营业总收入为 3.13 亿元，利润总额为 7.88 亿元，当期财务费用 8.57 亿元，对利润形成侵蚀。同期，母公司投资收益为 9.36 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 1.03 亿元，成本法核算的长期股权投资收益 5.93 亿元、交易性金融资产在持有期间的投资收益 1.42 亿元。

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金净流出 19.40 亿元，净流出规模收窄，取得投资收益收到的现金 14.61 亿元，无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 18.55 亿元；截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 0.39 倍，债务偿还依赖再融资。

（六）ESG 方面

整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属贸易类和类金融企业面临的环境风险较小。公司下属生产制造板块在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物，需关注相关环保风险。其中，OSS 公司高度重视安保体系建设，严格按照印尼的 K3 体系组建安环管理部门，落实安全环保管理主体责任，构建全员事故风险防控体系，坚持以人为本，秉持绿色环保的发展理念，严格按照印尼政府的环保要求建设和生产，配备完善的环保设施，确保公司各类排放物达标排放。此外，公司配有中印尼安保队伍超 300 人，驻场军人、警察约 70 人，遇突发情况，可快速调动军警警力进驻厂区，为厂区安全生产经营提供保障；成立至今为当地累计缴纳各类税收超 8 亿美元，为印尼肯达里自然灾害共计捐赠价值超 1000 万元人民币物资。同时，根据厦门象屿 2025 年 6 月披露的《厦门象屿 2024 年度环境、社会及治理报告》，厦门象屿推动“公转铁”运输绿色转型，每年可减少碳排放 440 万吨，同时在废水管理、废弃管理、水资源、物料节约方面均设立相关管理制度。联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

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

七、外部支持

1 支持能力

厦门市作为五大计划单列市之一，财政实力强。

2024 年，厦门市实现一般公共预算总收入 1584.31 亿元，比上年增长 0.5%。其中，地方级一般公共预算收入 933.19 亿元，增长 0.1%。在地方级财政收入中，实现税收收入 653.73 亿元，下降 1.7%，其中，增值税 281.37 亿元，增长 2.2%；企业所得税 120.17 亿元，增长 2.3%；个人所得税 58.35 亿元，下降 3.5%；土地增值税 28.72 亿元，下降 27.2%。

2 支持可能性

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

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

2021 年 5 月，厦门市国资委、厦门市政府出具《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于支持厦门象屿集团有限公司未来发展的函》，根据相关决策部署，未来将重点从以下几方面支持公司发展：一、继续深化厦门国资国企资源整合，推动相关资源向包括公司在内的龙头国有企业聚焦，充分发挥龙头国有企业管理能力，在实现国有资产保值增值的过程中促进龙头企业更好地承担政府任务，在促进区域发展过程中发挥更大作用；二、在“一带一路”战略、粮食安全战略、“乡村振兴”以及厦门“五中心一基地”发展目标的大形势下，公司各项业务开展及未来发展方向符合国家产业、经济政策，对厦门市地方经济建设作出重大贡

献，未来将支持公司对于厦门市整体发展发挥重要作用；三、鉴于公司对于厦门市经济社会发展的重要战略意义和作为市属国有资本投资公司的重要地位，未来将继续向公司注入相关国有资产或资本金，并协同财政对公司进行政策倾斜和优先安排财政资金对公司进行支持，以达到不断提升公司资产质量和盈利水平的目标；四、公司为重点市属企业，除按照国家统一要求上收划拨股权的情况外，厦门市国资委无减持公司股权计划，将持续作为公司的控制人。

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

近年来，公司多次获得政府增资及财政拨款转增资本，2022—2024 年获得各类财政拨款转增资本公积合计 10.89 亿元。

八、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至 2025 年 7 月 5 日，公司存续期普通优先债券 19 支，合计金额 254.70 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入量对公司存续期普通优先债券保障能力强。

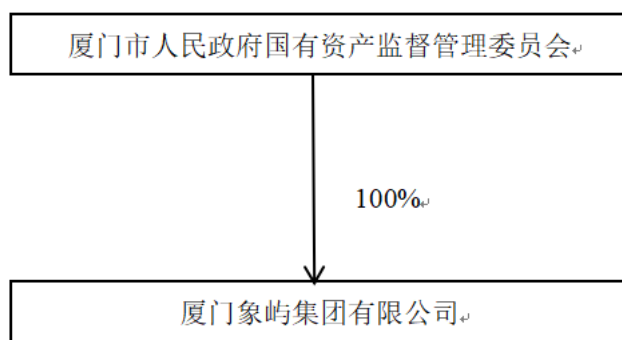
2 永续债

截至 2025 年 7 月 5 日，公司存续永续债券余额合计 148.00 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的 8.20 倍，调整后长期债务为 EBITDA 的 5.97 倍。

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 象屿 MTN002”“22 象屿 GN003”“23 象屿 MTN002”“24 象屿 MTN001”“24 象屿 MTN002A”“24 象屿 MTN002B”“25 象屿 MTN001”和“25 象屿 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

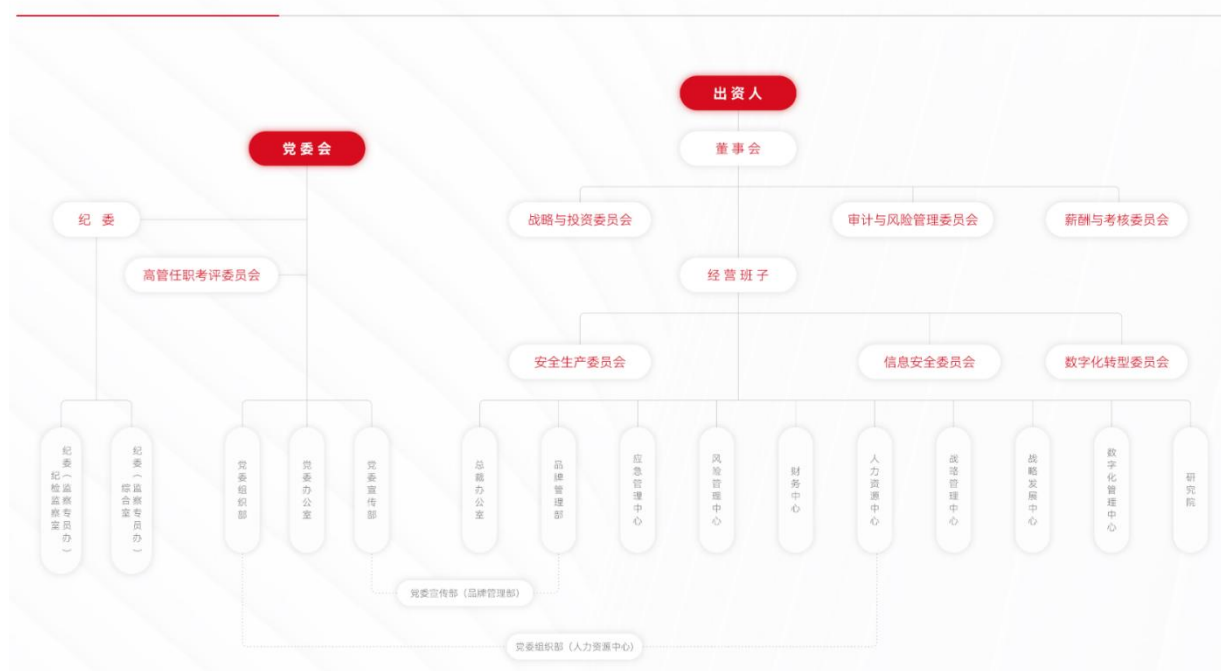
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 6 月底）

组织架构



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2025 年 3 月底公司（含子公司）作为被告的主要未决诉讼

2022 年 4 月及 5 月，厦门龙津进出口贸易有限公司（以下简称“厦门龙津”）、福建省龙岩市国贸有限公司（以下简称“龙岩国贸”）分别与本公司子公司厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟采购铝锭，在象屿铝晟向厦门龙津、龙岩国贸转移了铝锭货权后，对方均向厦门铝晟出具了相关收货收据。2022 年 9 月及 11 月，厦门龙津、龙岩国贸分别向厦门市湖里人民法院对象屿铝晟提起两项诉讼，诉讼请求为解除原《铝锭购销合同》、返还原支付的采购货款及撤销其向象屿铝晟出具的收货收据，标的金额分别为 19,301.03 万元（两案合计）及 17,614.63 万元（两案合计）。象屿铝晟认为，公司不存在违约行为，厦门龙津、龙岩国贸应向其他责任方主张权利。

进展：截至本报告出具日，一审驳回原告全部诉讼请求，厦门龙津、龙岩国贸已上诉，待二审判决。

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	448.83	463.16	541.63	539.83
应收账款（亿元）	135.26	174.47	178.98	156.05
其他应收款（合计）（亿元）	169.08	223.38	341.12	365.00
存货（亿元）	926.28	1046.28	937.03	981.86
长期股权投资（亿元）	97.64	165.97	123.37	124.15
固定资产（合计）（亿元）	380.62	374.73	361.37	354.59
在建工程（合计）（亿元）	46.73	42.02	53.17	52.67
资产总额（亿元）	2928.39	3315.88	3389.42	3508.59
实收资本（亿元）	17.76	17.76	17.76	17.76
少数股东权益（亿元）	557.96	579.15	563.70	567.93
所有者权益（亿元）	831.49	874.90	882.70	888.50
短期债务（亿元）	780.65	1002.10	1226.54	1151.60
长期债务（亿元）	511.19	451.09	434.99	489.92
全部债务（亿元）	1291.83	1453.20	1661.52	1641.51
营业总收入（亿元）	5626.22	4904.98	4164.15	1118.58
营业成本（亿元）	5463.64	4774.54	4024.72	1082.45
其他收益（亿元）	6.14	7.82	6.19	2.12
利润总额（亿元）	66.19	13.44	23.50	15.13
EBITDA（亿元）	135.40	94.55	97.61	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6390.61	5692.59	4407.70	1199.23
经营活动现金流入小计（亿元）	6791.28	6122.27	4780.26	1282.81
经营活动现金流量净额（亿元）	128.52	87.63	36.75	-162.83
投资活动现金流量净额（亿元）	-126.78	-71.68	-60.02	-37.05
筹资活动现金流量净额（亿元）	117.45	2.05	103.64	137.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	42.04	28.49	22.02	--
存货周转次数（次）	7.20	4.84	4.06	--
总资产周转次数（次）	2.24	1.57	1.24	--
现金收入比（%）	113.59	116.06	105.85	107.21
营业利润率（%）	2.70	2.43	3.14	2.97
总资本收益率（%）	4.21	2.48	2.07	--
净资产收益率（%）	5.82	1.14	1.42	--
长期债务资本化比率（%）	38.07	34.02	33.01	35.54
全部债务资本化比率（%）	60.84	62.42	65.31	64.88
资产负债率（%）	71.61	73.61	73.96	74.68
流动比率（%）	128.96	119.98	115.80	118.24
速动比率（%）	69.73	66.93	70.22	71.61
经营现金流动负债比（%）	8.22	4.44	1.79	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.46	0.44	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	1.66	2.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.54	15.37	17.02	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	42.04	27.64	89.73	43.86
应收账款（亿元）	0.44	0.41	0.36	0.36
其他应收款（合计）（亿元）	183.09	190.07	306.15	397.71
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	218.95	280.56	221.93	234.07
固定资产（合计）（亿元）	1.11	0.71	0.62	0.60
在建工程（合计）（亿元）	0.09	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	575.72	584.62	768.35	823.03
实收资本（亿元）	17.76	17.76	17.76	17.76
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	150.38	179.26	215.09	216.87
短期债务（亿元）	146.64	147.54	230.28	219.59
长期债务（亿元）	190.12	188.71	159.99	189.35
全部债务（亿元）	336.76	336.25	390.27	408.94
营业总收入（亿元）	1.23	2.20	3.13	0.61
营业成本（亿元）	0.38	0.65	0.63	0.14
其他收益（亿元）	0.07	0.06	0.01	0.00
利润总额（亿元）	8.82	5.74	7.88	0.16
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.22	2.15	2.84	0.18
经营活动现金流入小计（亿元）	79.15	448.28	352.31	104.89
经营活动现金流量净额（亿元）	-75.63	-26.51	-19.40	6.41
投资活动现金流量净额（亿元）	50.38	12.74	-73.22	-114.36
筹资活动现金流量净额（亿元）	51.40	-4.99	151.00	48.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.54	5.19	8.17	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	99.36	97.85	90.56	29.45
营业利润率（%）	63.15	67.02	76.39	72.58
总资本收益率（%）	5.28	4.87	4.07	--
净资产收益率（%）	5.87	4.44	3.87	--
长期债务资本化比率（%）	55.84	51.29	42.65	46.61
全部债务资本化比率（%）	69.13	65.23	64.47	65.35
资产负债率（%）	73.88	69.34	72.01	73.65
流动比率（%）	95.96	100.73	100.77	106.11
速动比率（%）	95.96	100.73	100.77	106.11
经营现金流动负债比（%）	-32.16	-12.24	-4.93	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.19	0.39	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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