跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1289 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16象屿CP002”A-1的信用等级，维持“15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”和“17象屿MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十九日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

厦门象屿集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 象屿 CP002	12 亿元	2016/9/14-2017/9/14	A-1	A-1
*15 象屿 MTN001	10 亿元	2015/9/9-2020/9/9	AAA	AAA
*16 象屿 MTN001[1]	10 亿元	2016/3/8-2021/3/8	AAA	AAA
17 象屿 MTN001	12.5 亿元	2017/3/8-2020/3/8	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 29 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.47	38.86	42.07	82.51
资产总额(亿元)	414.12	483.17	729.64	916.09
所有者权益(亿元)	96.54	157.48	226.24	244.56
短期债务(亿元)	237.37	175.29	256.74	355.25
长期债务(亿元)	65.33	55.52	65.78	89.39
全部债务(亿元)	303.06	230.82	322.52	444.63
营业收入(亿元)	521.73	656.11	1239.38	424.62
利润总额(亿元)	8.81	10.37	17.08	2.70
EBITDA(亿元)	21.40	22.21	29.66	--
经营性净现金流(亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-80.74
营业利润率(%)	4.38	4.61	4.65	2.33
净资产收益率(%)	5.75	4.39	5.81	--
资产负债率(%)	76.69	67.41	68.99	73.30
全部债务资本化比率(%)	75.84	59.44	58.77	64.51
流动比率(%)	130.29	127.33	122.72	123.44
经营现金流动负债比(%)	-36.01	17.70	-4.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.63	10.39	10.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.20	2.39	--

注：1、2015 年数据为 2016 年财务报告对期初数追溯调整后的数据；2、2017 年一季度财务数据未经审计；3、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；4、2016~2017 年 3 月底所有者权益中包含 19.82 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券。

[1]注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

跟踪期内，厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）在经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面保持显著优势，随着公司物流供应链与客户合作逐步加深，创新业务模式效益显现，公司收入规模快速提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到 2016 年玉米国家临储政策取消导致收储规模下滑、业务规模快速增长推升公司资金需求、公司债务负担加重、短期偿债压力大、经营获现能力波动大、物流供应链业务盈利能力较弱等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2016年以来，公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务，未来随着物流供应链业务模式进一步完善、深加工业务的逐步量产以及高质量金融投资带来持续收益，公司综合竞争力有望持续提高。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16象屿CP002”A-1的信用等级，维持“15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”和“17象屿MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内，公司物流供应链业务与客户合作进一步加深，同时创新业务模式效益逐步显现，收入规模大幅增长，主业盈利能力有所增强。
3. 跟踪期内，公司房地产项目销售金额进一步增长，为收入及盈利水平提供一定支撑。
4. 公司现金类资产较为充足，可供出售金融资产变现能力强，对存续期内短期融资券

分析师

刘嘉敏　张 源　徐 璨　谭心远

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

保障能力强，公司EBITDA对存续期内中期票据最高偿还额具备覆盖能力。

关注

1. 公司贸易业务受宏观经济波动影响较大，面临较为激烈的同业竞争，房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大。
2. 2016年，国家玉米临储政策取消，公司粮食收储及合作种植规模大幅收缩，投资收益下滑明显。
3. 公司存货和预付款项占比大，关联方往来款及委托贷款增长较快，对公司资金形成一定占用，经营活动现金流波动大。
4. 跟踪期内，业务规模的快速拓展及房地产投资规模的增加推升公司资金需求，公司债务规模快速增长，整体债务负担重，且以短期债务为主，短期偿债压力大。
5. 未来，公司房地产项目投资规模仍较大，对外融资压力大。
6. 存续期内“15 象屿 MTN001”和“16 象屿 MTN001”属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在清偿顺序、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。

声　明

一、本报告引用的资料主要由厦门象屿集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门象屿集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门象屿集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“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28日取得厦门市工商局核发的《企业法人营业执照》，注册资本为1.38亿元。2007年以来，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至2017年3月底，公司注册资本变更为15.76亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市人民政府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，公司核心供应链业务子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH，截至2017年3月底，公司对其直接和间接持股54.74%，其中公司持有部分的10.63%已质押。

公司经营范围包括：经营管理授权范围内的国有资产；对投资企业的国有资产行使出资者权利，对经授权持有的股份有限公司的国有股权行使股东权利；按照市政府制定的产业发展政策，通过出让，兼并，收购等方式实行资产重组，优化资本配置，实现国有资产的增值；从事产权交易代理业务；按国家有关的法律法规，设立财务公司，租赁公司；从事实业投资；房地产开发与经营、管理，土地综合开发及使用权转让；商贸信息咨询服务，展览、会务、房地产租赁服务；电子商务服务，电子商务平台建设；批发黄金、白银及制品。

截至2016年底，公司（合并）资产总额729.64亿元，所有者权益226.24亿元（含少数股东权益131.45亿元）；2016年，公司实现营业收入1239.38亿元，利润总额17.08亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额916.09亿元，所有者权益244.56亿元（含少数股东权益149.75亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入424.62亿元，利润总额2.70亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，且正常付息。

表1　公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
16象屿CP002	12.00	2016.09.14	2017.09.14	否	是
*15象屿MTN001	10.00	2015.09.08	2020.09.08	否	是
*16象屿MTN001	10.00	2016.03.08	2021.03.08	否	是
17象屿MTN001	12.50	2017.03.08	2020.03.08	否	--

资料来源:WIND资讯

注：1.截至2017年3月底，“17象屿MTN001”尚未到付息日；
2.存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“15象屿MTN001”和“16象屿MTN001”于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。

基于上述两期永续中期票据条款，可得出以下结论：

（1）上述两期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述两期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）上述两期中期票据如不赎回，从第 5 个计息年开始每 5 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，上述两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较大。

（3）上述两期中期票据在除发生股东分红（包括上交国有资本收益）和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司自 2010 年以来连续上缴国有资本收益，2014~2015 年上交金额分别为 4087.95 万元、4419 万元，2016 年应缴国有资本收益 11319 万元，截至本报告出具日尚未上缴。公司未来逐年持续上交国有资本收益可能性大，递延利息支付可能性小，上述两期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，上述两期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、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，认为上述两期中期票据在清偿顺序、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

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回

落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析及区域经济环境

1. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

中国近年来采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零

售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2.　房地产行业

2015年，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016年10月以来，随着北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨速趋缓，不同城市出现分化。

图 2　2015 年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速有所增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。同期，全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%；其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%；共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。

2015年，中国房地产市场区域分化较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2016年第三季度至第四季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政，刺激了购房需求的大幅增长，房地产行业景气度迅速提升，一定程度上减缓了三、四线城市库存高企的压力。2016年10月以来，随着不同地区限购限贷政策的出台，各地房地产市场出现分化，全国房地产市场景气

度迅速降低。

近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，其规模较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，同时融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016年上半年，在房地产宽松政策的带动下，市场成交稳步提升，但进入10月以来，受行业政策和信贷政策紧缩的影响，房地产市场景气度迅速回落。

未来，预计宏观调控将逐步回归市场化，长效机制将逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

3. 区域经济概况

公司位于厦门市，厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。

2016 年，厦门全年地区生产总值（GDP）3748.25 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 23.45 亿元，下降 5.5%；第二产业增加值 1558.62 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 2202.18 亿元，增长 9.8%。三次产业结构为 0.6∶41.2∶58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 97282 元，增长 6.3%，折合 14646 美元。

2016 年，固定资产投资（不含农户）2159.81 亿元，增长 14.4%。房地产开发投资 765.80 亿元，下降 1.1%，占固定资产投资（不含农户）的 35.5%。其中土地购置费 268.02 亿元，下降 9.8%，占房地产投资的 35%。全市商品房施工面积 4312.20 万平方米，下降 0.5%；商品房新开工面积 548.46 万平方米，下降 7.4%。

总体看，厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位、稳定发展以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展创造了一个良好的宏观环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底，公司是国有独资企业，实际控制人为厦门市国资委。

2. 企业规模

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，是厦门市几大国有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，是厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。

目前，公司已经形成了供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，旗下以供应链物流服务业为主营业务的象屿股份已于 2011 年 8 月 29 日在上交所成

功重组上市。截至 2016 年底，象屿股份资产总额 339.10 亿元、权益总额 110.00 亿元、2016 年象屿股份实现营业收入 1190.67 亿元，利润总额 8.06 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司对象屿股份股权质押比例为 10.63%。

公司供应链物流服务业务以大宗商品贸易为主，物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、大宗商品采购分拨为主营的大物流产业群。公司土地开发及房地产板块包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，其中房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展到重庆、长沙、福建南平及福州等区域。截至 2016 年底，公司拥有储备土地 132.68 万平方米。公司从 2014 年开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，目前基本处于满仓。公司类金融服务及其他主要涉及资产管理、担保、典当等领域的投资。

总体看，公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面具备优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司仍以供应链管理（大宗商品采购供应、及综合物流服务和物流平台（园区）开发运营）为主业，辅以房地产开发及类金融业务。2016 年实现营业收入 1239.38 亿元。同比增长 88.90%。从收入构成来看，2015 年供应链业务实现收入 1190.67 亿元，同比大幅增长 98.70%，主要是①供应链服务进一步完善，客户粘性增强带动业务量快速提升；②主要贸易产品行情回暖，价格增长；③公司引入新的合作模式，借助资本合作，与相关产品行业龙头设立合资公司，综合导致物流供应链业务收入大幅增加。2016 年，物流供应链业务占营业收入比重进一步提升至 96.07%，仍为公司收入主要来源。房地产业务受项目结算的周期性影响 2016 年实现收入 38.57 亿元，同比下降 26.67%，占营业收入比重下降至 3.11%。类金融及其他收入占比小，2016 年占营业收入的 0.82%。

从毛利率来看，跟踪期内，物流供应链毛利率水平同比小幅下降至 3.40%，主要系加大部分货物逾期跌价计提所致，整体毛利水平仍较低；房地产业务受结转项目上海闸北项目毛利率较高所致，毛利率水平大幅提升，2016 年为 48.21%；类金融业务毛利率较高，但受限于收入规模，对综合毛利率影响很小。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 424.62 亿元，同比大幅增长 111.36%，其中物流供应链业务同比增长 105.93%，仍保持增长态势，占营业收入比重 95.02%，但受大宗商品价格下降影响，毛利率水平下滑至 2.23%。同期，房地产业务结转收入 15.56 亿元，同比增加 12.40 亿元，主要是前期销售快速增长，随着项目竣工结算当期确认规模较大所致，但受当期结转项目利润较低影响，当期房地产毛利率较 2016 年全年大幅下降 43.32 个百分点至 4.89%。当期公司综合毛利率为 2.61%，较 2016 年下降 2.52 个百分点。

表 2 公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2014 年				2015 年			
	收入	占比	毛利润	毛利率	收入	占比	毛利润	毛利率
物流供应链	483.84	92.74	16.33	3.38	599.23	91.33	22.83	3.81
房地产	34.18	6.55	8.11	23.72	52.60	8.02	10.01	19.03

类金融及其他	3.70	0.71	1.46	39.42	4.28	0.65	2.76	64.56
合计	**521.73**	**100.00**	**25.90**	**4.96**	**656.11**	**100.00**	**35.61**	**5.55**
业务	**2016 年**				**2017 年 1～3 月**			
种类	**收入**	**占比**	**毛利润**	**毛利率**	**收入**	**占比**	**毛利润**	**毛利率**
物流供应链	1190.67	96.07	40.44	3.40	403.46	95.02	8.99	2.23
房地产	38.57	3.11	18.60	48.21	15.56	3.66	0.76	4.89
类金融及其他	10.14	0.82	4.52	44.59	5.60	1.32	1.32	23.60
合计	**1239.38**	**100.00**	**63.56**	**5.13**	**424.62**	**100.00**	**11.07**	**2.61**

资料来源：公司提供

注：物流供应链中的贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

2．物流供应链

公司物流供应链业务主要由大宗商品采购供应及综合物流服务和物流平台（园区）开发运营构成，其中大宗商品采购供应占物流供应链板块的比重最大，2016 年占比 92.86%，较上年小幅下降 2.34 个百分点。

（1）大宗商品采购供应

跟踪期内，公司经营贸易品种仍以钢材、铜等金属材料，PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工等化工产品及乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉、煤等农副产品为主。

表 3　公司贸易业务收入构成情况（单位：万元、%）

商品类别	**2015 年**		**2016 年**		**2017 年 1～3 月**	
	收入	**占比**	**收入**	**占比**	**收入**	**占比**
化工产品	948272.07	16.62	2058292.86	17.88	809122.86	20.52
金属材料	3476686.72	60.94	7965630.90	69.21	2743999.98	69.58
农副产品	1185768.82	20.78	755333.33	6.56	141776.70	3.59
其他	94463.53	1.66	730092.15	6.34	248846.71	6.31
合计	**5705191.14**	**100.00**	**11509349.23**	**100.00**	**3943746.25**	**100.00**

资料来源：公司提供；

注：2014 年林产品营业收入 24.18 亿元，归类入其他业务收入，2015 年林产品营业收入纳入农副产品中，未在其他业务收入中。2015 年其他业务中主要包含平行进口车、白色家电类、集采业务和其他商品等。2016 年，其他业务包含平行进口车、白银和其他产品等。

金属材料贸易

跟踪期内，随着供应链服务的逐步完善，公司与上下游客户合作进一步增强，同时，公司开展实体企业全程供应链服务、代采代销模式并建立多家合资公司，业务资源逐步丰富，共同带动公司业务规模快速增长。2016 年，公司金属材料实现销售收入 796.56 亿元，同比增长 129.12%。

2016 年以来，受合作模式成熟、钢材行情走高及钢厂达产率提升的综合影响，实体企业全程供应链服务收入大幅增长，2016 年为公司金属材料业务贡献收入 152 亿元。截至 2016 年底，公司实体企业全程供应链服务共 3 个，分别为铜陵旋力项目、徐州泰发项目、金广项目，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁等、不锈钢。

跟踪期内，代采代销模式合作客户共 1 家，为江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”），江苏德龙主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁，2016 年公司该模式为金属材料贸易贡献收入 141 亿元，毛利率 2.85%。由于代采代销模式下，生产计划由客户确定，公司仅根据需求进行原料代采及产成品代销，公司经营受市场行情及客户经营影响较大，存在一定经营风险。

2016 年，公司与多家民营贸易企业成立合资企业，主要包括厦门象屿铝晟有限公司（公司持股 51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（公司持股 75%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（公司持股 59.21%）等，由公司控股并派驻总经理、财务人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展贸易业务，带动铝产品、矿产品、石油贸易收入大幅增长。目前，公司将合资公司等同于事业部管理，贸易模式及风险控制与公司现有贸易模式相同，2016 年合资公司为公司金属材料贡献收入 20.59 亿元。

化工产品贸易

跟踪期内，公司与有竞争力的民营贸易企业成立合资公司象屿（厦门）石油有限公司（持股比例 51%），借助合作方项目资源开展贸易业务；同时，公司商品衍生事业部新增 PTA、铜、白银贸易业务，其中 PTA 销量 239.73 万吨，实现收入 95.84 亿，上述因素共同导致 2016 年化工产品收入同比大幅增长 117.06%至 205.83 亿元。目前，化工产品部分通过对锁方式给下游客户，其余部分自营，自营部分通过期货套期保值控制价格风险。

农副产品贸易

公司农副产品经营主体为厦门象屿物流集团有限责任公司和大连象屿农产有限公司（以下简称“大连象屿农产”）等公司，大连象屿农产系黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”，公司持股 80%）。象屿农产仅粮食贸易收入计入农副产品板块。2016 年农副产品收入同比大幅下滑 36.30%，主要是北粮南运受限及玉米临储政策取消，致使部分产品价格倒挂，农副产品贸易业务经营风险加大，公司控制贸易规模所致。

其他贸易产品

公司其他贸易产品 2016 年收入大幅增加，主要为平行进口车规模扩大同时白银贸易业务增长所致，二者当期分别实现收入 36 亿元和 30 亿元 2016 年汽车供应链业务实现进口代理车辆 10439 台，实现收入 36 亿元（2015 年为 2.62 亿元）。2017 年一季度累计进口车辆 5945 台，实现收入 6 亿元。

2016 年，公司商品衍生事业部新增白银贸易业务，实现销量 893 吨，收入 29.92 亿元。2016 年商品衍生事业部合计实现收入 182.29 亿元，投资收益-1.87 亿元，利润-3.27 亿元。主要是由于公司配套期货合约浮亏，但由于现货未交割，利润未体现所致。

（2）粮食收储及合作种植

跟踪期内，玉米临储政策取消，公司仅收储水稻，导致 2016～2017 年收粮季代收国储粮食大幅减少，仅为 110.43 万吨（2015~2016 年收粮季为 772.20 万吨）。截至 2016 年底，公司粮食仓储能力达到 1510.31 万吨，其中自有粮食仓储能力 1242.20 万吨，合作粮食仓储能力 268.11 万吨。

由于目前粮食基本处于满仓，2016 年，公司粮食出库仅 13.11 万吨，玉米陈粮轮出速度较慢，因此公司获取收入仍呈现增长，2016 年为 16.05 亿元（2015 年获取收入 9.68 亿元），包括仓储收入 12.53 亿元、装卸收入 2.52 亿元和烘干收入 0.99 亿元。

2016 年 9 月至 2017 年 3 月，象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）向 31 位收粮经纪人提供共计额度 5.22 亿元的委托贷款，截止 2016 年 11 月，已全部收回；为 19 个收粮经纪人提供 3.12 亿元自营贷款，截至 2016 年底，自营贷款余额为 18530 万元。公司将象屿农产委托贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入投资收益。同时，公司与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益也计入投资收益。

合作种植方面，跟踪期内，由于玉米国家临储政策取消，公司调整合作种植政策，玉米合作种植由原来合作包地盈亏互担的紧密型合作转变为仅提供资金服务的松散型合作模式，同时整体合作种植品种调整为以水稻为主。2016～2017 年收粮季，象屿农产与种粮大户及

合作社合作种粮 150 万亩，其中玉米合作种植面积 50 万亩，水稻合作种植面积 100 万亩，2016～2017 年收粮季来自合作种植部分粮食收储为 30.83 万吨。

合作种植过程中，象屿小贷通过自营贷款业务放贷给种植大户，公司将自营贷款计入其他流动资产，期间收取相关费用作为利润并计入收入。截至 2017 年 3 月底，象屿小贷为合作种植提供贷款已全部收回。

2016 年，受玉米临储政策取消影响，合作种植规模大幅下滑，象屿农产 2016 年共取得合作种植与合作收粮投资收益合计 1.04 亿元，同比下降 72.66%。

由于玉米价格回归市场化水平，玉米深加工行业成本优势显现，同时近年来国家及东北各省出台扶持政策，对深加工行业利好，基于此公司提前积极布局玉米深加工板块，2016 年公司在玉米产区富锦、北安各新建 60 万吨深加工项目，生产成本及运输成本优势明显。其中，富锦深加工项目已于 2016 年 10 月投产，北安深加工已于 11 月份投产，项目年加工淀粉 144.8 万吨，清洁米 30 万吨，加工农副产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等 32.3 万吨，预计项目投产后年销售收入可达 30 亿元。截至 2016 年底，富锦项目已生产淀粉 8.82 万吨，北安生化项目已生产玉米 4.99 万吨，分别实现收入 1.17 亿元和 0.15 亿元（计入其他业务收入）；2017 年 1~3 月，富锦项目及北安生化项目目产量分别是 13.17 万吨、12.95 万吨；收入分别是 1.93 亿元和 1.70 亿元，预计 2017 年收入分别为 13.37 亿元和 11.62 亿元。未来公司拟重点发展深加工项目，向产业链下游继续延伸，生产氨基酸、胚芽油、淀粉糖等深加工产品。

总体看，跟踪期内，玉米国家临储政策取消，公司粮食收储规模大幅下降，同时粮食收储通过预付粮食款、合作种植以及委托贷款对公司资金形成占用有所减少。考虑到粮食政策性轮转出库的进度较慢，未来 1~2 年内仓容率仍可得到保证，且公司布局深加工行业有望成为未来新的收入及利润增长点。

（3）物流

公司物流业务主要由下属子公司厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（公司直接持股 74.10%，以下简称“速传供应链”）负责。综合物流方面，公司有约 10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求。

2016 年，公司物流业务实现收入 20.15 亿元，同比增长 26.46%，主要来自其他收入的增长，同期物流业务毛利率为 12.43%，同比变化不大。分版块看，2016 年运输装卸毛利率大幅上升，主要是因为油价下降，同时公司调整业务结构，优化客户，营业贡献率提高所致；报关收入波动不大，但毛利率提升主要是 2016 年 4 月以来，海关政策调整导致保管录入费等免掉所致。其他业务收入增加主要是工程物流因进出量同比增加 13 万吨所致。

2017 年 1～3 月，公司物流业务收入 5.68 亿元，占 2016 年全年的 28.19%，毛利率为 12.12%。总体看，公司物流业务种类丰富，物流链较为完整，公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源投放方向，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，但整体收入和利润水平不断增长。

表 4 公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年 1～3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	108469	10.21	109446.00	12.84	49190.00	11.43
运输装卸收入	7494	7.05	6477.00	14.00	1422.00	14.86
空运收入	918	18.28	1241.00	16.36	449.00	14.23
堆场收入	16725	22.89	15095.00	31.00	3720.00	22.54

报关收入	383	64.82	349.00	81.85	84.00	85.1
仓储收入	3799	7.43	3789.00	0.88	895.00	1.03
其他收入	21546	13.14	65092.00	7.51	1013.00	6.52
合计	**159334**	**11.90**	**201489.00**	**12.43**	**56773.00**	**12.12**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司堆场、仓储及运输服务能力未发生变化，截至 2017 年 3 月底，主要物流园区合计占地面积 37.95 万平方米。

3. *房地产*

公司房地产业务主要由公司全资子公司象屿地产集团有限责任公司（以下简称“象屿地产”）运营，截至 2016 年底，象屿地产资产总额 239.39 亿元，权益总额 72.55 亿元，2016 年实现营业收入 38.57 亿元，利润总额 8.34 亿元。目前公司房地产项目开发主要集中于长三角（上海、昆山）地区，同时拓展重庆、长沙、福建南平及福州等区域。目前，上海及其周边是公司房地产业务的重点城市。

2016 年，公司房地产开发投资 158.77 亿元，同比大幅增长，主要是由于公司土地购置规模增加，同时花桥 24-2 二期、南平瑞峰峻岭一期开工所致。2016 年房屋销售额同比增长 6.01%，但销售面积有所下降，主要销售项目包括陈春路一号地块 D 地块、珑庭花园三期、花桥 24-2 一期、重庆两江御府等。2016 年以来，上海及周边住宅价格一路攀升，公司房产平均销售单价增长至 1.83 万/平方米，截至 2016 年底，公司房地产业务确认收入 38.57 亿元。

表 5 公司房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
房屋竣工面积	35.71	40.30	76.43	0.00
房屋销售面积	23.48	42.74	38.97	5.41
新增土地储备	12.80	12.05	83.29	0.00
平均销售单价	1.59	1.57	1.83	2.22
实际销售额	38.02	67.03	71.06	12.02

资料来源：公司提供

2016 年公司土地储备大幅增长，为 83.29 万平方米，土地购置支出 125.08 亿元，新增地块主要位于上海南桥项目，昆山花桥 2-3 项目以及福州项目，2017 年一季度无新拿地。截至 2016 年底，公司土地储备合计 132.68 万平方米，其中上海占 6.74%、南平占 31.62%、福州占 42.51%、花桥占 19.13%。

公司主要采取市场化招拍挂方式拿地，拿地价格随市场行情波动。2016 年以来，在土地市场竞争激烈的情况下，公司为实现规模扩张同时降低经营风险，于 2016 年分别与与融创中国控股有限公司合作开发花桥 2-3 地块，与保利房地产（集团）股份有限公司合作开发南桥新城 16 单元 36-03 地块，与阳光城集团股份公司合作开发福州项目。项目竣工销售后根据双方占合资公司的股权比例进行收益分成。

截至 2017 年 3 月底，公司在建、拟建房地产项目主要分布在上海、昆山和南平，合计建筑面积 588.81 万平方米，总投资额 602.86 亿元（含合作方投资额），已投资 417.73 亿元，尚需投资 185.13 亿元，其中 2017 年 4~12 月计划投资 38.89 亿元，公司房地产业务未来投资额较大，有一定的资金压力。

2016 年，公司实现代建收入 0.17 亿元，规模较小。截至 2017 年 3 月底，公司代建项目主要包括灌中路延伸段等，代建合同标的合计 39.90 亿元，已投资 33.29 亿元。

4. *类金融及其他*

公司近年来陆续介入资产运营、担保、典当等类金融行业，先后成立了厦门象屿担保有限公司（以下简称“象屿担保”）、厦门象屿小额贷款股份有限公司（以下简称“小额贷款公司”）、厦门象屿资产管理运营有限公司（以

下简称“象屿资产”）等全资子公司，并于 2015 年 8 月设立厦门象屿金象控股集团有限公司（注册资本 13.80 亿元，以下简称“象屿金控”），将类金融板块子公司划入象屿金控统筹管理经营。

截至 2016 年底，象屿金控资产总额 50.15 亿元，所有者权益 24.28 亿元，2016 年度实现营业收入 4.73 亿元，实现净利润 2.16 亿元。其中，象屿资产实现收入 2.88 亿元，净利润 2.04 亿元；象屿担保实现收入 318.05 万元，利润总额 479.04 万元，截至 2017 年 3 月底，担保余额 48777 万元，2016 年无代偿情况，未计提减值准备；小额贷款公司收入 3586.87 万元，利润总额 3090.99 万元，截至 2017 年 3 月底，贷款余额 15602 万元，主要贷款对象为个人，抵押物持有比例 100%，2016 年未发生逾期情况，未计提坏账。

同时，公司也涉及二级市场投资，公司目前参股兴业证券股份有限公司、福建南平太阳电缆股份有限公司等公司的上市流通股票。2016 年公司合计获得现金分红 2958.23 万元，同比下降 2.70%。截至 2016 年底，公司主要股权投资明细如下表。

表 6 截至 2016 年底公司主要股权投资明细（单位：%、万股、万元）

会计处理	公司/资产	持股比例/股票数量	账面价值/股票市值
长期股权投资-权益法	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	75499.01
	厦门农村商业银行股份有限公司	7.5343	74295.64
	哈尔滨农村商业银行股份有限公司	9.9	28932.93
	厦门象阳投资有限公司	49	24236.60
	福州丰顺祥投资有限责任公司	49	19416.47
可供出售金融资产	兴业证券	94652000	72408.78
	科华恒盛	10029500	43026.56
	太阳电缆	94195958	89862.94
	生物股份	500	1.58
	海大集团	376000	565.88
	恒力股份	33990182	28313.82
	怡 亚 通	20000	21.72
	中骏置业	25070400	5223.33
	滨海泰达	10000000	1242.71

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数为 45.89 次，较 2015 年明显提升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 5.10 次和 2.04 次。总体看，公司经营效率较好。

6. 未来发展

公司未来发展战略定位是“以现代服务业为主要发展领域，以产业化运作为主要发展思路，以投资控股集团为主要发展方向，服务于国家战略、区域发展、城市发展的现代服务业投资控股集团”。

截至 2017 年 3 月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要有厦门大嶝对台小额商品交易市场、两岸贸易中心项目等，项目总投资 55.80 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资 22.68 亿元，2017 年 4-12 月和 2018 年分别计划投资 7.09 亿元和 3.00 亿元。考虑到公司房地产业务投资计划，结合在建工程投资规模来看，公司

未来仍存在一定资金压力。

表 7 截至 2017 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	投资进度	2017 年 4-12 月计划投资	2018 年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	351924	93315	26.52%	25000	20000
两岸贸易中心项目（二期）	67853	51991	76.62%	2982	--
跨境电商产业园（二期）	20000	5799.64	29.00%	11654	2546.37
跨境电商物流中心	5050	3050	60.40%	2000	--
中心渔港冷库	9876	3505	35.49%	1466	4905
富锦金谷铁路发放系统项目	44351	36907	83.22%	7444	--
富锦金谷 80 万吨罩棚项目	13500	13089	96.96%	411	--
江苏大丰铁矿石加工项目	28000	9269	33.10%	18731	--
象屿自贸金融中心一期项目及象屿物流配送中心和胜狮办公楼立面改造项目	11206.00	3946	35.21%	887	2,532
兴泓低熔点棉二期工程	6247.34	5970.80	95.60%	276.54	--
合计	**558007.34**	**226842.44**	**40.65%**	**70851.54**	**29983.37**

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

九、财务分析

公司提供的财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司2017年一季度财务报表未经审计。由于2016年审计报告对前期重大差错进行了更正，调整部分2016年期初数，故以下2015年数据采用2016年期初数进行分析。

从公司合并范围来看，2016年纳入合并报表范围的公司共23家，较2015年增加2家。截至2017年3月底，公司纳入合并报表范围的公司较2016年增加1家厦门象盛镍业有限公司，减少1家香港象屿瀚晟有限公司。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2016年底，公司（合并）资产总额729.64亿元，所有者权益226.24亿元（含少数股东权益131.45亿元）；2016年，公司实现营业收入1129.38亿元，利润总额17.08亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额916.09亿元，所有者权益244.56亿元（含少数股东权益149.75亿元）；2017年1～3月，公司实现营业收入424.62亿元，利润总额2.70亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额 729.64 亿元，同比增长 50.93%。截至 2016 年底，公司流动资产占 71.69%，非流动资产占 28.31%，公司资产结构以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产 523.07 亿元，同比增长 56.97%，主要预付账款(占 9.87%)、其他应收款（占 9.75%）、存货（占 56.41%）、其他流动资产（占 10.62%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 39.29 亿元，同比增长 5.83%，其中使用受限的金额（含各种保证金等）为 1.45 亿元。截至 2016 年底，预付款项 51.65 亿元，与 2015 年基本持平，其中账龄在 1 年以内的占 95.89%，账龄短。截至 2016 年底，公司其他应收款 51.00 亿元，同比大幅增长 99.83%，主要来期货保证金增加及支付房地产合资项目公司运营款。截至 2016 年

底，其他应收款构成主要是关联交易形成应收账款、员工备用金、应收期货保证金等；期末其他应收款前五大客户合计 33.24 亿元，占比 60.01%，集中度高，主要为房地产合作开发产生的关联方往来款。公司累计计提坏账准备 4.39 亿元。

表 8 其他应收款期末余额前五名单位情况

（单位：亿元）

单位名称	款项性质	其他应收款期末余额	账龄
客户一	关联方往来款	10.69	1年以内
客户二	关联方往来款	8.03	1年以内
客户三	关联方往来款	6.76	1年以内
客户四	期货保证金	4.79	1年以内
客户五	关联方往来款	2.97	3年以内
合计	--	**33.24**	

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司存货为 295.08 亿元，同比大幅增长 82.27%，中供应链业务库存商品增加 44.89 亿元、房地产开发增加 67.12 亿元。截至 2016 年底，存货主要为库存商品（占 34.75%）、开发成本（占 54.74%）和开发产品（占 8.75%），本期对库存商品计提 1.45 亿元跌价准备，开发产品计提 1.44 亿元跌价准备。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 55.56 亿元，同比大幅增加 30.77 亿元，主要为理财业务和对公司上下游产业客户及合资公司提供的委托贷款（17.18 亿元）所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产 206.57 亿元，同比增长 37.54%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、其他非流动资产构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 33.84 亿元，同比增长 26.75%，主要因为海峡金桥财产保险公司投资款 2.25 亿以及科华恒盛投资款 4.29 亿所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产公允价值计量部分为 24.07 亿元，成本计量部分为 6.27 亿元。截至 2016 年底，公司长期股权投资 26.17 亿元，同比增长 45.76%，主要为公司 2016 年新增对哈尔滨农村商业银行股份有限公司 2.77 亿元、厦门象阳投资有限公司 2.45 亿元、福州丰顺祥投资有限责任公司 1.96 亿元投资所致。公司对长期股权投资无质押。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 71.02 亿元，同比增长 84.56%，主要富锦象屿金谷、绥化象屿金谷的仓储建设项目及富锦和北安地区深加工项目由在建工程转固定资产所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 21.99 亿元，同比增加 14.32 亿元，主要为对集团上下游产业客户及农产项目的委托贷款 7.82 亿元，以及土地出让金、贷款业务、代建工程增加所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 916.09 亿元，较 2016 年底增长 25.55%；流动资产占比为 76.83%，仍以流动资产为主，比重进一步提升。货币资金 68.98 亿元，较年初大幅增长 75.57%，主要是为之后的到期融资及经营需要筹措资金所致；应收票据、应收账款及预付账款较 2016 年底大幅增加，主要系供应链业务规模扩大，导致与上下游经营性款项大幅增加所致；存货 365.92 亿元，较年初增长 24.01%，主要是供应链业务库存商品增加所致；其他流动资产 76.66 亿元，较年初增长 37.98%，主要因为理财业务增加所致。其他科目变动不大。

跟踪期内，随着业务规模扩大，公司资产总额快速增长，资产以流动资产为主，存货和预付款项占比大，房地产合作开发形成的关联方往来款及对上下游客户委托贷款增长较快，对公司资金形成一定占用，非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 226.24 亿元（其中少数股东权益 131.45 亿元），同比增长 42.27%。归属于母公司权益 94.79 亿元中，实收资本占 16.63%、资本公积占 15.13%、其他权益工具占 31.46%、未分配利

润占 27.35%。

截至 2016 年底，公司实收资本 15.76 亿元，同比增长 0.64%，主要是厦门市人民政府国有资产监督管理委员会增加对公司投资（0.10 亿元）所致。公司资本公积为 14.34 亿元，同比增长 11.35%，主要系子公司收到绥化市财政局拨付款项、省级和中央配套资金，同时象屿资产持有厦门农商行的股权按权益法核算使公司资本公积增加。

截至 2016 年底，公司其他权益工具 29.82 元，同比增长 50.23%，包括中期票据“15 象屿 MTN001” 9.85 亿元、上海兴瀚资产管理有限公司投资的可续期债券投资 10.00 亿元和中期票据“2016 象屿 MTN001”9.97 亿元。其他综合收益为 7.65 亿元，同比减少 13.40%，主要为公司可供出售金融资产的累计公允价值变动所致。少数股东权益为 131.45 亿元，同比增长 42.27%，主要为成立产业基金以及成立合资公司引入战略投资者所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 244.56 亿元（其中少数股东权益 149.75 亿元），较上年底增长 8.10%。

总体看，跟踪期内，公司供应链及房地产板块成立多家合资公司，少数股东权益规模快速提升，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 503.40 亿元，同比增长 55.18%，其中流动负债占 84.67%，构成以流动负债为主。截至 2016 年底，公司流动负债为 426.23 亿元，同比增长 62.92%，主要由短期借款（占 34.28%）、应付账款（占 10.91%）、预收款项（占 18.84%）、其他流动负债（占 14.01%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款为 146.12 亿元，同比增长 22.84%，主要是经营规模扩大导致资金需求增加所致。随着公司业务规模的扩大，，公司应付票据及应付账款快速增长，截至 2016 年底，公司应付票据为 32.57 亿元，同比增长 65.62%，主要为银行承兑汇票（占 99.82%）；应收账款为 46.50 亿元，同比增长 46.54%，其中 1 年以内占比 96.91%，账龄短。

截至 2016 年底，预收款项 80.30 亿元，同比增长 96.40%，其中预收货款及预售房款分别增加 10 亿元和 28.98 亿元；截至 2016 年底，预收款项中包含预售房款 51.57 亿元。截至 2016 年底，公司其他应付款为 28.38 亿元，同比大幅增加 22.56 亿元，主要是房地产合作开发业务收到合作股东投入的项目运营款。截至 2016 年底，公司其他流动负债 59.70 亿元，同比增长 157.94%，主要是应付短期债券增加 34.58 亿元所致，2016 年底其他流动负债还包含委托贷款 2 亿元。

表 9 截至 2016 底公司（合并口径）短期债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期限	额度
16 象屿 SCP003	2016/6/17	276 天	5.00
16 象屿 SCP004	2016/6/20	270 天	5.00
16 象屿 SCP005	2016/7/19	270 天	5.00
16 象屿 SCP006	2016/8/8	270 天	15.00
16 象屿 CP002	2016/9/13	365 天	12.00
16 象屿 SCP007	2016/10/12	270 天	5.00
16 象屿 SCP008	2016/10/18	270 天	5.00
16 象屿股份 SCP001	2016/11/15	270 天	5.00
12 象屿 MTN1	2012.7.23	5 年	4.50
合计	--	--	**61.50**

资料来源：根据公开资料整理

截至 2016 年底，公司非流动负债 77.17 亿元，同比增长 22.96%，构成主要为长期借款（占 54.56%）和应付债券（30.67%）。截至 2016 年底，公司长期借款 42.11 亿元，同比增长 13.61%，主要是东北农产项目贷款增加所致。截至 2016 年底，公司应付债券 23.67 亿元，同比增长 28.22%，主要是 2016 年新发行债券“16 象屿债”和“16 象屿 MTN002”所致。

表10 截至2016年底公司（合并口径）长期债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期限	期末余额
11 厦门象屿债	2011.7.8	5+2 年	8.66
15 象屿 MTN002	2015.10.26	5 年	5.01
16 象屿债	2016.4.12	5+2 年	5.00
16 象屿 MTN002	2016.6.28	5 年	5.00
合计	--	--	**23.67**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司全部债务 322.52 亿元，同比增长 40.20%；其中短期债务占 79.60%，以短期债务为主。公司 2016 年长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 22.53%、58.77%和 68.99%。若将计入权益的永续中票调入长期债务，则公司 2016 年全部债务为 352.34 亿元，上述三项指标分别为 29.70%、60.90%和 73.08%。

截至2017年3月底，公司负债总额为671.53亿元，较2016年底增长33.40%，主要来自短期借款和预收款项的增长，期末金额分别为241.44亿元和114.41亿元。截至2017年3月底，公司全部债务444.63亿元，较年初增长37.86%，其中短期债务占比79.90%，构成变动不大。截至2017年3月底，由于权益的快速增长，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为26.77%、64.51%，较上年底有所增长；同时资产负债率为73.30%，较上年底有所上升。若将计入权益的永续中票调入长期债务，则公司全部债务为477.01亿元，上述三项指标分别为32.77%、65.9%和76.56%，债务负担重。

总体看，跟踪期内，公司物流供应链业务的开发以及房地产业务投资的加大，共同推动公司债务规模快速增长，公司有息债务以短期债务为主，整体看，公司债务负担重，短期偿债压力大。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司供应链业务快速拓展，房地产开发投资加大，营业收入规模快速提升，2016年，公司实现营业收入1239.38亿元，同比增长88.90%，营业成本1175.83亿元，同比增长89.74%，营业利润率4.65%，同比变化不大。

2016年，期间费用33.25亿元，同比增长18.09%，主要来自销售费用的增长，2016年销售费用为17.56亿元，同比增长51.34%，主要是由于供应链业务规模扩大所致。2016年期间费用占营业收入的比重为2.68%。

2016 年公司资产减值损失 6.48 亿元，同比增加 4.36 亿元，主要是对供应链业务应收款项计提增加 2.43 亿元和对重庆两江公元房地产项目计提计提的存货跌价损失 1.99 亿元。2016 年公司公允价值变动收益-3.24 亿元，同比减少 2.48 亿元，主要是期货合约浮亏增加 2.95 亿元所致。2016 年，公司投资收益-1.01 亿元，同比减少 11.25 亿元，主要是由于当期合作种植与合作收粮收益受玉米临储政策取消大幅下滑，仅实现投资收益 1.04 亿元，相比 2015 年减少 2.78 亿元，同时期货亏损 3.27 亿元所致。

2016 年，公司营业外收入为 3.77 亿元，同比增加 2.60 亿元，主要是赔偿金、违约金收入增加 0.81 亿元以及政府补助增加 0.98 亿元所致。

从盈利指标看，2016 年公司利润总额为 17.08 亿元，同比增长 53.37%，主要是产品供应链业务持续转型升级业务规模扩张所致。2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.05%和 5.81%。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 424.62 亿元，同比增长 111.35%，营业利润率为 2.33%。公允价值收益 7.40 亿元，同比大幅增加 7.27 亿元，主要是由于 2017 年大宗商品行情下跌，公司配套期货合约浮盈所致；获得投资收益-3.67 亿元，同比减少 3.94 亿元，主要是套期保值和贵金属合约业务亏损增加所致。公司实现利润总额 2.70 亿元，同比增长 19.69%。

跟踪期内，随着公司供应链业务的快速拓展及房地产市场政策性回暖，公司营业收入快速提升，主业盈利能力增强，受 2016 年玉米临

储政策取消的影响，公司投资收益下滑明显，且易受期货合约盈利能力影响，公司对投资收益依赖程度下降。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入量分别为 1434.01 亿元和 1511.73 亿元，同比分别增长 95.39%和 97.65%。从收入实现能力看，2016 年公司现金收入比同比提升 3.84 个百分点至 115.70%，收入实现质量有所增强。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及工程往来款和类金融板块业务回款和支付，2016 年分别为 76.62 亿元和 89.63 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流净额为-19.37 亿元。

投资活动方面，2016 年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金大幅增加，主要由于将账面富余货币资金阶段性操作短期理财及国债逆回购摊低融资成本，因国债逆回购业务的短频性（一般 1-7 天），频繁的操作逆回购业务导致现金流量表中回投资收到的现金及投资支付的现金金额增长较大；2016 年玉米临储政策取消，公司取得投资收益收到的现金大幅下滑。同期，公司支付其他与投资活动有关的现金 15.92 亿元主要为与合作方设立合资公司的支出。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-114.65 亿元，投资活动现金流出规模进一步加大，公司资金缺口大。

2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-134.02 亿元，存在较大对外融资需求。筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入大幅增加，为 795.67 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 625.11 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 137.20 亿元。

2017 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金净额为-80.74 亿元，收回投资收到的现金及投资支付的现金分别为 157.30 亿元和 170.93 亿元，规模很大，主要是公司将短期闲置资金阶段性操作国债逆回购及购买短期理财所致；当期投资活动产生的现金流量净额为-22.73 亿元；筹资活动现金流量净额为 133.45 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 7.83 亿元主要是象屿股份板块黄金租金业务所筹得资金。

总体看，房地产开发投资及供应链业务的快速拓展，公司资金压力加重，对经营活动现金流带来一定影响，收入实现质量尚可。未来公司房地产业务和在建工程投资规模较大，公司仍存在较大的对外融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率、速动比率进一步下降，截至2016年底，分别为122.72%和53.49%；截至2017年3月底，上述两项比率分别为123.44%和59.26%。2016年，公司经营现金流动负债比率为-4.55%。考虑到公司流动资产中存货及应收款项规模较大，且随着业务规模的快速拓展，公司经营活动及投资活动资金需求增大，对外筹资压力增大，短期债务快速提升，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2016 年公司 EBITDA 29.66 亿元，EBITDA 利息倍数小幅增长，为 2.39 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所提升，为 10.87 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1003.01 亿元，尚未使用额度 456.48 亿元；另外象屿股份为国内 A 股上市公司，直接融资便利。整体看，公司融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额为 25.95 亿元，本公司子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 4.88 亿元，象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 21.07 亿元。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告

（信用机构代码：G1035020600240090T），截至 2017 年 6 月 6 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 2 笔次级类垫款、1 笔关注类垫款、4 笔关注类贷款、2 笔关注类贸易融资类贷款和 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。公司过往债务履约情况良好。

6. 母公司财务情况分析

截至 2016 年底，母公司资产总额 222.29 亿元，流动资产占 57.81%，非流动资产占 42.19%；流动资产主要由货币资金、其他应收款和其他流动资产构成，分别为 6.81 亿元、112.56 亿元和 9.09 亿元（合并层面其他应收款为 51 亿元）；非流动资产中可供出售金融资产和长期股权投资分别为 22.28 亿元和 63.44 亿元。截至 2016 年底，母公司负债合计 156.15 亿元，流动负债占 80.98%，非流动负债占 19.02%；流动负债中短期借款和其他流动负债规模较大，分别为 65.19 亿元和 52.56 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 3.72 亿元和 23.67 亿元。2016 年底，母公司资产负债率为 70.25%，有息负债规模 149.94 亿元，其中短期债务 122.55 亿元。截至 2017 年 3 月底，母公司资产总额 225.59 亿元，其中其他应收款和其他流动资产分别为 92.96 亿元和 29.27 亿元，可供出售金融资产和长期股权投资分别为 21.71 亿元和 66.00 亿元；负债合计 159.83 亿元，资产负债率 70.85%，有息负债规模 149.81 亿元，其中短期债务 107.79 亿元。

盈利能力方面，2016 年，母公司实现营业收入 0.12 亿元，产生投资收益 2.10 亿元，利润总额 3.40 亿元。母公司融资成本较高，财务费用支出规模 1.36 亿元（其中利息支出 5.99 亿元，利息收入 3.84 亿元）。2017 年 1~3 月，母公司营业收入 0.01 亿元，投资收益 0.83 亿元，利润总额 0.38 亿元。

总体看，公司本部货币资金占比小，其他应收款规模很大；盈利能力弱，利润对投资收益依赖大；有息债务规模快速增长，且以短期债务为主，公司本部短期偿债压力大。

7. 抗风险能力

公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道等方面具备优势。基于对公司经营及财务状况及发展前景的综合分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十、存续期内债券偿债能力

目前，公司一年内将到期的债券为“16 象屿 CP002”，发行额度 12 亿元，于 2017 年 9 月 14 日到期；截至 2016 年底及 2017 年 3 月底，公司现金类资产为“16 象屿 CP002”额度的 3.51 倍和 6.88 倍；考虑到公司可供出售金融资产中上市流通的股票投资流动性强，进一步提高了对“16 象屿 CP002”的保障能力。

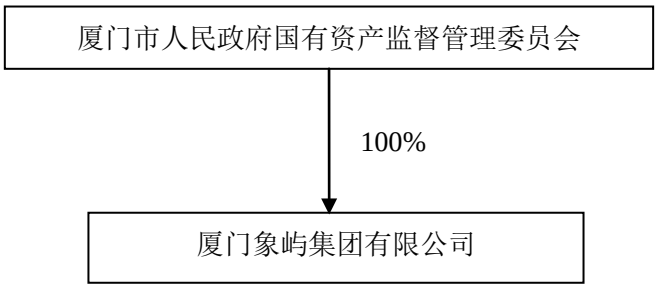
公司剔除一年内到期的债券后，存续期内债券总额为 32.50 亿元；其中“15 象屿 MTN001”（额度 10 亿元）及“17 象屿 MTN001”（额度 12.50 亿元）均于 2020 年到期。2016 年，公司 EBITDA 对上述两期中期票据覆盖倍数为 1.32 倍。

总体看，公司现金类资产较为充足，可供出售金融资产中股票投资变现能力强，对“16 象屿 CP002”的保障能力强；EBITDA 对存续期内中期票据年度最高偿还额具备覆盖能力。

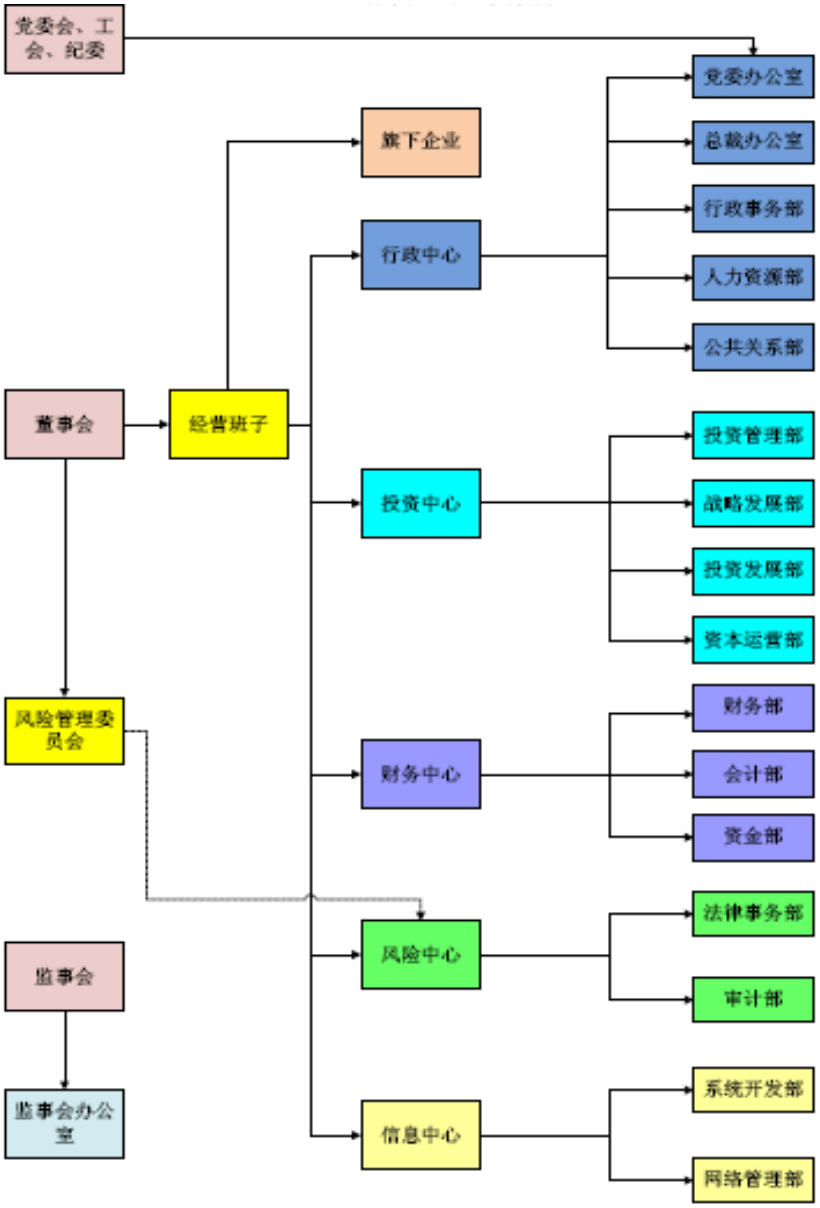
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16 象屿CP002”A-1的信用等级，维持“15象屿 MTN001”、“16 象屿 MTN001”和“17 象屿 MTN001”AAA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.47	38.86	42.07	82.51
资产总额(亿元)	414.12	483.17	729.64	916.09
所有者权益(亿元)	96.54	157.48	226.24	244.56
短期债务(亿元)	237.73	175.29	256.74	355.25
长期债务(亿元)	65.33	55.52	65.78	89.39
全部债务(亿元)	303.06	230.82	322.52	444.63
营业收入(亿元)	521.73	656.11	1239.38	424.62
利润总额(亿元)	8.81	10.37	17.08	2.70
EBITDA(亿元)	21.40	22.21	29.66	--
经营性净现金流(亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-80.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.23	25.46	45.89	
存货周转次数	3.08	3.80	5.10	
总资产周转次数	1.26	1.46	2.04	
现金收入比(%)	109.06	111.86	115.70	118.07
营业利润率(%)	4.38	4.61	4.65	2.33
总资本收益率(%)	1.39	1.78	4.05	--
净资产收益率(%)	5.75	4.39	5.81	--
长期债务资本化比率(%)	40.36	26.07	22.53	26.77
全部债务资本化比率(%)	75.84	59.44	58.77	64.51
资产负债率(%)	76.69	67.41	68.99	73.30
流动比率(%)	130.29	127.33	122.72	123.44
速动比率(%)	65.56	64.12	53.49	59.26
经营现金流动负债比(%)	-36.01	17.70	-4.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.20	2.39	
全部债务/EBITDA(倍)	14.63	10.39	10.87	

注：1、2015 年数据为 2016 年财务报告对期初数追溯调整后的数据；2、2017 年一季度财务数据未经审计；3、计入其他流动负债的非公开定向债务融资工具已计入短期债务；4、2016-2017 年 3 月底所有者权益中包含 19.82 亿元永续中票和 10.00 亿元可续期债券。

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/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%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息