

信用等级公告

联合〔2019〕1934号

联合资信评估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“15 象屿 MTN001”“16 象屿 MTN001”“17 象屿 MTN001”“17 象屿 MTN002”“17 象屿 MTN003”“17 象屿 MTN004”“18 象屿 MTN001”和“18 象屿 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月廿二日

评级业务专用章

1101030046109

厦门象屿集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*15 象屿 MTN001 ¹	10 亿元	2020/09/08	AAA	AAA
*16 象屿 MTN001	10 亿元	2021/03/08	AAA	AAA
17 象屿 MTN001	12.5 亿元	2020/03/08	AAA	AAA
17 象屿 MTN002	7.5 亿元	2022/07/17	AAA	AAA
*17 象屿 MTN003	15 亿元	2022/09/12	AAA	AAA
17 象屿 MTN004	5 亿元	2022/10/24	AAA	AAA
*18 象屿 MTN001	10 亿元	2021/04/17	AAA	AAA
18 象屿 MTN002	10 亿元	2021/08/09	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 12 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.88	83.52	138.77	146.12
资产总额(亿元)	729.64	916.99	1159.74	1281.07
所有者权益(亿元)	226.24	280.87	358.66	365.42
短期债务(亿元)	251.36	297.27	301.36	391.15
长期债务(亿元)	65.78	135.85	235.68	259.54
全部债务(亿元)	317.14	433.12	537.03	650.69
营业收入(亿元)	1239.38	2140.89	2414.61	567.96
利润总额(亿元)	17.08	24.30	30.15	9.83
EBITDA(亿元)	29.66	44.17	54.57	--
经营性净现金流(亿元)	-19.37	-56.48	35.20	-105.25
营业利润率(%)	4.65	3.27	3.37	3.77
净资产收益率(%)	5.81	6.47	6.99	--
资产负债率(%)	68.99	69.37	69.07	71.48
全部债务资本化比率(%)	58.36	60.66	59.96	64.04
流动比率(%)	122.72	136.17	139.27	133.34
经营现金流流动负债比(%)	-4.55	-11.59	6.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.69	9.81	9.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.39	2.57	2.34	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计; 现金类资产中已剔除受限货币资金; 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务; 2016-2019 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 29.82 亿元、45.00 亿元、93.00 亿元和 93.00 亿元; 全部债务与长短期债务加总数有细微差异, 系小数末位四舍五入所致

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行权日。

评级观点

厦门象屿集团有限公司(以下简称“公司”)为厦门市国有贸易集团企业之一, 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保持既有优势。2018 年, 子公司厦门象屿股份有限公司(以下简称“象屿股份”)完成厦门象道物流有限公司(以下简称“象道物流”)20%股权的收购并将其纳入合并范围, 并持续整合铁路、公路、港口运输资源, 带动公司业务规模持续提升。同时, 联合资信也关注到贸易行业受宏观经济波动影响较大且面临较为激烈的同业竞争, 公司业务规模快速增长以及在建房地产及投资项目共同推升有息债务负担、短期偿债压力大、非经常性损益受大宗商品市场价格波动影响大、经营现金流量净额波动大以及或有负债风险较大等因素可能对公司信用水平造成的影响。公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

随着公司逐步在粮食产区布局农产品深加工业务, 未来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。

存续期内“15 象屿 MTN001”“16 象屿 MTN001”“17 象屿 MTN003”和“18 象屿 MTN001”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, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为上述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。

综合评估, 联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA, 维持“15 象屿 MTN001”“16 象屿 MTN001”“17 象屿 MTN001”“17 象屿 MTN002”“17 象屿 MTN003”“17 象屿 MTN004”“18 象屿 MTN001”和“18 象屿 MTN002”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳

定。

分析师

刘嘉敏 郭察理

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

优势

1. 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环境。
2. 大宗商品采购分销及大宗商品物流服务主业突出, 跟踪期内, 公司持续深化业务转型和物流资源整合, 业务规模保持增长。
3. 2018年5月, 象屿股份完成厦门象道物流有限公司20%股权的收购并将其纳入合并范围, 并持续整合铁路、公路、港口运输资源, 综合物流服务能力较强。
4. 公司在东北地区布局的玉米深加工已有部分项目实现投产, 未来随着绥化深加工项目的投产及产能释放, 深加工板块有望成为公司新的收入及利润增长点。
5. 公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。

关注

1. 公司供应链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. 跟踪期内, 随着物流资源布局、粮食深加工及海外项目投资, 公司债务规模快速增长, 考虑到所有者权益中永续债务占比高, 公司整体债务负担很重, 且以短期债务为主, 短期偿债压力大, 公司未来资本支出压力持续存在。
3. 随着供应链业务规模扩张及房地产业务持续投入, 公司存货、预付款项和其他应收款对公司资金形成一定占用, 经营活动现金流量净额波动大。
4. 非经常性损益对公司利润总额的贡献程度高, 但其易受大宗商品市场价格波动影响, 稳定性一般。
5. 子公司厦门象屿金融控股集团有限公司部分委托贷款及小贷业务已出现逾期, 考虑

到委托贷款逾期款项附有足额抵押物，整体资金回收风险可控，联合资信将持续关注公司逾期部分贷款后期追偿及资金回收情况。

6. 截至2019年3月底，公司合并口径对外担保余额为44.16亿元；涉及重大未决诉讼（金额超过4000.00万元）标的金额合计12.60亿元，公司或有负债风险较大。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门象屿集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，其中2018年增资1.00亿元。截至2019年3月底，公司注册资本为16.76亿元。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2019年3月底，公司对其直接和间接持股55.44%，其中公司直接持有部分中1.79亿股用于质押，占公司直接持有象屿股份总股份的14.97%。

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2018年底，公司(合并)资产总额为

1159.74亿元，所有者权益为358.66亿元(含少数股东权益195.59亿元)；2018年，公司实现营业收入2414.61亿元，利润总额30.15亿元。

截至2019年3月底，公司(合并)资产总额为1281.07亿元，所有者权益为365.42亿元(含少数股东权益193.63亿元)；2019年1-3月，公司实现营业收入567.96亿元，利润总额9.83亿元。

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

截至本报告出具日，公司存续债券如表1所示，存续债券募集资金已全部按募集资金用途使用完毕。跟踪期内除“18象屿MTN002”未到付息日外，其余存续中期票据均正常付息。

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	期末余额	起息日	兑付日
*15象屿MTN001	10.00	10.00	2015-09-08	2020-09-08
*16象屿MTN001	10.00	10.00	2016-03-08	2021-03-08
17象屿MTN001	12.50	12.50	2017-03-08	2020-03-08
17象屿MTN002	7.50	7.50	2017-07-17	2022-07-17
*17象屿MTN003	15.00	15.00	2017-09-12	2022-09-12
17象屿MTN004	5.00	5.00	2017-10-24	2022-10-24
*18象屿MTN001	10.00	10.00	2018-04-17	2021-04-17
18象屿MTN002	10.00	10.00	2018-08-09	2021-08-09

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

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

公司存续期债券中，“15象屿MTN001”、“16象屿MTN001”、“17象屿MTN003”和“18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。

基于上述永续中期票据条款，可得出以下结论：

(1) 上述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，上述中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 上述中期票据（不含“18 象屿 MTN001”）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（“18 象屿 MTN001”如不赎回，从第 3 个计息年开始每 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，2016-2018 年分别上缴 2015-2017 年国有资本收益 4419 万元、11319 万元和 14050 万元，2019 年由于未接到上级机构缴款通知，截至本报告出具日尚未进行 2018 年度国有资本收益上缴，根据往年情况公司预计下半年对国有资本收益进行上缴。总体来看，公司未来逐年持续上缴国有资本收益可能性大，公司递延利息支付可能性小，上述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，上述四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积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述四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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济

增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生

产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电

器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求

来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大

概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

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，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但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，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017 年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018 年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 2.33 万亿元，收窄 18.3%。

2017 年 6 月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年底中国外贸出口先导指数为 41.10%，较上月回落 0.70 个百分点，进入 2018 年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至 2018 年 4 月底的 41.00%，表明 2018 年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

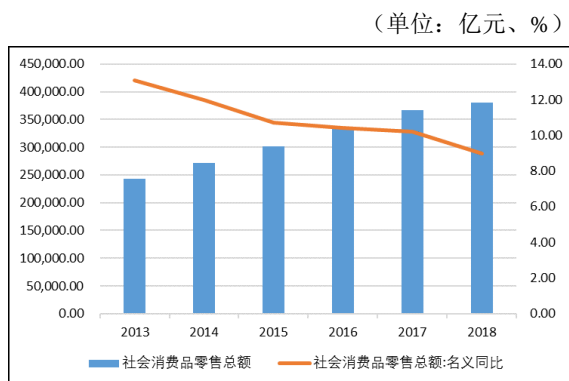
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018 年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬

头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到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。此外，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态势，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，2018年中国社会消费品零售总额 380986.85 亿元，名义口径同比增长 8.98%。2019年 1-3 月，中国社会消费品零售总额 97790 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况



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。

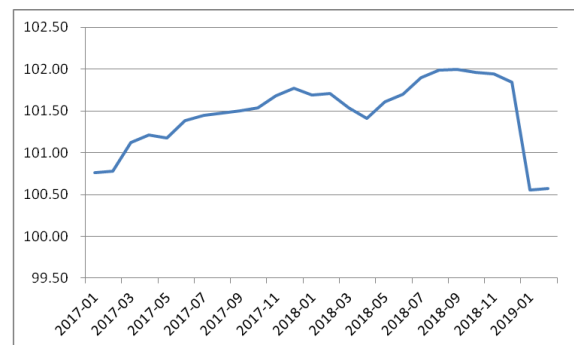
2. 房地产行业

(1) 房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、

限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 2 2017 年以来国房景气指数 (频率：月)



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系

统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 个城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26.00%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14.00%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10.00%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2.00%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11.00%；平均溢价率为 13.00%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 个城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1-9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，同比增长 7.80%，增速较 2017 年同期下降 0.20 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31% 和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.40 和 16.30 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04% 和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准

化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3. 区域经济概况

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区的战略定位和强劲发展为公司创造了良好的外部环境。

根据“2018 年厦门市国民经济和社会发展统计公报”，2018 年，厦门市全年地区生产总值（GDP）4791.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 24.40 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1980.16 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 2786.85 亿元，增长 7.5%。

三次产业结构为0.5：41.3：58.2。

2018年，厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长10.1%。分产业看，第一产业投资增长0.8%，第二产业投资增长14.1%，第三产业投资增长9.4%，三次产业投资比例为0.1：16.9：83.0。

国内贸易方面，2018年，厦门市社会消费品零售总额1542.42亿元，比上年增长6.6%。其中商品零售1371.60亿元，增长5.9%；餐饮收入170.82亿元，增长12.8%。限额以上企业实现零售额1064.13亿元，增长4.9%，占全市社会消费品零售总额的69.0%；限额以下单位实现零售额478.29亿元，增长10.6%。全年零售额超亿元的批发零售贸易企业有181家，实现零售额868.49亿元，净增65.85亿元，增长8.2%。

总体看，跟踪期内，公司所在厦门区域工业逐步回暖，拉动经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司是国有独资企业，实际控制人是厦门市国资委。

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，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，公司已形成供应链物流服务、房地产及土地成片开发、类金融及其他三大业务板块，其中公司物流供应链业务主要由大宗商品采购分销服务及物流服务（含农副产品物流服务）和铁路物流服务构成，在金属矿产、能源化工、农副（林）产品等三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。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2018年底，象屿股份（合并）资产总额547.93亿元，所有者权益195.19亿元（含少数股东权益73.41亿元）；2018年，象屿股份实现营业收入2340.08亿元，利润总额19.28亿元。

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2018年底，公司房地产业务土地储备面积合计136.53万平方米，其中，权益口径土地储备面积68.26万平方米。公司于2014年开始在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务，并积极布局玉米深加工板块，目前粮食收储基本处于满仓，玉米深加工业务已于2016年底投产。2018年，富锦项目及北安生化项目产量分别为78万吨和76万吨；实现收入分别为16.44亿元和16.23亿元。公司类金融服务及其他主要涉及资产管理、产业金融、消费金融等领域的投资。

总体看，公司作为厦门市国有贸易集团企业之一，跟踪期内，在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面保持既有优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度无重大变化。

八、重大事项

子公司象屿股份收购厦门象道物流有限公司20%股权

2018年2月28日，公司与厦门五店港物流供应链有限公司（以下简称“五店港物流”）签署《关于收购厦门象道物流有限公司20%股权的意向性协议》，公司拟以自有资金收购五店港物流持有的象道物流20%股权。

象道物流于2017年6月5日设立，注册资

金 15 亿元人民币，公司出资 6 亿元，持股 40%，五店港物流出资 9 亿元，持股 60%。象道物流成立后，通过在陕西、河南、江西、贵州、青海、湖南等地设立或收购子公司作为主体，以托管经营与资产租赁的方式承接合作方在当地原有的铁路集装箱场站运营业务，并同步向合作方收购上述区域铁路集装箱场站主要资产。

象道物流主营公铁运输、多式联运、仓储配送、供应链金融等业务的专业化铁路物流公司，目前运力已覆盖河南、陕西、江西、青海、新疆、山西、贵阳、四川、广西、云南、福建等省市，主要资产包括：铁路专用线 18 条，累计近 38 公里；集装箱堆场面积 530 万平方米、仓库面积逾 40 万平方米（均为自有）；集装箱卡车、厢式货车，以及行吊、叉车等装卸起重设备、包装设备等；自备标准集装箱约 20000 个，自备造箱能力 6000 个/年。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的致同审字（2018）第 350FC0358 号审计报告，截至 2017 年底，象道物流资产总额为 35.20 亿元，净资产 15.86 亿元。象道物流于 2017 年 8 月份正式开始各项业务经营，2017 年 8-12 月营业收入 8.10 亿元，净利润 8141 万元。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的评估报告（中企华评报字（2018）第 3205 号），以 2017 年 12 月 31 日为基准日，采用资产基础法评估，象道物流 20% 股权的评估价值为人民币 33468.78 万元。

根据《股权转让协议》，公司拟在不高于经厦门市国资委核准的评估值的前提下，双方协商同意转让价格为 31620 万元。同时，五店港物流承诺象道物流在 2018 年、2019 年和 2020 年度的净利润分别不低于 [15.00 亿元+截至上一年度末累计实现净利润数-截至上一年度末累计现金利润分配数] 的 12%²。若象道物流的净利润不足上述约定，五店港物流应在审计报告出具后的 10 个工作日内以现金方式向象道

物流补足差额部分；否则，公司有权要求五店港物流按照其应向象道物流补足的差额款项乘以公司所持象道物流的股权比例（即 60%）向公司作出赔偿。业绩承诺和业绩补偿期间，五店港物流以其持有的象道物流的 40% 股权向公司提供担保；同时，未经公司书面同意，五店港物流不得向任何第三方以任何形式直接或间接转让象道物流的股权，亦不得在其所持象道物流股权上设置包括质押在内的任何第三方权利。象道物流及其全资子公司因经营资金需要，原则上由象道物流向金融机构申请融资，双方按股权变更后的股比向金融机构提供担保；若因公司没有与五店港物流共同按照股比提供担保导致象道物流及其全资子公司的日常运营资金不足，造成象道物流无法完成上述净利润目标的，在受影响金额范围内，五店港物流免除相应的业绩补偿责任。2018 年象道物流的业绩承诺目标为 1.81 亿元，2018 年经审计象道物流净利润为 1.82 亿元，已达到业绩承诺目标。

截至 2018 年 5 月 24 日，本次交易议案已通过公司董事会及厦门市国资委审议通过，并完成 20% 股权的变更登记手续，变更后公司持有象道物流 60% 股份并获得其实际控制权。本次交易符合公司构建大物流布局体系、强化物流服务能力战略规划，有助于公司初步构建全国性的铁路物流服务网络，进一步完善物流网点布局，开拓铁路物流服务领域的新利润增长点。

九、经营分析

1. 经营现状

公司以供应链管理为主业，辅以房地产开发及类金融业务。跟踪期内，公司供应链管理业务仍保持增长但增速有所放缓，2018 年实现营业收入 2414.61 亿元。

从收入构成来看，2018 年以来，公司注重提质增效及精细化管理，收入增速放缓，2018 年，实现物流供应链收入 2340.08 亿元，同比增长 15.11%，物流供应链业务占营业收入比重

² 如 2018 年至 2020 年期间，象道物流进行了增资，则计算增资当年度及之后年度的利润承诺数时应以增资后的注册资本为基准，即前述 150000 万元改为增资后的注册资本。

为 96.91%。房地产业务收入受项目结算的周期性影响，2018 年实现收入 29.88 亿元，同比大幅下降 59.65%。类金融及其他收入 2018 年进一步增长至 44.66 亿元，2018 年占营业收入的 1.85%，主要系深加工板块收入规模增加所致。

从毛利率来看，2018 年，物流供应链业务毛利率整体毛利水平仍处于低水平；2018 年同比变动不大，为 2.75%。公司房地产业务毛利率 2018 年同比提升 4.72 个百分点至 31.47%，主要是由于结算项目毛利率略高所致。公司类

金融及其他业务毛利率 2018 年同比下滑至 28.29%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 567.96 亿元，同比增长 18.25%，其中物流供应链业务同比增长 18.27%，延续增长态势，占营业收入比重为 97.22%，毛利率增长至 3.36%。同期，房地产业务结转收入 1.17 亿元（上年同期为 3.17 亿元），同比下降 63.09%，毛利率为 34.76%。当期公司综合毛利率为 3.87%，同比变动不大。

表 2 公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2016 年				2017 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	1190.67	96.07	40.44	3.40	2032.91	94.96	47.18	2.32
房地产	38.57	3.11	18.60	48.21	74.06	3.46	19.81	26.75
类金融及其他	10.14	0.82	4.52	44.59	33.92	1.58	10.96	32.30
合计	1239.38	100.00	63.56	5.13	2140.89	100.00	77.95	3.64
业务种类	2018 年				2019 年 1-3 月			
	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	2340.08	96.91	64.38	2.75	552.2	97.22	18.54	3.36
房地产	29.88	1.24	9.40	31.47	1.17	0.21	0.41	34.76
类金融及其他	44.66	1.85	12.63	28.29	14.59	2.57	3.05	20.92
合计	2414.61	100.00	86.41	3.58	567.96	100.00	22.00	3.87

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；物流供应链收入为象屿股份合计收入，含象屿股份子公司少量烘干装卸及船舶业务

2. 物流供应链

公司物流供应链业务主要由大宗商品采购分销服务及大宗商品物流服务（含农产品物流服务）和铁路物流服务构成，其中大宗商品采购分销服务及大宗商品物流服务占物流供应链板块的比重最大。

公司大宗商品采购分销及大宗商品物流服务经营主体为公司本部的贸易事业部及控股子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。近年来，公司沿着产业链上下游不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，逐步形成核心产品经营体系。公司经营的核心产品包括金属矿产、能源化工、农产品，三者

合计占贸易业务收入的 95% 以上。

表 3 公司大宗商品采购供应业务收入构成情况（单位：亿元、%）

商品类别	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
能源化工	457.85	23.09	647.27	28.63	136.84	25.65
金属矿产	1374.68	69.32	1404.95	62.15	342.74	64.26
农产品	93.50	4.71	171.50	7.59	46.26	8.67
其他	57.13	2.88	36.75	1.63	7.57	1.42
合计	1983.17	100.00	2260.47	100.00	533.40	100.00

资料来源：公司提供

（1）大宗商品采购分销

跟踪期内，公司业务模式、采购模式与销

售模式未发生重大变化。2018年，公司前五大供应商占采购总额的比重为22.58%，集中度一般。公司在上游供应商的结算方式方面，主要包括款到发货、银行承兑汇票和信用证方式。

与下游客户的结算方式方面，主要包括款到发货、信用证、银行承兑汇票等方式，少量通过风险评估给予客户一定的赊销额度。2018年，公司前五大客户销售额占销售总额的比重为13.01%，集中度一般。

公司为规避价格剧烈波动对大宗商品贸易业务的影响，通过利用二次定价、公式结价、提供保证金、进行市场行业行情研判，同时还利用期货市场规避风险的功能，在期货市场采用远期合同提前卖出，以避免后期价格大幅下跌可能造成的损失；或者在期货市场订购远期货物的方法，以避免后期价格大幅上涨造成的订单利润被侵蚀的风险，一定程度上对抵公司大宗商品贸易业务因价格剧烈变动产生的风险。

金属矿产

金属矿产主要包括黑色金属（含钢材）、有色金属、矿产品类等。2018年公司金属矿产实现收入1404.95亿元，同比增长13.04%（已剔除煤炭业务重分类影响）；金属类合计销售数量5713.23万吨，同比增长6.69%。目前公司金属矿产板块除以事业部形式开展的金属矿产贸易外，还包括实体企业全程供应链服务模式。实体企业全程供应链服务项目模式有两种，第一种模式下公司不仅介入生产型企业的采购与销售环节，还参与其生产调度和生产计划；第二种模式为代采代销，公司仅介入生产型企业的采购与销售环节，不参与其生产调度，生产计划由客户确定。

跟踪期内，公司实体企业全程供应链服务模式及结算方式未发生变化。截至2019年3月底，公司实体企业全程供应链服务共3个，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。2018年，实体企业全程供应链服务收入353.84亿元，同比下降12.30%，主要是由于2018年公司为

进一步提升经营质量，优化业务结构，调整低价值业务所致，当期实现毛利率0.80%，较上年提高0.21个百分点，因该模式仍处在培育初期，毛利率较低。

截至2019年3月底，长期稳定且体量较大的代采代销主要合作客户共1家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁，公司与其结算方式、销售模式未发生重大变化；2018年，公司该模式为金属材料贸易贡献收入349.69亿元，同比大幅增长77.38%，主要是由于客户生产稳定，需求量增加所致。

2018年合资公司为公司金属材料贡献收入228.82亿元，同比大幅增加152.55亿元，主要是由于铝产品供应链业务拓展所致。

能源化工

能源化工产品贸易品种主要以有机类、塑化类和煤炭为主，2018年，能源化工产品进出口贸易及国内贸易占比分别为24.33%和75.67%，毛利率分别为2.25%和1.77%。2018年，公司化工产品贸易收入大幅增长41.37%至647.27亿元，主要是由于18年度将煤炭业务从金属类调整到能源化工类，煤炭业务拓展所致。2019年1-3月，公司化工产品实现收入136.84亿元，同比增长78.81%。

农产品

公司农产品主要以粮食类、油脂油料类和木材类为主，经营主体主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）和厦门象屿农产品有限责任公司等。公司于2013年9月出资4亿元设立象屿农产（成立之初公司持股比例为80%）；2018年11月，公司完成收购象屿农产20%股份，对象屿农产持股比例上升至100%。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、收购、仓储、物流、分销等业务（仅粮食采购分销业务计入大宗商品采购分销服务，其余归属农产品物流服务）。

跟踪期内，公司粮食贸易供应商及主要客户结算方式未发生变化。2018年农产品国内贸易和进出口贸易占比分别为73.47%和26.53%，

毛利率分别为 7.79%和 1.70%，同比均有所下滑。2018 年农产品收入 171.50 亿元，同比大幅增长 83.42%，主要是由于象屿农产持续发挥产地优势、港区的物流优势以及销区的销售优势，业务规模增长所致。

其他贸易产品

公司经营的其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。2018 年，公司其他贸易产品合计收入 36.75 亿元，同比下降 35.67%，主要是由于国家政策及贸易环境影响，汽车供应链规模下降所致，2018 年，公司采购平行进口车 9700 台，金额 40590 万美元，共计获得收入 31.17 亿元。

(2) 大宗商品物流服务

跟踪期内，公司通过控股象道物流掌握铁路物流网络核心资产，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，截至目前，已构建并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系。

基础物流服务

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（公司合并持股比例 85.98%，以下简称“速传供应链”）负责。公司基于仓库、堆场、专业物流园区等基础物流设施，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、堆场服务等业务为一体的基础物流服务体系。2018 年，公司基础物流服务收入 37.73 亿元，同比增长 19.29%，主要来自物贸联动带来的业务量增加及原有业务的增长。

跟踪期内，公司自营堆场面积及类型、自营仓库面积及类型、运输服务能力及物流园区持有等方面未发生重大变动，截至 2019 年 3 月底，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 33.83 万平方米，在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 43.82 万平方米，在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。

农产品物流及玉米深加工

在农产品业务领域，公司通过延长产业链条，整合生产、流通、消费三大业务环节，在产业链上游，提供土地流转、种肥农机服务、合作种植服务；在产业链中游，提供粮食收购、烘干、仓储、运输各环节流通服务；在产业链下游，为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农产品采购分销服务（计入大宗商品采购分销）。

跟踪期内，农产品物流服务盈利模式未发生变动，截至 2018 年底，象屿农产总资产 147.47 亿元，所有者权益 41.61 亿元，2018 年实现营业收入 117.98 亿元，同比大幅增长 89.37%，主要是由于公司农产品采购分销业务规模大幅增长所致，当期实现净利润 4.13 亿元，经营活动现金流量净额-2.20 亿元。2019 年 3 月底，象屿农产总资产 153.74 亿元，所有者权益 42.17 亿元，2019 年 1-3 月实现营业收入 33.09 亿元，实现净利润 0.61 亿元，经营活动现金流量净额 0.09 亿元。

合作种植方面，，2018 年度开展种植业务面积达 15.26 万亩，合作种植规模同比变动不大，仍处于较低水平。粮食收储方面，公司于当年 9 月至次年 4 月份按照国家规定的收储价格采用现金向农民收购玉米、水稻等粮食，之后经过烘干、仓储，运输交给国家粮库，粮食收储后由中储粮验收入库。计费方式方面，2017 年 2 月起国储粮仓储补贴由以往的 86 元/吨下调为 80 元/吨，2018 年 9 月下降为 74 元/吨；粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓。

公司在收粮过程中代收粮食不计入公司存货，为扩大收储规模，象屿农产在开秤前通过象屿小贷的自营贷款及委托贷款业务，向农户及收粮经纪人提供贷款。农户及收粮经纪人以粮食为质押，同时委托象屿农产进行烘干、装卸等物流服务。发放给农户和收粮经纪人的自营贷款和委托贷款一般在收粮季期间陆续收回。截至 2019 年 3 月底，象屿小贷发放贷款余额合计 6510.12 万元，其中自营贷款余额

5910.12 万元，全部为对农户的放贷，其余为公司通过象屿小贷对工业客户发放的委托贷款余额 600 万元，截至 2019 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

2018-2019 年收粮季，公司收储水稻 28 万吨，未收储玉米，2018 年粮食出库 236.9 万吨。截至 2018 年底，公司经营和管理的粮食仓容超过 1500 万吨，管理国储粮食库存总量 1086 万吨。受管理国储粮食规模下降、收储规模下降影响，公司 2018 年国储粮仓储收入 9.67 亿元，同比下降 9.54%，玉米陈粮轮出速度较慢，但随着玉米陈粮的逐步轮出，公司因承担国储粮保管任务而获取的收入未来规模将逐步缩减。

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。公司目前玉米产区富锦、北安各新建 60 万吨玉米深加工项目。其中，富锦深加工项目已于 2016 年 10 月投产，北安深加工已于 2016 年 11 月投产。

截至 2019 年 3 月底，富锦及北安深加工项目合计产能：年加工淀粉 120 万吨，加工农产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等 50 万吨。2018 年，富锦项目及北安生化项目产量分别为 78 万吨和 76 万吨；实现收入分别为 16.44 亿元和 16.23 亿元。2019 年 1-3 月，富锦项目及北安生化项目产量分别是 20 万吨、20 万吨；收入分别是 5.31 亿元和 5.23 亿元，2018 年生化合并净利润 4562.76 万元。

公司目前在建深加工项目还包括绥化象屿金谷生化项目，项目总投资 38.06 亿元（详见主要在建工程），年深加工 150 万吨玉米，产品包括结晶葡萄糖发酵用糖、苏氨酸、色氨酸等。

跟踪期内，公司粮食收储规模仍维持较小规模，粮食政策性轮转出库提速但进度仍较慢，随着陈粮的轮出，公司粮食代收业务收入规模未来将下滑。同时，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，但需关注其投资规模及资金压力。

表 4 粮食代收业务收入构成情况（单位：万元、%）

	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
仓储收入	106923.91	60.23	96718.07	61.52	19405.99	56.79
装卸收入	4268.69	-37.93	9632.76	57.34	716.58	-101.16
烘干收入	615.81	-909.26	1609.67	-32.86	93.94	-810.45
合计	111808.41	51.15	107960.49	59.74	20216.51	47.16

资料来源：公司提供

铁路物流服务

公司于 2017 年 6 月与五店港物流合资成立象道物流（截至 2019 年 3 月底，公司持股 60%），正式进入铁路物流领域，跟踪期内，公司于 2018 年 5 月完成对象道物流 20% 股权收购实现控股，将其纳入合并范围同时获得了铁路物流网络核心资产。

公司结合大宗物资流通服务需要，依托现有集装箱和专线资源优势为产业链上下游客户提供门到门、门到站、站到站等全程多式联运

服务业务与节点场站中转综合服务。截至 2018 年底，象道物流注册资本 15.00 亿元，资产总额 45.49 亿元，权益总额 16.94 亿元，2018 年营业收入 19.17 亿元，净利润 1.82 亿元。

目前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。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，长期合作客户允许有一定的账期，

同时通过掌握货权预防应收款风险，即控制客户未提货货值保持超过应收货款金额。2018年，象道物流共经营货量1234万吨，其中发送566万吨、到达351万吨、仓储317万吨，主要品种是煤炭、氧化铝、铝锭、瓷砖。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为51.39%；下游前五大客户占营业收入比例为40.80%，其中下游关联销售规模占比16.41%。

公司在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、贵州息烽等大宗商品集散区域，建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场（配备铁路专用线），拥有自备集装箱逾21000个，配套集装箱堆场和仓库面积逾220万平方米，20多个常驻业务网点遍布全国，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

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”，持股比例100%）运营，截至2018年底，象屿地产资产总额281.81亿元，所有者权益75.46亿元，2018年度实现营业收入29.88亿元，较2017年74.06亿元收入大幅下降，主要是由于当期部分楼盘尚未交房验收所致，当期实现净利润9.72亿元，同比增长51.17%。截至2019年3月底，公司资产总额283.48亿元，所有者权益81.74亿元，2019年1-3月实现营业收入1.17亿元，实现净利润4.15亿元，主要来自项目股权出让投资收益。

2018年实现销售额122.00亿元，主要销售项目包括上海年华（上海）、都城怡园（昆山）、西郊御府（昆山）、德馨嘉苑（昆山）等。2018年，公司房地产业务确认收入29.88亿元，同比大幅下降59.65%。截至2019年3月底，公司累计已售建筑面积310万平方米，剩余未售建筑面积350万平方米；可售货值842亿元（全口径，非权益占比口径）。

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	2016年	2017年	2018年	19年1-3月
房屋竣工面积	76.43	35.53	65.24	13.26
房屋销售面积	38.97	34.25	49.39	10.61
新增土地储备	83.29	74.75	6.93	0.00
平均销售单价	1.83	2.27	2.48	2.33
实际销售额	71.06	77.78	122.00	24.70

资料来源：公司提供

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

2018年，公司房地产开发投资额（含非并表项目按权益比例的投资额）为59.24亿元同比下降33.97%，主要是受一、二线房地产市场限购限贷政策收紧影响。同期，公司新增土地储备6.93万平方米，2018年购置土地支出大幅下降（2017年为74.75万平方米和），2018年新增土地储备位于常熟城北。截至2018年底储备土地136.53万平方米，其中福州占38%、天津占33%、南平占24%。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。

表6 截至2019年6月底公司房地产在建、拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

	总用地面积	总建筑面积	总投资	已投资	2019年3-4季度投资额	2019年预计投资额	2020年预计投资额
非并表项目	245.87	476.06	333.80	191.85	16.93	23.71	17.79
并表项目	133.10	355.77	445.76	382.05	13.43	21.85	21.91
合计	378.97	831.83	779.56	573.91	30.36	45.56	39.70

资料来源：公司提供

注：表中投资额数据为全口径，非权益口径

截至 2019 年 6 月底，公司在建、拟建房地产项目合计 27 个，主要分布在上海、昆山、重庆、天津和福建等地，其中并表项目 17 个，非并表项目 10 个。截至 2019 年 6 月底，公司在建、拟建房地产项目总建筑面积 831.83 万平方米，总投资额 779.56 亿元（含合作方投资额），已投资 573.91 亿元，尚需投资 205.65 亿元，其中 2019 年 7-12 月需投资 30.36 亿元。公司房地产业务未来投资额较大，存在一定资金压力。

作为厦门市国资委下属企业，公司承担了少量土地开发、代建业务。2018 年公司代建收入 1717 万元，规模很小。截至 2019 年 3 月底，公司在建的代建项目有集美北路、灌口中路一期工程、灌前路道路工程等，合计投资总额达 39.90 亿元，已投资 35.67 亿元。代建中的工程款由业主支付，公司不承担项目的融资职能，仅承担代收代付的工作，因此工程不需要公司垫资，代建成本不计入公司报表，而是按财政基建项目财务管理制度设计专用台帐，定期上报项目业主管管理单位。公司代建工程按工程进度确认收入，并以实际总投资额的 0.4%~3% 收取代建费用，政府按工程进度拨付代建费。代建费用收入记入代建单位的营业收入

整体来看，公司房地产业务土地储备较为充足，业务可持续性良好，但未来投资额较大，存在一定资金压力。

4. 类金融及其他

公司类金融板块经营主体主要为厦门象屿金融控股集团有限公司（截至 2019 年 3 月底，公司的注册资本达到 43.8 亿元，实收资本 28.8 亿元，以下简称“象屿金控”）。

截至 2018 年底，象屿金控资产总额 90.27 亿元，所有者权益 31.94 亿元，2018 年度实现营业收入 4.78 亿元，实现净利润 0.86 亿元，同比大幅下滑（2017 年净利润 2.67 亿元），主要是由于计提股票减值损失 2 亿元。截至 2019 年 3 月底，象屿金控资产总额为 87.95 亿元，所有者权益为 38.21 亿元，2019 年 1-3 月象屿金控

实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 65.58%，实现净利润 1.04 亿元，同比增长 82.97%。金控业务收入主要来自产业金融（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等平台体现）收入、消费金融（主要是以小贷公司及二手车融资租赁）收入、资产管理（主要是不良资产包处置）收入及传统类业务等。其中，2018 年象屿资产实现营业收入 3.30 亿元，实现净利润 2.14 亿元；象屿担保实现收入 545.22 万元，净利润 329.67 万元；小额贷款公司收入 7423.85 万元，净利润 3426.97 万元。

象屿金控根据自身规划，经营定位主要为产融类业务（含委贷、保理等）、资产管理业务、消费金融业务等，其中产融业务客户对象主要为集团内部产业相关的上下游企业；截至 2019 年 5 月底，产融结合类委托贷款业务借款余额 15.25 亿元，其中已逾期本金金额 4.89 亿元；产融结合类保理业务借款余额 13.18 亿元，其中已逾期本金金额 1.29 亿元；产融结合类基金余额、资管余额及融资租赁余额分别为 3.17 亿元、6.98 亿元和 1.60 亿元，未出现逾期。公司资产管理业务余额 1.52 亿元，未出现逾期。消费金融业务（主要是小贷和二手车业务）余额 8.12 亿元，其中小贷业务逾期本金为 930.40 万元。前期投入的非产融类委托贷款合计借款余额 9.74 亿元，其中已逾期本金金额 7.65 亿元。截至 2018 年底，象屿担保对外提供担保余额 8.77 亿元，未出现代偿情形；2018 年无新增代偿情况。

截至 2019 年 5 月底，象屿金控以上业务逾期本金合计 13.92 亿元，存在一定资金回收风险。截至本报告出具日，逾期委托贷款和应收保理款均附有足额抵押物，且象屿金控正通过法律诉讼、处置抵押物等手段进行追偿，2018 年象屿金控对逾期部分按照相关会计准则提取减值准备 109.76 万元；2018 年，象屿金控共计提减值准备 1292.76 万元，截至 2018 年底累计计提减值准备 2028.04 万元。

同时，象屿金控也涉及二级市场定增和对

外投资，主要投资对象对科华恒盛及厦门农村商业银行股份有限公司此外，象屿集团本部目前持有兴业证券股份有限公司等公司的上市流通股股票。2018 年公司合计获得股票现金分红 3125 万元(上年分红 4358.02 万元)。截至 2019 年 3 月底，公司主要股权投资明细如下表。

总体来看，象屿金控业务规模大，存在一定业务风险，跟踪期内，部分委托贷款及小贷业务已出现逾期，考虑到委托贷款逾期款项附有足额抵押物，整体资金回收风险可控，联合资信将持续关注公司逾期部分贷款后期追偿及资金回收情况。

表 7 截至 2019 年 3 月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	苏州象屿地产有限公司	50.00	132790.27
	厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	88471.69
	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	76020.50
	厦门汇堃投资合伙企业(有限合伙)	42.52	70000.00
	Crystal Idea Management Limited	50.00	69347.31
可供出售金融资产	三友化工	2252.25	17364.86
	国都证券	3858.21	7330.59
	兴业证券	9429.20	69587.50
	科华恒盛	807.04	15340.35
	怡亚通	2.00	11.40

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数分别为 49.06 次、2.33 次和 6.83 次。总体看，公司经营效率较高。

6. 未来发展

公司未来发展战略定位是以供应链平台、自贸区平台、城市服务配套平台三大平台整合发展为根基，以金融服务链和创业服务链两大链条服务为牵引，以金融升维、市值管理升维、互联网+升维、国际化升维四大升维为导向，形成服务于城市发展、区域升级和产业运营的综合能力，打造现代服务业投资控股集团。

截至 2019 年 3 月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要有镍钴冶炼工厂项目、绥化深加工项目、厦门大嶝对台小额商品交易市场及象道货场建设项目等，项目总投资 241.79 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 127.67 亿元，2019 年 4-12 月计划投资 65.15 亿元。

绥化深加工项目位于黑龙江省绥化市北林

区张维工业园区，项目建设总投资 38.06 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 36.12 亿元，截至本报告出具日，项目尚在前期试车阶段，预计 2019 年 10 月投运。项目投产后，公司将新增玉米深加工产能 150 万吨；可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 28.40 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/年；以热电联产和污水综合利用为核心的节能环保中心；最终形成以现代化生物技术为核心的氨基酸产业集群。项目建成后预计正常年销售收入逾 30 亿元，预计年均利润超过 4 亿元，静态投资回收期约 8.58 年(含建设期)。

镍钴冶炼工厂项目系公司响应国家“一带一路”战略，为拓展海外市场，在印度尼西亚合作投资建设的年产 250 万吨 300 系不锈钢一体化冶炼项目，预计建成后可以利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢

的冶炼生产，成品供应全球市场。项目总投资140.49亿元（含铺底流动资金的项目总投资，其中70%以贷款投资，30%以自有资金投资），项目公司系PT Obsidian Stainless Steel，由公司持股51%，江苏德龙镍业有限公司持股49%，由公司纳入合并范围，注册资本等值人民币40亿元。项目于2017年9月开工，建设周期为2年，目前已完成项目所需用地征收工作，疏港道、炼钢东区钢结构主厂区已基本安装完成，主要设备安装、码头基建等各项基础工作均已开展，国内审批手续已完成，专项用于该项目建设的海外债5亿美元已发行且资金到位，项目银团贷款正在积极推动当地政府相关审批。根据公司提供的可行性研究报告，项目达产将形成年平均营业收入逾200亿元，年净利润超过20亿元。项目投资内部收益率接近20%，投资回收期6.49年（含建设期2年）。截至2019年3月底，项目已投资63.57亿元，项目预计2019年10月前部分投产，2020上半年全面投

产。

巩义象道货场建设项目由巩义市象道物流有限公司负责建设，项目总投资4.01亿元，截至2019年3月底已投资2.31亿元，其中自有土地133亩正用于铁路专用线施工建设中，未来将拥有两条专用线及十万平方仓库，预计于2019年8月底完工并投入使用。

安阳象道货场建设项目总投资8.07亿元，截至2019年3月底，已投资3.48亿元，安阳象道国际物流园铁路专用线工程将建成自有铁路专用线6条。

息烽象道货场建设项目由息烽象道物流有限公司负责建设，将自有的200亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，项目总投资4.52亿元，截至2019年3月底已投资2.55亿元，未来将拥有自有铁路专用线三条以及8万平方米左右仓库。

公司在建项目未来投资规模较大。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，公司未来存在较大资金压力。

表8 截至2019年3月底公司主要在建工程情况（不含房地产项目）（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至2019年3月底投资进度	截至2019年3月底已投资	2019年4-12月计划投资	2020年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	35.19	28.94%	10.19	0.20	--
中心渔港冷库	1.10	83.57%	0.92	0.18	--
镍钴冶炼工厂项目	140.49	45.25%	63.57	52.76	24.16
绥化深加工项目	38.06	94.90%	36.12	1.94	--
江苏大丰铁矿石加工项目	3.60	81.00%	2.91	0.68	--
富锦金谷铁路发放系统项目	5.16	86.58%	4.47	0.69	--
绥化象屿金谷30万吨罩棚项目	1.59	73.58%	1.17	0.42	--
巩义象道货场建设项目	4.01	57.59%	2.31	1.70	--
安阳象道货场建设项目	8.07	43.06%	3.48	4.60	--
息烽象道货场建设项目	4.52	56.31%	2.55	1.98	--
合计	241.79	--	127.67	65.15	24.16

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

十、财务分析

公司提供了2018年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了

审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年一季度财务报表未经审计。

2018年公司合并范围较上年减少4家，其中注销子公司2家，因股权变更不再纳入合并范围

子公司3家，新纳入合并范围子公司1家。2019年一季度公司合并范围因内部公司股权变更较2018年减少6家。截至2019年3月底，公司纳入合并范围的二级子公司共18家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为1159.74亿元，所有者权益为358.66亿元（含少数股东权益195.59亿元）；2018年，公司实现营业收入2414.61亿元，利润总额30.15亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为1281.07亿元，所有者权益为365.42亿元（含少数股东权益193.63亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入567.96亿元，利润总额9.83亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为1159.74亿元，同比增长26.47%。截至2018年底，公司流动资产占66.35%，非流动资产占33.65%，非流动资产占比较年初有所上升，公司资产仍以流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产769.43亿元，同比增长15.94%，主要系存货、货币资金和应收票据及应收账款增加所致；流动资产主要由货币资金（占18.49%）、应收票据及应收账款（占8.79%）、预付款项（占9.06%）、存货（占47.86%）、其他应收款（占5.30%）和其他流动资产（占8.35%）等构成。

截至2018年底，公司货币资金142.24亿元，较年初大幅增长56.16%，主要系近年来经济环境不确定性加大，公司为未来到期融资和经营需要提前筹备资金所致；截至2018年底，公司受限资金23.59亿元，占货币资金的16.59%，主要包括定期存款和各类保证金等，受限程度一般。

截至2018年底，公司应收票据19.55亿元，同比大幅增长，主要系随着供应链业务规模扩张银行承兑汇票增加所致。截至2018年底，公司应收账款48.11亿元，同比增长96.91%，主要系公司采用赊销和信用证结算的业务增加所

致；公司一年以内的应收账款账面余额的占比为89.02%，账龄较短；累计计提坏账准备3.67亿元，计提比例7.09%；公司应收账款前五名客户（均为非关联方）应收款项合计占应收账款余额的32.53%，集中度尚可。

截至2018年底，公司预付款项69.71亿元，同比减少16.61%，主要系年底控制业务增速减少商品采购所致。

公司其他应收款主要包括对房地产项目合作股东的利润预付、对合资公司合作项目运营款的支付及预付拍地保证金等。截至2018年底，公司其他应收款40.58亿元，同比下降5.71%，主要系支付合资公司合作项目运营款减少所致；其中，账龄1年以内的占45.00%，1~2年的占27.06%，2~3年的占8.73%，3年以上的占19.53%，存在部分账龄较长的款项；公司累计计提坏账准备5.63亿元，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50.71%，集中度较高，主要为关联往来款和子公司少数股东往来款。

表9 截至2018年底其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	性质或内容
单位一	5.93	14.61	关联往来款
单位二	5.49	13.52	关联往来款
单位三	3.33	8.20	关联往来款
单位四	2.97	7.32	子公司少数股东往来
单位五	2.87	7.06	关联往来款
合计	20.58	50.71	--

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司存货为368.27亿元，同比增长17.49%，主要系存货储备及房地产业务土地储备增加所致；公司累计计提存货跌价准备3.94亿元，整体计提比例为1.06%，主要针对库存商品计提，近年来大宗商品价格波动性较大，公司面临一定的存货跌价风险；公司存货账面价值主要由开发成本（占47.50%）和库存商品（占38.66%）等构成。

截至2018年底，公司其他流动资产64.22

亿元，同比下降 34.79%，主要系委托贷款和贷款业务余额减少所致；公司其他流动资产主要由理财产品（占 28.16%）、预缴及待抵扣、待认证、期末留抵税费（占 27.46%）、被套期项目（占 27.46%）和贷款及委托贷款（占 24.97%）等构成。

截至 2018 年底，公司非流动资产 390.31 亿元，同比增长 54.06%，主要系公司布局制造业行业增加非流动资产所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.83%）、长期股权投资（占 16.84%）、投资性房地产（占 6.66%）、固定资产（占 30.66%）、在建工程（占 17.61%）、无形资产（占 6.14%）和其他非流动资产（占 12.12%）等构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 22.75 亿元，同比减少 33.88%；其中，按公允价值计量的占 89.47%，包括兴业证券 4.38 亿元、科华恒盛 1.51 亿元、三友化工 1.29 亿元等，按成本计量的占 18.32%，包括厦门国际物流港有限责任公司、中南成长（天津市）股权投资基金合伙企业（有限合伙）等；公司投资标的较为分散，按成本计量的可供出售权益工具累计计提减值准备 60.00 万元；按公允价值计量的可供出售权益工具累计计提减值 2.22 亿元。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 65.74 亿元，同比增长 38.41%，主要系房地产子公司收到外部股东增资导致公司失去控制权调整为权益法核算增加 13.01 亿元所致。2018 年，公司对长期股权投资权益法下确认的投资收益 4.56 亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 26.01 亿元，同比增长 12.65%，主要系公司自行建造的投资性房地产增加所致。公司投资性房地产采用成本模式计量，具有一定升值空间。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 119.66 亿元，同比增长 45.62%，主要系新设或新纳入合并的公司新增固定资产以及子公司在建工程转固定资产所致；公司累计计提折旧 16.12 亿元，固定资产成新率为 88.06%，成新

率较高；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 45.53%）、构筑物及其他设施（占 24.65%）和机器设备（占 25.60%）等构成。

截至 2018 年底，公司在建工程 68.73 亿元，同比增加 53.51 亿元，主要系收购象道物流股权并纳入合并，增加象道物流的在建工程，以及在建镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施、绥化生化 150 万吨玉米深加工项目投入增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 23.98 亿元，同比增长 39.03%，主要系收购象道物流股权并纳入合并，新增象道物流的无形资产所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 47.31 亿元，同比增长 104.62%，主要系预付房屋、设备款增加所致；其他非流动资产主要包括预付工程款、一年期以上贷款和委托贷款³、土地出让金、预付投资款、预付设备款等。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 1281.07 亿元，较 2018 年底增长 10.46%；流动资产占比为 67.01%，较 2018 年底变化不大。货币资金下降至 117.65 亿元，主要系应收账款、预付款项、存货等经营性占款增加所致，随着公司供应链业务规模扩张，上述三项分别增长至 65.47 亿元、114.47 亿元和 421.57 亿元；其他科目变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司因用于抵押而所有权或使用权受到限制的资产 193.82 亿元，包括各类土地使用权、在建工程和固定资产等，受限货币资金 40.03 亿元，两项合计占资产总额的 18.25%；用于质押的资产包括本部所持象屿股份股权价值合计 5.29 亿元，下属子公司所持象道物流股权和银行承兑汇票、各类理财产品合计 7.68 亿元。整体来看，公司资产受限比例较低。

跟踪期内，随着业务规模扩大及象道物流的并表，公司资产总额快速增长，构成仍以流动资产为主，存货和预付款项占比大，对公司

³ 2018 年象屿金控计入其他流动资产和非流动资产贷款业务合计计提减值准备 1292.76 万元。

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；考虑到象屿金控委托贷款逾期规模大，存在一定资金回收和减值风险。公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 358.66 亿元（其中少数股东权益 195.59 亿元），同比增长 27.70%，主要系公司其他权益类工具规模扩大及下属公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。其中，归属于母公司所有者权益占 45.47%，少数股东权益占 54.53%，少数股东权益占比较高。归属于母公司所有者权益 163.07 亿元，同比增长 42.02%，主要系新发行永续债券 15.00 亿元所致；构成上，实收资本占 10.28%，其他权益工具占 57.03%，资本公积占 8.80%，未分配利润占 24.01%。2018 年，公司吸收股东增资，实收资本增加 1.00 亿元至 16.76 亿元；其他综合收益为-1.89 亿元，同比大幅减少，主要系当期可供出售金融资产的发生公允价值变动-12.53 亿元扣减所得税费用后计入所致；少数股东权益为 195.59 亿元，同比增长 17.79%，主要为成立合资公司的少数股东所有者投入资本增加所致；未分配利润保持稳定增长，截至 2018 年底为 39.15 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 365.42 亿元（含少数股东权益 193.63 亿元），较上年底增长 1.89%，主要科目变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益增长主要来自发行永续中期票据及少数股东权益增加，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 801.09 亿元，同比增长 25.93%，流动负债与非流动负债均有较大增长；构成上，流动负债占 68.96%，非流动负债占 31.04%，流动负债占比同比减少 7.65 个百分点，构成仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 552.46

亿元，同比增长 13.35%，主要系应付票据、预收款项及其他应付款增加所致；流动负债主要由短期借款（占 34.67%）、应付票据及应付账款（占 23.51%）、预收款项（占 20.66%）和其他应付款（占 8.70%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 191.54 亿元，同比下降 20.09%，主要系公司调整债务结构所致；其中，信用借款占 40.46%，保证借款占 46.76%，贸易融资借款占 12.10%。

截至 2018 年底，公司应付票据 64.92 亿元，同比增长 97.25%，主要为银行承兑汇票（64.91 亿元）。应付账款同比增长 14.93%至 64.94 亿元，其中账龄一年以内的应收账款占 94.68%，整体账龄短。

截至 2018 年底，公司预收款项 114.12 亿元，同比增长 50.31%，主要系预收客户货款和保证金增加所致。公司预收款项主要由预收房款和预收货款保证金构成；其中账龄一年以内的预收款项占 88.13%，整体账龄短。截至 2018 年底，预收款项中预收房款和预收货款分别为 66.09 亿元和 47.16 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应付款 48.07 亿元，同比增长 34.53%，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；其他应付款主要包括公司与其他企业之间的往来款，押金及保证金等；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 54.27%，集中度高。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 21.29 亿元，同比大幅增长，主要为当期发行的应付短期债券。

截至 2018 年底，公司非流动负债 248.62 亿元，同比大幅增长 67.15%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 47.84%）和应付债券（占 46.95%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 118.95 亿元，同比增长 38.34%，主要系公司针对中长线项目资金投入增加中长期贷款比重所致；构成

上主要包括质押借款 4.15 亿元、抵押借款 14.29 亿元、保证借款 30.18 亿元、信用借款 30.42 亿元和抵押加保证借款 56.30 亿元等。

截至 2018 年底，公司应付债券 116.72 亿元，同比增长 134.08%，主要系发行公司债券及美元海外债所致；公司应付债券的期限结构集中程度尚可，集中偿付压力一般。

截至 2018 年底，公司全部债务 537.03 亿元，同比增长 23.99%。近三年公司债务构成中短期债务占比稳定下降，截至 2018 年底短期债务占 56.12%，长期债务占 43.88%，债务构成趋于均衡。债务指标方面，截至 2018 年底分别为 69.07%、59.96% 和 39.65%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 915.65 亿元，较 2018 年底增长 14.30%，主要来自短期借款、预收款项和长期借款的增长，期末金额分别为 283.46 亿元、131.68 亿元和 143.41 亿元，主要系公司供应链板块业务规模扩大以及地产板块预收房款增加等因素作用所致。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 650.69 亿元，较年初增长 21.16%，其中短期债务占 60.11%，占比较年初略有增长。截至 2019 年 3 月底，由于债务规模的增长，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增长至 71.48%、64.04% 和 41.53%。若将计入权益的其他权益工具 93.00 亿元调入长期负债，则公司全部债务合计 743.69 亿元，上述三项指标分别为 78.73%、73.19% 和 56.41%，债务负担很重。

跟踪期内，随着公司物流供应链业务延续扩张以及房地产业务在建工程持续投入投资的加大，公司债务规模持续增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担很重，短期偿债压力大。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司供应链业务的拓展，营业收入规模持续增长，2018 年，公司实现营业收入 2414.61 亿元，同比增长 12.79%。同期，公司营业成本保持快速增长。2018 年，公司营业利

润率为 3.37%。

2018 年，公司期间费用为 66.86 亿元，同比增长 29.25%，主要系销售费用和财务费用增加所致；其中，销售费用（占 55.53%）同比增长 22.27%，主要系业务规模扩大、销售运营费用增加所致；管理费用（占 14.41%）同比增长 34.98%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用（占 29.72%）同比增长 41.35%，主要系债务规模扩大、利息支出增加所致。2018 年，期间费用占营业收入的比重为 2.77%，较上年小幅增长，费用控制能力较强。

2018 年，公司资产减值损失为 7.18 亿元，损失规模同比增长，主要来自坏账损失 1.64 亿元、存货跌价损失 3.12 亿元和可供出售金融资产减值损失 2.23 亿元。公司公允价值变动收益波动较大，2018 年为 -0.56 亿元，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债发生的价值变动大致相当（分别为 -1.57 亿元和 1.68 亿元），套期工具和被套期项目公允价值变动合计 -0.67 亿元。

公司投资收益主要来自参股企业的分红、出售股票、持有公司股权收益以及套期工具取得的收益等。2018 年，公司实现投资收益 20.00 亿元，主要来自处置长期股权投资产生的投资收益 4.26 亿元、丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得 4.23 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 4.56 亿元和理财收益 1.98 亿元等。2018 年，公司其他收益 1.86 亿元，主要为与收益相关的政府补助。2018 年，公司利润总额 30.15 亿元；从盈利指标看，公司总资产收益率和净资产收益率均保持稳定增长，2018 年分别为 4.67% 和 6.99%。当期，非经常性损益（公允价值变动收益+投资收益+其他收益+营业外收入）合计 22.97 亿元，占利润总额的 76.18%，公司利润总额对非经常性损益依赖高。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 567.96 亿元，同比增长 18.25%，营业利润率为 3.77%，同比变动不大；公司实现投资收益 6.92 亿元，较上年同期（0.65 亿元）大幅增长，主要构成

是出售地产项目股权收益 5.30 亿，套期保值投资收益 5000 万。受益于投资收益的大幅增长，当期公司实现利润总额 9.83 亿元，同比增长 133.58%。

跟踪期内，随着公司供应链业务的快速拓展，公司收入规模持续提升，期间费用增长明显，对利润形成侵蚀，公司所持期货合约和贵金属合约易受大宗商品市场价格波动影响，公允价值变动收益和投资收益波动较大，利润总额对非经常性损益依赖程度高。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 2851.20 亿元，同比增长 11.97%，主要系供应链业务优化结算方式及粮食业务加速资金回笼所致；同期，经营活动现金流出 2815.99 亿元，同比增长 8.19%，主要系业务规模扩大所致。从收入实现能力看，2018 年公司现金收入比为 113.07%，公司收入实现质量较好。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，2018 年分别为 118.92 亿元和 120.09 亿元，其中 2018 年收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增长，主要为象屿地产和象屿金控的发生额，象屿金控发生额主要是保理、贷款、委贷、资产包、融资租赁业务回款。2018 年，公司经营活动产生的现金流净额 35.20 亿元，于 2018 年转为净流入主要由于供应链业务优化结算方式，较多使用票据支付货款和粮食业务加速资金回笼所致。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 195.37 亿元，同比增长 34.74%，主要系收回投资收到的现金增加所致。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、理财支出等，2018 年投资活动现金流出 282.53 亿元，同比增长 52.44%，主要系当期增加在建工程及设备投资所致。2018 年，投资活动现金流量净额分别为-87.16 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 691.73 亿元，同比变化不大，主要为取得借款收到的现金 582.21 亿元和吸收投资收到的现金 106.31 亿元，其中吸收投资收到的现金主要来源于地产及象屿股份成立合资公司的少数股东投资收到的现金；筹资活动现金流出为 597.69 亿元，主要为偿还债务所支付现金。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 94.04 亿元，同比下降 30.45%，但仍保持较大规模。

2019 年 1-3 月，由于公司应收账款、预付款项等经营性占款增长以及备货增加，经营活动产生的现金净额为-105.25 亿元，净流出规模较上年同期（-45.20 亿元）进一步扩大；投资支付的现金大幅增长至 65.90 亿元，规模很大，主要是公司增加对在建项目的资金投入、同时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，投资活动产生的现金净流出随之增长至 42.89 亿元；筹资活动方面，当期以借款为主的现金流入规模较大，筹资活动现金流量净额为 107.76 亿元。

跟踪期内，受结算方式及回款周期影响公司资金回款有所改善，但经营活动现金流波动仍较大。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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率均同比小幅上升，截至 2018 年底分别为 139.27% 和 72.61%。截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 133.34% 和 67.86%。考虑到公司流动资产中存货及预付款项规模较大，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，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，2018 年，公司 EBITDA 为 54.57 亿元，EBITDA 利息倍数小幅下降，为 2.34 倍；全部债务/EBITDA 倍数有所下降，为 9.84 倍。总体看，公司长期偿债能力

一般。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各商业银行累计授信总额 1351.06 亿元，已使用额度 763.03 亿元，未使用额度 588.03 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 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 44.16 亿元，公司子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 7.37 亿元，下属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 23.20 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 12.46 亿元，对社会公益项目（被担保方为厦门市慈善总会）的银行融资提供担保 1.14 亿元。

未决诉讼方面，截至 2019 年 3 月底，公司涉及重大未决诉讼⁴标的金额合计 12.60 亿元，占 2019 年 3 月底净资产的 3.45%，涉诉金额较大。上述诉讼金额中象屿股份诉讼金额 6.00 亿元，象屿金控委托贷款及小贷逾期部分涉诉金额 6.60 亿元。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 301.17 亿元，流动资产占 49.03%，非流动资产占 50.97%；流动资产主要由货币资金和其他应收构成，分别为 11.53 亿元和 135.91 亿元（合并层面其他应收款及应收利息合计为 40.80 亿元。其他应收款以关联交易形成的往来款、员工备用金等为主（135.45 亿元），其中期末余额前五大全部为合并范围内关联方往来款 99.39 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 15.81 亿元和 123.53 亿元（其中对子公司投资 117.71 亿元）。截至 2018 年底，母公司负债合计 184.28 亿元，流动负债占 51.45%，非流动负债占 48.55%；流动负债中短期借款、其他应付款和其他流动负债规模较大，分别为 64.00 亿元、7.29 亿元和 21.13 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为

主，分别为 19.54 亿元和 69.87 亿元。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 61.19%，有息债务规模 175.99 亿元，其中短期债务 86.58 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司实现营业收入 0.33 亿元，产生投资收益 5.88 亿元（其中对联营企业和合营企业确认投资收益 2.20 亿元），利润总额 3.47 亿元。母公司融资成本较高，财务费用合计 1.50 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，2018 年经营活动实现现金净流入 2.16 亿元；投资支付的现金规模大幅增长至 322.00 亿元，当期投资活动产生的现金净流出 63.63 亿元；筹资活动现金净流入 65.52 亿元。截至 2018 年底母公司期末现金及现金等价物余额 11.53 亿元。

总体看，公司本部货币资金规模较小，资产构成以其他应收款为主，资产质量一般；盈利能力弱，利润对投资收益依赖大；有息债务规模大，债务负担重，债务构成较为均衡；用于产业链上下游延伸布局的对外投资规模大，公司本部有一定资金压力。

7. 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 2019 年 6 月 27 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。公司对外担保业务中被担保业务余额存在 2000.00 万元关注类，根据公司提供说明，主要是由于公司下属类金融板块子公司与厦门农村商业银行股份有限公司（以下简称“厦门农商行”）为关联方，其向厦门农商行的借款被列为关注类所致。公司过往债务履约情况良好。

⁴ 重大诉讼标准为诉讼金额人民币 4000 万以上。

8. 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。

用等级为AAA，评级展望为稳定。

十一、存续期内债券偿债能力

截至本报告出具日，公司存续期债券余额合计 159.00 亿元，一年内到期债券余额 12.50 亿元。

截至2018年底，公司剔除受限后现金类资产138.77亿元，为一年内到期债券余额的11.10倍；2018年，公司经营活动现金流入量2851.20亿元，为公司存续期债券余额的17.93倍，公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强；公司EBITDA为54.57亿元，是存续期债券余额的0.34倍，公司EBITDA对债券余额的保障能力尚可。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年
一年内到期债券余额	12.50
现金类资产/一年内到期债券余额	11.10
经营活动现金流入量/应付债券余额	17.93
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.22
EBITDA/应付债券余额	0.34

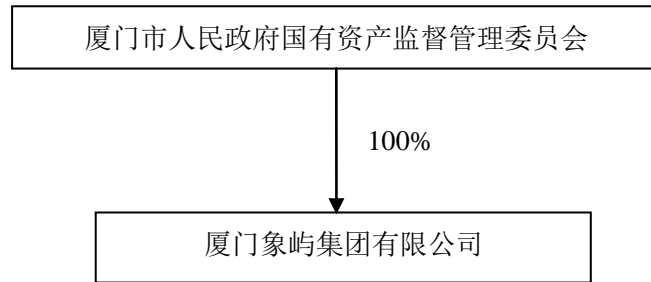
资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，公司现金类资产较为充足；经营活动现金流入量对存续期债券余额的保障能力强。

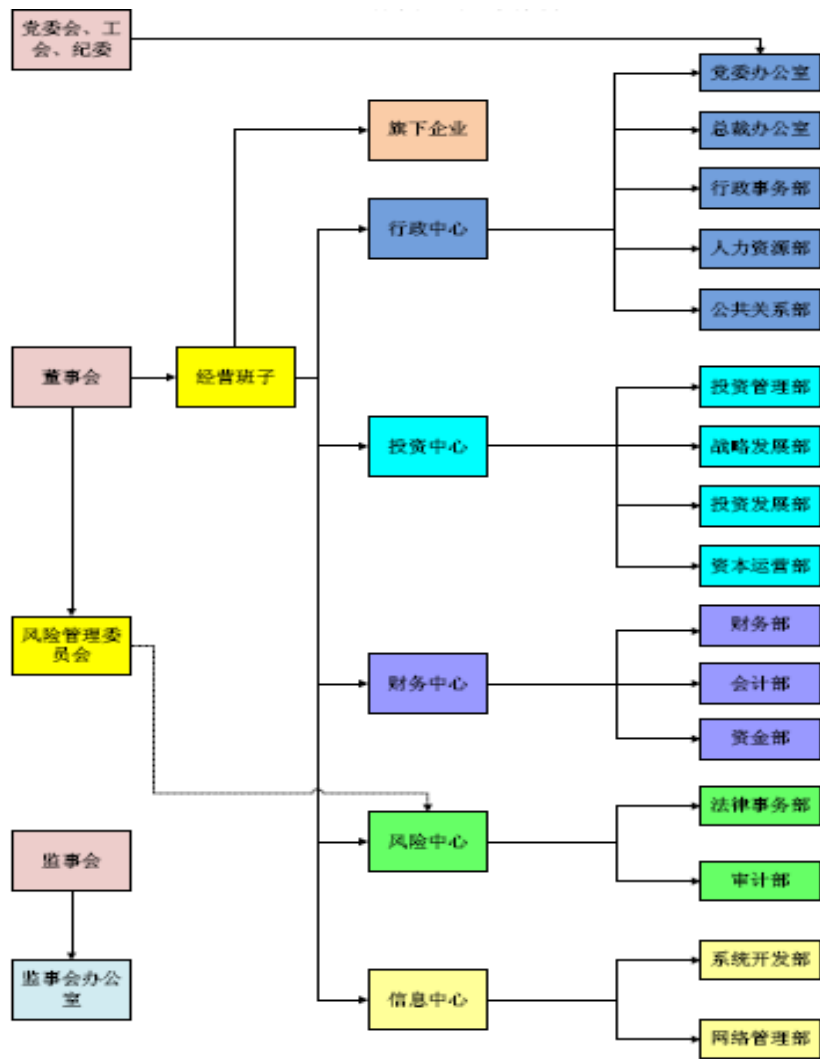
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“15象屿MTN001”“16象屿MTN001”“17象屿MTN001”“17象屿MTN002”“17象屿MTN003”“17象屿MTN004”“18象屿MTN001”和“18象屿MTN002”的信

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



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	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.88	83.52	138.77	146.12
资产总额(亿元)	729.64	916.99	1159.74	1281.07
所有者权益(亿元)	226.24	280.87	358.66	365.42
短期债务(亿元)	251.36	297.27	301.36	391.15
长期债务(亿元)	65.78	135.85	235.68	259.54
全部债务(亿元)	317.14	433.12	537.03	650.69
营业收入(亿元)	1239.38	2140.89	2414.61	567.96
利润总额(亿元)	17.08	24.30	30.15	9.83
EBITDA(亿元)	29.66	44.17	54.57	--
经营性净现金流(亿元)	-19.37	-56.48	35.20	-105.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	45.89	72.51	49.06	--
存货周转次数	5.10	6.78	6.83	--
总资产周转次数	2.04	2.60	2.33	--
现金收入比(%)	115.70	115.32	113.07	112.66
营业利润率(%)	4.65	3.27	3.37	3.77
总资本收益率(%)	4.09	4.49	4.67	--
净资产收益率(%)	5.81	6.47	6.99	--
长期债务资本化比率(%)	22.53	32.60	39.65	41.53
全部债务资本化比率(%)	58.36	60.66	59.96	64.04
资产负债率(%)	68.99	69.37	69.07	71.48
流动比率(%)	122.72	136.17	139.27	133.34
速动比率(%)	53.49	71.85	72.61	67.86
经营现金流流动负债比(%)	-4.55	-11.59	6.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.39	2.57	2.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.69	9.81	9.84	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计; 现金类资产中已剔除受限货币资金; 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务; 2016-2019 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 29.82 亿元、45.00 亿元、93.00 亿元和 93.00 亿元; 全部债务与长短期债务加总数有细微差异, 系小数末位四舍五入所致

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)
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 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 4-3 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