

# 信用等级公告

联合〔2020〕1678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 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  
二〇二〇年六月二十二日



## 厦门象屿集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
厦门象屿集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
*15 象屿 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
*16 象屿 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 象屿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
*17 象屿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
17 象屿 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
*18 象屿 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 象屿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*15 象屿 MTN001	10 亿元	10 亿元	2020/9/8
*16 象屿 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/3/8
17 象屿 MTN002	7.5 亿元	7.5 亿元	2022/7/17
*17 象屿 MTN003	15 亿元	15 亿元	2022/9/12
17 象屿 MTN004	5 亿元	5 亿元	2022/10/24
*18 象屿 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/4/17
18 象屿 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021/8/9

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。

评级时间：2020 年 6 月 22 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市国有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、综合物流服务能力等方面的既有优势。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）在多年的供应链管理与服务过程中积累了遍布全国的成熟稳定的业务渠道，跟踪期内，象屿股份不断完善铁路物流网点布局，逐步形成了集货运代理、堆场、运输、仓储、物流园区等业务为一体的综合物流平台，并依托其专业化的供应链服务团队、完善的综合物流资源和成熟的风险控制体系，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，深耕产业链服务，核心产品业务量持续提升，带动收入规模的增长和盈利质量的提升；房地产业务当期收入结转情况良好，综合作用下公司业务规模和盈利能力持续提升。同时，联合资信也关注到供应链物流业务毛利率水平偏低、易受大宗商品市场价格波动影响，供应链物流业务规模拓展以及在建项目的投资快速推升有息债务规模，债务负担重、短期偿债压力大，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。

跟踪期内，公司响应国家“一带一路”战略建设的 250 万吨印尼不锈钢一体化冶炼项目项目已部分投产，并由象屿股份为其提供采购销售服务；农产品深加工项目已陆续建成投产，成为新的收入和利润增长点。未来随着项目建设推进和产能的充分释放，以及在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局和物流资源的不断整合完善，公司综合竞争力有望持续提升。

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。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
		现金流量	现金流量	2
			资本结构	2
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级,各级因子评价划分为6档,1档最好,6档最差;财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级,各级因子评价划分为7档,1档最好,7档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 郭察理 王晴

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

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。

优势

1. **所属区域战略地位突出,外部发展环境良好。**公司是以供应链物流为主业,多元化经营房地产、类金融业务的厦门市大型国有独资企业之一。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. **象屿股份物流体系完善,支撑主业供应链物流收入规模和盈利能力不断提升。**跟踪期内,子公司象屿股份基于较为完善的物流服务体系,围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类,核心产品业务量持续提升,带动供应链物流收入规模的快速增长。
3. **房地产业务收入结转情况良好。**跟踪期内,公司房地产业务收入结转情况良好,且土地储备较为充足,未来业务可持续性良好。
4. **重点项目顺利投产,产能充分释放后有望成为新的收入和利润增长点。**公司在东北地区布局的玉米深加工项目以及响应国家“一带一路”战略建设的印尼镍钴冶炼工厂项目已部分投产,未来随着产能充分释放,有望成为公司新的收入及利润增长点。
5. **公司现金类资产较充裕,直接及间接融资渠道畅通,经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力强。**

关注

1. **全球经济复苏存在不确定性,外贸环境日趋复杂,综合作用下中国进出口增速放缓,2020年新冠疫情爆发对中国经济形势短期有一定冲击。**2020年初,全球爆发新型冠状病毒肺炎疫情,供应链行业在疫情期间面临国内物流部分中断,海外需求下降,安全和维护成本上升等影响,可能对公司业务造成不利影响。
2. **跟踪期内,公司债务规模持续增长,整体债务负担重。**随着物流资源布局、粮食深加工及海外项目投资,公

司债务规模持续增长，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. **存货、预付款项和其他应收款形成一定资金占用，经营活动现金流量净额波动大。**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. **投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。**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，公司以投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。
5. **对外担保和未决诉讼规模大，存在或有负债风险；子公司委贷逾期部分存在资金回收风险。**截至2020年3月底，公司合并口径对外担保余额为45.47亿元（其中融资担保余额17.89亿元），涉及重大未决诉讼标的金额合计27.20亿元，存在一定或有负债风险。子公司厦门象屿金象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。
6. **母公司偿债压力大。**母公司作为控股型集团企业自身收入规模很小，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展；母公司货币资金余额偏低，整体债务负担重，对再融资依赖程度高。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	81.37	138.21	133.15	134.50
资产总额(亿元)	916.99	1159.74	1393.67	1590.00
所有者权益(亿元)	280.87	358.66	435.55	441.97
短期债务(亿元)	297.27	301.36	344.16	542.05
长期债务(亿元)	135.85	235.68	247.71	271.39
全部债务(亿元)	433.12	537.03	591.88	813.43
营业收入(亿元)	2140.89	2414.61	2841.82	680.95
利润总额(亿元)	24.30	30.15	34.66	5.12
EBITDA(亿元)	44.17	54.57	64.55	--
经营性净现金流(亿元)	-56.48	35.20	33.52	-181.15
营业利润率(%)	3.27	3.37	3.87	2.16
净资产收益率(%)	6.47	6.99	5.95	--
资产负债率(%)	69.37	69.07	68.75	72.20
全部债务资本化比率(%)	60.66	59.96	57.61	64.79
流动比率(%)	136.17	139.27	127.15	124.18
经营现金流动负债比(%)	-11.59	6.37	4.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.34	2.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.81	9.84	9.17	--

公司本部(母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	235.14	301.17	290.96	345.86
所有者权益(亿元)	78.08	116.89	136.07	152.54
全部债务(亿元)	145.01	154.86	123.51	146.92
营业收入(亿元)	0.27	0.33	0.30	0.42
利润总额(亿元)	0.75	3.47	0.76	-0.13
资产负债率(%)	66.79	61.19	53.23	55.90
全部债务资本化比率(%)	65.00	56.99	47.58	49.06
流动比率(%)	110.56	155.76	143.78	160.29
经营现金流动负债比(%)	-1.57	2.27	-0.38	--

注: 2020 年一季度财务数据未经审计; 合并口径现金类资产中已剔除受限货币资金; 合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务, 长期应付款中的有息债务已计入长期债务和全部债务; 2017-2020 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 45.00 亿元、93.00 亿元、116.90 亿元和 132.90 亿元

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 象屿 MTN001/16 象屿 MTN001/17 象屿 MTN002/17 象屿 MTN003/17 象屿 MTN004/18 象屿 MTN001/18 象屿 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/7/12	刘嘉敏 郭察理	贸易行业企业信用评级方法（2018年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016年）	<a href="#">阅读全文</a>
18 象屿 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/8/3	刘嘉敏 郭察理 刘伟炬	贸易行业企业主体信用评级方法（2017年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	<a href="#">阅读全文</a>
18 象屿 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/1/12	刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远	贸易行业企业主体信用评级方法（2017年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	<a href="#">阅读全文</a>
17 象屿 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/9/4	刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远	贸易行业企业信用分析要点（2013年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	<a href="#">阅读全文</a>
17 象屿 MTN004	AAA	AAA	稳定	2017/8/30	刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远	贸易行业企业信用分析要点（2013年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	<a href="#">阅读全文</a>
17 象屿 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/6/29	刘嘉敏 郭察理 徐璨 谭心远	贸易行业企业信用分析要点（2013年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	<a href="#">阅读全文</a>
15 象 屿 MTN001/16 象屿 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/7/5	景雪 刘嘉敏	贸易行业企业信用分析要点（2013年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	<a href="#">阅读全文</a>
16 象屿 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015/11/23	景雪 刘嘉敏	贸易行业企业信用分析要点（2013年）	<a href="#">阅读全文</a>
15 象屿 MTN001	AA+	AA+	稳定	2015/5/15	景雪 周一鹤	贸易行业企业信用分析要点（2013年）	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 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,符合真实性、准确性、完整性要求。

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2020年跟踪评级报告

### 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(以下简称“联合资信”)关于厦门象屿集团有限公司(以下简称“象屿集团”或“公司”)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。自成立以来,公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本,其中2019年、2020年公司获得新增资本金分别为1.00亿元、1.205亿元。截至2020年3月底,公司注册资本为17.76亿元,实收资本为18.96亿元<sup>1</sup>。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2020年3月底,公司直接持有象屿股份54.03%股权,并通过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%)间接持有象屿股份1.41%股权,为象屿股份控股股东。象屿集团所持象屿股份股权中1.79亿股用于质押,占其总股本的8.30%,占公司直接持有象屿股份股权的15.36%。

公司经营范围: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;装卸搬运;其他仓储业(不含需经许可审批的项目);国内货运代理;其他未列明运输代理业务(不含须经许可审批的事项);其他未列明零售业(不含需经许可审批的项目);镍钴冶炼;有色金属合金制造;有色金属铸造。休闲健身活动场所(不含高危危险体育项目活动)。

截至2019年底,公司(合并)资产总额为1393.67亿元,所有者权益(含少数股东权益235.64亿元)合计435.55亿元;2019年,公司实现营业收入2841.82亿元,实现利润总额34.66亿元。

截至2020年3月底,公司(合并)资产总额为1590.00亿元,所有者权益(含少数股东权益224.02亿元)合计441.97亿元;2020年1—3月,公司实现营业收入680.95亿元,实现利润总额5.12亿元。

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。

<sup>1</sup> 除上述新增资本金外,2020年公司获厦门市国资委财政返还10850万元、项目配资1200万元,截至本报告出具日未完成验资及工商变更。



### 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，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 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

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；上述债券仅包括由联合资信评级且截至本报告出具日仍处于存续期的债券

资料来源：Wind，联合资信整理

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，2017—2019 年分别上缴国有资本收益 11319 万元、14050 万元和 28569.98 万元<sup>2</sup>。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

#### 1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

#### 经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

<sup>2</sup> 含补缴 2017 年国有资本收益 832.98 万元。

GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况  
 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价  
 3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模  
 4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
 数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额

分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收**

支缺口更趋扩大。

2019年,全国一般公共预算收入190382亿元,同比增长3.8%,增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元,同比增长1.0%;非税收入32390亿元,同比增长20.2%。2019年,全国一般公共预算支出238874亿元,同比增长8.1%,增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看,与基建投资相关的支出明显增长,城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元,较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度,全国一般公共预算收入4.6万亿元,同比增长-14.3%;支出5.5万亿元,同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下,财政收支同步下降,收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定,但就业压力有所增大。**

2019年在制造业生产收缩,服务业增长放缓的影响下,全国就业形势趋于严峻,全年调查失业率均在5%(含)以上,较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数,2019年全年一直在荣枯线以下,反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1-3月,受疫情影响企业大面积停工停产的影响下,城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%,3月份有所回落,但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节,保证经济运行在合理区间。财政方面,主要是大规模降税降费,落实个税改革政策,同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元,为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面,全年实施三次全面及定向降准,为市场注入了适度充裕的流动性,“三档两优”的存款准备金率框架初步形成;通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施,于2019年8月

开启了10多年来新的降息进程,一年期LPR报价年内分三次下调16个基点,至4.15%;五年期LPR从4.85%下调到4.80%,引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度,面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延,中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展,促进企业复工复产,全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面,主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等,大力减轻企业负担,增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元,提前下达总额达到1.29万亿元,截至3月底,各地专项债发行规模1.1万亿元,重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面,金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心,运用多种政策工具,保持流动性合理充裕,降低企业融资成本,推动银行加大信贷投放,并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款,给予临时性延期还本付息安排,开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施,为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日,一年期LPR报价二次下调30个基点,至3.85%;五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点,并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%,推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外,在疫情发生早期,央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款,主要用于重点企业抗疫保供,一半以上投向中小微企业;2月底,央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度,下调支农支小再贷款利率0.25个百分点;3月底,国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元,进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度的经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、

降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析及区域经济环境

### 1. 贸易行业

#### (1) 国际贸易

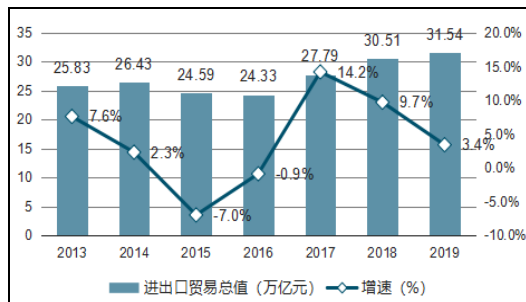
近年来，世界经济增长增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类 and 制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计2020年中国外贸有望保持总体平稳。

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。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。

2019年,在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下,中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策,不断优化外贸结构和营商环境,企业创新挖潜多元化市场,外贸总体保持稳中提质势头,全年实现外贸进出口总值31.54万亿元人民币,同比增长3.4%,全年进出口、出口、进口均创历史新高,但增速进一步下滑。其中,贸易出口17.23万亿元,同比增长5%;进口14.31万亿元,同比增长1.6%;出口额增速远高于进口额增速。2019年,中国贸易顺差2.92万亿元,同比扩大25.4%,贸易顺差大幅回升,表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑。

图1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源: 中国产业信息网

从区域分布上看,随着中美贸易摩擦持续升级,贸易保护主义抬头,国际贸易形势随之恶化,中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴,但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019年,中国对东盟进出口4.43万亿元,增长14.1%;对美国进出口3.73万亿元,下降10.7%;第四大贸易伙伴是日本,对日本进出口2.17万亿元,增长0.4%。此外,中国对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元,增长10.8%,高出整体增速7.4个百分点。

从外贸参与主体来看,2019年,民营企业进出口13.48万亿元,增长11.4%,占中国外贸总值的42.7%,比2018年提升3.1个百分点。其中,出口8.9万亿元,增长13%;

进口4.58万亿元,增长8.4%。外商投资企业进出口12.57万亿元,占中国外贸总值的39.9%。国有企业进出口5.32万亿元,占16.9%。民营企业首次超过外商投资企业,成为中国第一大外贸主体。

2020年以来,新型冠状病毒肺炎疫情相继在国内及全球爆发,对世界经济发展造成了冲击,贸易行业物流部分中断,订单不能按期交付,境内外需求下降,采购及销售周期拉长,安全和维护成本上升,世界贸易组织预测2020年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩,外贸新订单减少等问题开始逐步显现,外贸发展可能面临一定困难。2020年一季度,中国货物贸易进出口总值6.57万亿元人民币,比去年同期下降6.4%。其中,出口3.33万亿元,下降11.4%;进口3.24万亿元,下降0.7%;贸易顺差983.3亿元,减少80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效,经济社会秩序加快恢复,在疫情期间,民营企业根据疫情发展规律,调整生产计划,适当做出生产预案,中国4月当月出口1.41万亿元,同比增长8.2%,由负转正。

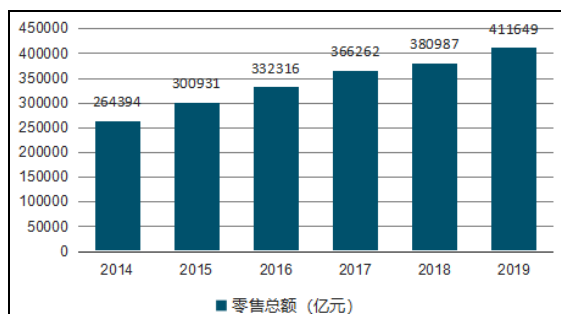
同时,考虑到各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施,帮助企业克服困难,逐步打通国际运输通道,稳定供应链产业链,全年来看,中国外贸有望保持总体平稳。

## (2) 国内贸易

**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,社会消费品零售总额保持增长,但增速持续下滑。**

根据国家统计局数据,2019年,社会消费品零售总额411649亿元,比上年名义增长8.0%(扣除价格因素实际增长6.0%),增速较上年放缓1个百分点,总体保持平稳增长。其中,除汽车以外的消费品零售额372260亿元,增长9.0%。

图2 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

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。

### (3) 物流行业

**面对纷繁复杂的国际国内形势，近年来物流行业保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大，运行效率有所改善。**

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。从规模总量看，2019年中国社会物流总额达到298.0万亿元，从增速看，全年社会物流总额可比增长5.9%，增速比上年回落0.5个百分点；社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。从2019年变化趋势看，工业物流需求贡献率进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、消费相关等新动能物流需求贡献率继续提升，转型升级态势持续发展。以新产业、新业态、新模式为主要内容的新动能正在快速集聚，持续发展壮大，成为支撑物流需求结构调整的重要力量。

## 2. 新冠肺炎疫情对贸易行业的影响

**疫情对贸易行业短期影响较大，中期影响平缓。随着国家和地方出台的一系列政策措施落地见效，居民消费信心逐步恢复，后期消费有望稳步回升，内外贸有望保持总体平稳。**

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，贸易行业面临物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升等影响。受疫情影响，进出口方面，2020年一季度中国货物贸易进出口总值6.57万亿元人民币，比去年同期下降6.4%。其中，出口3.33万亿元，下降11.4%；进口3.24万亿元，下降0.7%；贸易顺差983.3亿元，减少80.6%。内贸方面，2020年一季度市场消费下降较多，全国实现社会消费品零售总额7.86万亿元，同比下降19.0%。物流方面，2020年一季度，社会物流总需求负增长，社会物流总费用明显回落，全国社会物流总额56.0万亿元，按可比价格计算，同比下降7.5%；物流市场规模降幅亦有所收窄，一季度物流业总收入为1.9万亿元，同比下降12.1%。

2020年3月份以来，随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，居民消费市场趋于活跃，销售企稳回升，价格稳步回落，物流需求降幅收窄，民生保障和消费领域需求保持增长，物流景气指数回升，物流运行呈现复苏势头。疫情影响下新型消费和升级消费不断拓展，无接触配送、无人零售、直播销售等消费新模式快速发展，信息消费、人工智能、“互联网+医疗、卫生、健康”等消费显著增长。另一方面，全球新冠肺炎疫情还在加快蔓延，对世界经济发展造成了冲击，世界贸易组织预测今年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。按照党中央、国务院决策部署，各地各部门已经采取了一系列稳定

外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，有信心稳住外贸基本盘，将疫情对进出口贸易的影响降至最低。

### 3. 房地产行业概况

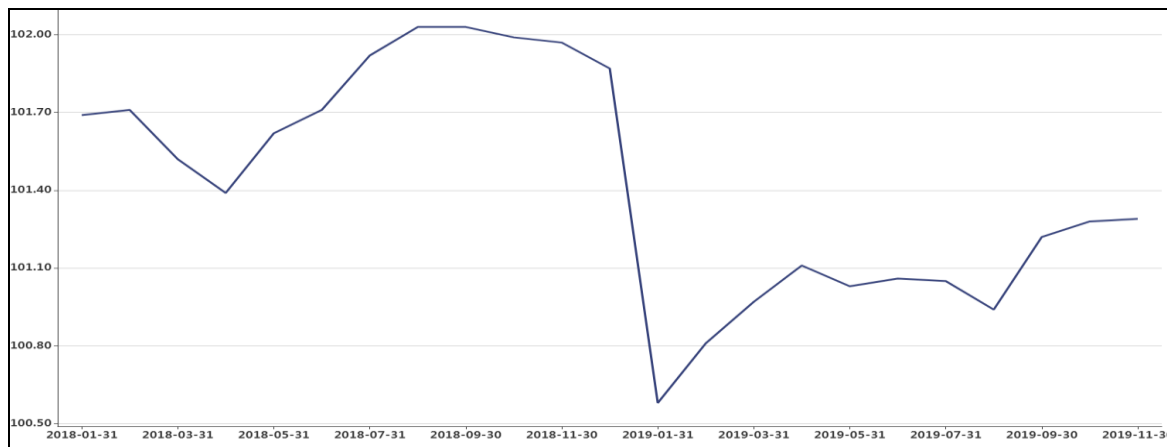
**2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。**

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产

行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 3 2018 年—2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平

方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较于 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2

月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍将下行。同时，本次疫情对在在建项目复工产生一定影响，大部分房企自3月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

#### 4. 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，**

**2019年经济运行保持在合理区间，总体呈现出积极活跃的发展态势，经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。**

根据《2019年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2019年厦门市地区生产总值（GDP）5995.04亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值26.49亿元，增长0.7%；第二产业增加值2493.99亿元，增长9.7%；第三产业增加值3474.56亿元，增长6.6%。三次产业结构为0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值142739元，折合20691美元。

工业方面，2019年厦门市规模以上工业增加值增长8.6%。分经济类型看，股份制企业增加值增长13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长5.0%，其中台资企业增加值增长9.2%；国有控股企业增加值增长6.3%，私营企业增加值增长15.9%。

国内贸易方面，2019年厦门市社会消费品零售总额1731.85亿元，比上年增长12.2%。按消费形态分，商品零售1542.12亿元，增长12.5%；餐饮收入189.73亿元，增长9.9%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6412.89亿元，比上年增长6.9%，其中出口3528.71亿元，增长5.7%；进口2884.18亿元，增长8.3%；贸易顺差644.53亿元，下降4.5%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。其中，福建自贸试验区国际贸易单一窗口建设走在全国前列，联通43个部门，服务企业6万多家，日单证处理破100万票，实现对国际贸易主要环节、主要进出境商品和主要出入境运输工具的三个全覆盖，有效压缩全省进出口货物整体通关时间，厦门口岸集装箱进出口合规成本处于全国沿海主要港口最低水平。自贸区内累计新增企业9.4万户、注册资本2.1万亿元，累计新增外资企业4222家，经济活力和政策便利显著，开放水平



和发展动能持续提升。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020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

**公司作为以供应链物流为主业，多元化经营房地产、类金融业务的厦门市大型国有独资企业之一，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。**

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，是厦门市大型国有贸易集团之一，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。

经过多年的发展，公司已形成物流供应链服务、房地产、类金融及其他三大业务板块。公司物流供应链业务运营主体为下属上市公司象屿股份，象屿股份具备较为完善的物流服务体系，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游不断拓展产品品类，跟踪

期内核心产品业务量持续提升，收入规模保持快速增长。

房地产业务包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等，运营主体为全资子公司象屿地产。公司房地产项目定位于刚性需求客户，主要集中于长三角（上海、江苏）地区，同时拓展到重庆、福建南平及福州等区域。截至2019年底，公司房地产业务土地储备面积合计149万平方米，主要分布于福州、天津、南平、苏州和上海。

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，并以子公司黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）积极布局玉米深加工板块，自2016年底开始，位于富锦、北安和绥化的三个玉米深加工项目陆续投产，目前富锦项目及北安生化项目每年可实现玉米深加工各60万吨；绥化项目每年可实现玉米精深加工150万吨，年产结晶葡萄糖70万吨及60万吨发酵用糖；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。公司类金融服务以厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金控”）为运营主体，主要涉及产业金融、资产管理、消费金融等领域。

表3 公司核心业务运营主体2019年财务指标（单位：亿元）

公司名称	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
厦门象屿股份有限公司	大宗商品采购供应及综合物流	55.44%	21.57	657.32	217.96	2724.12	14.58
黑龙江金象生化有限责任公司	生产制造	59.12%	17.00	104.77	28.40	37.34	-0.95
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100%	31.82	291.04	72.94	64.58	13.40
厦门象屿金象控股集团有限公司	金融	100%	43.80	132.86	60.22	6.61	3.28

注：上述财务数据为单体口径（非合并）

资料来源：公司提供

### 3. 企业信用记录

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2020年5月7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。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构和管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

公司以物流供应链为主业，辅以房地产开发及类金融业务。跟踪期内，以象屿股份为主体的物流供应链业务收入规模持续扩张，房地产业务项目结转进度良好，带动整体收入、利润规模及毛利率水平进一步提升。

2019年，公司实现营业收入2841.82亿元，同比增长17.69%；毛利率为4.40%，同比增加0.82个百分点。从收入构成来看，2019年物流供应链业务占营业收入的比重为95.86%，是最主要的收入贡献来源。2019年，公司实现物流供应链收入2724.12亿元，同比增长16.41%，主要系运营主体象屿股份基于完善的物流网点布局，围绕能源化工、金属矿产和农产品等核

心产品产业链上下游不断拓展产品品类、完善核心产品经营体系所致。房地产业务收入受项目结算的周期性影响，2019年实现收入64.58亿元，同比大幅增长116.13%。类金融及其他收入2019年进一步增长至53.12亿元，2019年占营业收入的1.87%，主要系制造业相关收入增加所致。

从毛利率来看，2019年，公司加强提质增效及精细化管理，物流供应链业务毛利率保持增长，为3.10%；房地产业务毛利率同比提升10.27个百分点至41.74%，主要是由于当期结算项目土地成本较低，毛利率较高所致；公司类金融及其他业务毛利率2019年同比略有下滑，为25.33%。

2020年1-3月，公司实现营业收入680.95亿元，同比增长19.89%，其中物流供应链业务同比增长21.20%，延续增长态势。同期，房地产业务结转收入0.92亿元（上年同期为1.17亿元）。当期公司综合毛利率为2.25%，同比减少1.62个百分点；其中，物流供应链业务毛利率同比减少1.64个百分点至1.72%，主要系执行新会计准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致。

表4 近年来公司营业收入构成及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务种类	2017年				2018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	2032.91	94.96	47.18	2.32	2340.08	96.91	64.38	2.75
房地产	74.06	3.46	19.81	26.75	29.88	1.24	9.40	31.47
类金融及其他	33.92	1.58	10.96	32.30	44.66	1.85	12.63	28.29
合计	2140.89	100.00	77.95	3.64	2414.61	100.00	86.41	3.58
业务种类	2019年				2020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	2724.12	95.86	84.50	3.10	669.27	98.28	11.48	1.72
房地产	64.58	2.27	26.95	41.74	0.92	0.13	0.30	32.62
类金融及其他	53.12	1.87	13.46	25.33	10.76	1.58	3.53	32.78
合计	2841.82	100.00	124.92	4.40	680.95	100.00	15.31	2.25

注：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

资料来源：公司提供

## 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及物流服务组成，经营主体为子公司象屿股份本部的贸易事业部及其下属控股子公司。公司大宗商品采购分销及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。

### (1) 大宗商品采购分销

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5 公司大宗商品采购分销业务收入构成情况(单位:亿元、%)

商品类别	2018年			2019年			2020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
能源化工	647.27	28.63	1.88	676.25	25.63	3.04	159.12	24.51	1.12
金属矿产	1404.95	62.15	1.52	1699.85	64.42	2.12	434.13	66.86	1.17
农产品	171.50	7.59	7.79	233.07	8.83	5.93	54.06	8.32	3.00
其他	36.75	1.63	1.92	29.38	1.11	2.97	2.04	0.31	1.27
<b>合计</b>	<b>2260.47</b>	<b>100.00</b>	<b>2.01</b>	<b>2638.55</b>	<b>100.00</b>	<b>3.09</b>	<b>649.35</b>	<b>100.00</b>	<b>1.31</b>

注：能源化工包括塑料原料（PE、PP、PVC等）、化工（甲醇、甲苯等）、化纤原料（PTA、MEG等）、煤炭；金属矿产包括钢铁、有色金属、矿产、矿砂；农产品包括粮食谷物、食品原料（油脂、白糖、奶粉）、饲料原料（鱼粉、乳清粉、豆粕等）、林产品（原木、锯材、木浆等）；其他产品包括汽车、船舶、工程机械、民生物资等  
资料来源：公司提供

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。2019年，公司前五大供应商采购总额合计560.81亿元，占采购总额的比重为21.30%。公司前五大客户销售额合计298.09亿元，占销售总额的比重为10.94%。整体看，公司上下游集中度一般。

风控措施方面，为防范信用风险，公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。为确保控制货权，公司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。价格风险方面，公司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。整体看，公司物流供应链业务具备较为完善的风险控制体系。

### 金属矿产

金属矿产业务方面，公司向上整合钢厂、不锈钢等资源，向下开发核心经销商客户；针对核心经销商客户，通过在上海、天津、唐山、

张家港、临沂、重庆等多个城市建立的物流服务能力，提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，针对核心生产型钢厂客户，提供原辅材料采购供应服务、产成品销售服务以及相关配套仓储物流和加工服务，通过一条龙配套服务提高客户粘性并获取增值服务收益。2019年，公司金属矿产实现收入1699.85亿元，同比增长20.99%；金属类合计销售数量<sup>3</sup>8209.39万吨，同比增长43.69%，主要源于有色金属、铝产品供应链的增长。

### 能源化工

能源化工业务主要以河北、上海、福建、广东等地区为核心，依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络；下游客户以厂家为主，同时与市场主要的贸易商建立联系，作为备用销售渠道。2019年，公司能源化工产品大宗商品采购分销服务实现收入676.25亿元，同比增长4.48%；当期能源化工产品经营货量5562.54万吨，同比增长54.51%，

<sup>3</sup> 2019年起新增部分非吨计量的产品，未包含在数量统计中

其中煤炭供应链经营货量超4700万吨，同比增长超60%，煤炭进口量稳居全国前列；化工供应链经营货量近800万吨，同比增长14%。2019年，能源化工产品毛利率为3.04%，同比增加1.27个百分点，毛利率显著增加主要源于煤炭、有机化学品等的毛利率上升。2020年1—3月，公司化工产品实现收入159.12亿元，同比增长16.28%；毛利率为1.12%，同比减少1.44个百分点。

跟踪期内，公司为拓展蒙古焦煤、电煤业务和内贸焦煤、电煤业务的大宗贸易及配套物流业务，与自然人易大宗合作设立贸易合资公司和组建物流合资公司，其中象晖能源（厦门）有限公司（注册资本20亿元，公司持股51%，易大宗控股有限公司持股49%，以下简称“象晖能源”）已完成设立。象晖能源的投入运营有望带动公司能源化工贸易业务规模提升，2019年，象晖能源实现营业收入和净利润分别为9.58亿元和0.20亿元；2020年1—3月，象晖能源实现营业收入和净利润分别为7.84亿元和0.28亿元。

#### 农产品

目前，公司玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心，整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立集散中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供粮食资源；同时，公司积极开展“自种+合作种植”双轮驱动的种植业务模式，2019年公司自有种植面积约19万亩，较上年（15.26万亩）有所增长。跟踪期内，公司与粮食收购企业达成合作，拓展辽宁、吉林、内蒙古原粮产区收购业务；销售区域新增重庆、贵州、云南、四川、海南、吉林等地。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。

2019年，农产品实现收入233.07亿元，同比增长35.90%，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；毛利率为5.93%，同比减少1.86个百分点，主要系因非洲猪瘟造成

玉米下游市场低迷所致。2020年一季度，农产品实现收入54.06亿元，毛利率继续下降至3.00%。

#### 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、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等。受国家政策及商用车景气度下行影响，汽车供应链规模下降，但公司以新能源汽车产业发展为契机初步构建“新能源原料—动力电池—电动汽车”全产业链服务，对其他贸易产品收入形成一定支撑。2019年，公司采购平行进口车3713台，采购金额为18006万美元（上年同期分别为9700台和40590万美元），共计获得收入27.02亿元。2019年，公司其他贸易产品合计收入29.38亿元，同比下降20.05%；毛利率为2.97%，同比增加1.05个百分点。

#### （2）大宗商品物流服务

跟踪期内，公司基于较为完善的基础物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，并通过厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）不断推进铁路网点布局建设，物流服务整体收入规模变动不大。

#### 基础物流服务

公司基于仓库、堆场和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、进口清关和堆场服务等业务为一体的基础物流服务体系。2019年，公司实现综合物流服务收入35.13亿元，同比下降6.89%；毛利率为10.43%，同比增加0.57个百分点，主要是公司充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益。

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2020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、场装6.45万平方米、修箱场4.38万平方米和冷藏箱插座296个。公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库，为

客户提供仓储服务，其中自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 34.18 万平方米，在厦门、福州口岸自有拖车 100 余部。公司自营仓库面积较上年底有所下降，主要系部分仓库租约到期未进行续租所致。

### 农产品物流服务

农产品物流服务经营主体主要为象屿农产。跟踪期内，农产品物流服务盈利模式未发生变动，公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费。同时通过经营粮食国储临储业务，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。农产品物流服务的结算方式一般采用现结，即完成服务后以现金或银行汇款结算，其中国储补贴由政府相关部门按月以银行汇款结算给公司。2019 年，象屿农产实现营业收入 140.18 亿元，实现净利润 1.95 亿元，净利润较上年同期（4.13 亿元）下滑明显主要系非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷，以及国储业务因补贴政策调整同比下降较多所致。截至 2020 年 3 月底，象屿农产总资产 146.77 亿元，所有者权益 37.71 亿元；2020 年一季度实现营业收入 32.59 亿元，净利润-0.22 亿元，主要系当期玉米及大豆期货浮动亏损，但因不适用套保准则，现货的浮盈约尚未体现所致。

粮食收储方面，2019—2020 产季完成粮食收购量（仅国储粮，不含贸易粮）60.2 万吨，同比增长 115.00%。国储粮仓储补贴标准逐年略有下降，2018 年 9 月由原来的 80 元/吨下降为 74 元/吨，2019 年 9 月继续下降至 66 元/吨。粮食入库后，根据国家决定逐渐出仓，2019 年粮食出库 150 万吨。截至 2019 年底，公司经营和管理的粮食仓容达 1500 万吨，管理国储粮食库存约 900 万吨，较上年底（1086 万吨）有所下降，其中水稻库存约占 50%，剩余仓容主要用于储存贸易粮，仓容使用率 90% 左右。受管理国储粮食库存下降及补贴标准下降影响，2018 年公司国储粮仓储收入为 7.27 亿元，同比

下降 24.85%；毛利率为 60.86%，同比变化不大。随着国储粮的逐步轮出以及补贴标准下降，公司因承担国储粮保管任务而获取的收入规模将逐步缩减。

表 6 粮食代收业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
仓储收入	9.67	61.52	7.27	60.86	1.48	52.06
装卸收入	0.96	57.34	0.48	67.95	0.03	-517.22
烘干收入	0.16	-32.86	0.01	-81.28	--	--
<b>合计</b>	<b>10.80</b>	<b>59.74</b>	<b>7.76</b>	<b>61.13</b>	<b>1.51</b>	<b>38.28</b>

资料来源：公司提供

为扩大收储规模，象屿农产在开秤前通过黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“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 2020 年 3 月底，象屿小贷发放贷款余额合计 4.56 亿元，其中自营贷款余额 1.46 亿元，其余为象屿农产通过黑龙江象屿小额贷款有限公司发放给农户的委托贷款，全部为对农户的放贷，截至 2020 年 3 月底，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

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。

### 铁路物流服务

跟踪期内，公司以象道物流为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局，2019 年有超过 2 万平方米货场和 3 条铁路专用线（位于河南巩义）建成并投入使用，目前在建货场建设项目包括巩义、安阳、息烽

三处，未来将陆续投入使用。截至 2019 年底，公司在河南三门峡、陕西咸阳、江西高安、河南巩义、湖南澧县、青海湟源、河南安阳、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 32 条铁路专用线，配套集装箱堆场和仓库面积逾 17 万平方米，自备集装箱逾 25000 个，拥有遍布全国的 12 个常驻业务网点，形成了四通八达的大宗货物铁路运输配送网络。

2019 年，象道物流共经营货量 1225 万吨，同比变动不大，主要品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。象道物流上游前五大供应商采购额占营业成本比例为 51.24%；下游前五大客户占营业收入比例为 48.07%，集中度高，其中下游关联销售收入占比 23.78%。

### 3. 房地产

**2019 年公司房地产业务收入结转情况良好，且土地储备较为充足，业务可持续性良好，但未来投资额较大，存在一定资金压力。**

公司房地产业务运营主体为下属全资子公司象屿地产，业务类型涵盖住宅、商业、长租公寓和少量物业业务，以上海、重庆、江苏、天津、福建等一线城市的外环和二、三线城市的刚需住宅项目开发为主，平均开发周期 15~18 个月。公司拿地开发及项目结转有一定波动性，2019 年，公司结转房地产收入 64.58 亿元，同比增长 116.13%，主要源于上海（占 55.64%）、重庆（占 6.74%）和江苏（占 37.61%）；出让地产项目公司 1 个，确认投资收益 5.27 亿元。公司当期实现签约销售额 102.87 亿元，同比有所下降，签约销售项目主要位于昆山、南平、天津和重庆。2019 年，公司房地产开发投资额为 92.72 亿元（其中非并表项目 71.40 亿元、并表项目 21.32 亿元），较 2018 年投资规模（59.24 亿元）有所扩张。

表 7 近年来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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
房屋竣工面积	35.53	65.24	68.43	0.00
房屋销售面积	34.25	49.39	49.97	5.39
新增土地储备	74.75	6.93	18.23	0.00
平均销售单价	2.27	2.48	2.05	1.95
签约销售额	77.78	122.46	102.87	11.00

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

资料来源：公司提供

土地储备方面，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。2019 年，公司新增土地储备 18.23 万平方米，位于上海中山和苏州吴中；拿地支出 52.98 亿元（全口径，按权益口径为 25.96 亿元）。截至 2019 年底，公司土地储备 149 万平方米，其中福州占 36%、天津占 30%、南平占 22%、苏州占 10%、上海占 2%。

表 8 截至 2020 年 3 月底公司房地产在建、拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

进度	总用地面积	总建筑面积	总投资	累计投入	未来拟投入
非并表项目	261.73	555.84	419.08	262.64	156.44
并表项目	133.10	355.77	445.30	402.74	42.56
合计	394.84	911.61	864.38	665.38	199.00

注：表中投资额数据为全口径，非权益口径

资料来源：公司提供

商业物业方面，象屿地产在厦门和上海持有两处商业物业，为厦门自贸金融中心和上海象屿大厦，项目总建筑面积合计 9.5 万平方米，可租面积合计 7.17 万平方米，截至 2020 年 3 月底已出租 6.19 万平方米，2019 年实现租金收入 4754 万元。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 2020 年 3 月底在建代建项目投资总额达 80.86 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，并以实际总投资额的 0.4%~3%收取代建费用。2019 年公司实现代建收入 1892 万元。

截至 2020 年 3 月底，公司房地产项目合计 30 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 13 个。公司在建、拟建房地产项目（含并表、非并表项目）总用地面积 394.84 万平方米，总建筑面积 911.61 万平方米，总投资额 864.38 亿元，已投资 665.38 亿元，未来尚需投资 199.00 亿元。公司房地产业务未来投资额较大，存在一定资金压力。

#### 4. 类金融及其他

象屿金控业务规模增长较快，客户以民营企业为主，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。玉米深加工业务产能陆续建成投产，销售收入保持增长，但因原材料价格上涨未传导至产成品等因素暂时性亏损，未来随着公司持续优化工艺以及产能充分释放后，深加工业务有望形成新的收入和利润增长点。

##### (1) 类金融

公司类金融板块经营主体主要为象屿金控及下属厦门象屿担保有限公司（拥有融资性担保许可证）、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（以下简称“象屿保理”）、厦门象屿小额贷款股份有限公司、厦门象屿资产管理运营有限公司等子公司。截至 2020 年 3 月底，象屿金控注册资本为 43.80 亿元，实收资本为 28.80 亿元。2019 年，类金融及其他业务实现营业收入 53.12 亿元，同比增长 18.94%。

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。2019 年，象屿资产实现营业收入 19470.74 万元，实现净利润 23369.75 万元；象屿担保实现收入 609.53 万元，净利润 796.24 万元；小额贷款公司实现收入 7597.29 万元，净利润 3542.65 万元。

截至 2020 年 3 月底，象屿金控产融结合类委托贷款业务借款余额 22.39 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 17.16 亿元，其中已逾期本金金额 1.28 亿元；产融结合类资管余额、融资租赁余额及其他类余额分别为 6.16 亿元、3.27 亿元和 3.17 亿元，未出现逾期。消费金融业务中小贷借款余额 5.57 亿元，逾期本金为 612.15 万元；二手车业务借款余额 6.25 亿元，逾期本金为 190.94 万元。前期投入的非产融类委托贷款合计借款余额 9.45 亿元，其中已逾期本金金额 7.65 亿元。截至 2019 年底，象屿担保对外提供担保余额 5.46 亿元，未出现代偿情形。

截至 2020 年 3 月底，象屿金控以上业务逾期本金合计 13.89 亿元，存在一定资金回收风险，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，2019 年和 2020 年一季度公司共收回逾期本金 2635 万元。截至 2020 年 3 月底，象屿金控针对上述逾期本金累计计提减值损失准备 641.99 万元。

公司也进行股权投资和基金投资，涉及二级市场定增、金融类股权（如国都证券、兴业证券股份有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司）、与公司主业相关联的公司（如厦门国际物流港有限责任公司）等。2019 年，公司确认被投资单位宣告发放现金股利或利润合计 1.95 亿元。截至 2019 年底，公司主要股权投资明细如下表，均未用于质押，所持变现能力良好的上市公司股权等金融资产对公司偿债能力形成一定支撑。

表9 截至2019年底公司主要股权投资明细  
(单位: %、万股、万元)

科目	公司全称/股票简称	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	134689.94
	厦门农村商业银行股份有限公司	8.01	89657.12
	厦门集装箱码头集团有限公司	10.00	75172.95
	Crystal Idea Management Limited	50.00	68472.17
	江苏象屿投资有限公司	50.00	46143.37
可供出售金融资产	科华恒盛	695.22	11311.28
	兴业证券	7600.20	53809.42
	国都证券	3858.21	7214.85
	三友化工	2242.25	14171.03
	怡亚通	2.00	8.42

资料来源: 公司提供

## (2) 玉米深加工

由于玉米价格回归市场化水平, 公司玉米深加工行业布局玉米产区成本优势显现, 同时近年来国家及东北各省出台扶持政策, 公司提前积极布局玉米深加工板块, 运营主体为黑龙江金象生化有限责任公司(以下简称“金象生化”)。金象生化为黑龙江省粮食加工领域龙头企业, 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。其中, 富锦及北安深加工项目每年可加工淀粉约120万吨, 加工农产品粗玉米油、喷浆玉米皮、玉米高蛋白饲料等约40万吨; 绥化项目于2019年底建成投产, 预计满产后可年产结晶葡萄糖70万吨、发酵用糖28.40万吨, 年产苏氨酸10万吨、色氨酸1万吨, 截至2020年4月底各产线试车效果已基本达到预期, 全面进入提产增效阶段。截至2020年3月底, 金象生化主要深加工项目产量及收入贡献情况见下表。

表10 金象生化深加工项目产量及销售收入情况  
(单位: 万吨、亿元)

项目	2018年	2019年	2020年1-3月	
富锦	产量	78	79	19
	销售收入	16.44	17.45	2.77
北安	产量	76	82	20
	销售收入	16.23	17.42	3.23
绥化	产量	--	60	26.2
	销售收入	--	1.65	3.98
合计	产量	154	221	65
	销售收入	32.67	37.34	10.13

注: 上述产量指全部产成品吨数

资料来源: 公司提供

2019年, 金象生化实现营业收入37.34亿元, 净利润-0.95亿元; 2020年一季度, 金象生化实现营业收入10.13亿元, 净利润-0.54亿元, 金象生化经营亏损主要系玉米等原材料价格上涨未充分传导至产品端所致。随着项目投产以来公司持续优化工艺、调整设备, 实现能耗稳步下降, 深加工业务有望成为公司未来新的收入及利润增长点。

## 5. 经营效率

2019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38.11次、2.23次和7.20次。总体看, 公司经营效率较高。

## 6. 未来发展

未来公司将围绕“两链三平台”, 打造中国一流的现代服务业投资控股集团, 主要包括: 以现代服务业为主要发展领域, 强化现代服务业以客户需求为导向的理念, 以供应链服务、产城一体化服务、创新创业服务、金融服务等为主要业务领域; 以产业化运作为主要发展思路, 强化全产业链运作思维, 推进上中下游一体化发展, 推进产业整合式发展, 构筑生态圈; 以投资控股集团为主要发展方向, 依托产业背景优势, 打造集团投资决策能力、综合金融服务能力、集团管控能力三大核心能力; 服务于“一带一路”等国家战略, 强化在现代服务业、



自贸及产业园区载体、千亿物流产业链等方面的区域综合开发运营商角色，服务于厦门市“5+3+10”现代产业体系，服务于福建省及厦门市的城市发展。

截至2020年3月底，除房地产项目以外，公司在建项目主要包括镍钴冶炼工厂项目等，项目总投资合计200.55亿元，已完成投资124.27亿元。镍钴冶炼工厂项目计划总投资140.49亿元，截至2020年4月底已经基本完成钢厂3台AOD炉、1个精炼炉、1条连铸生产线建设，铁厂完成2台矿热炉建设，电厂完成

4台发电机组建设、码头3个泊位的建设，以及相关的道路，公辅等设施建设，目前整体建设进度符合预期；钢厂已于2020年2月份开始2条生产线生产，首批产成品不锈钢方坯均通过象屿股份供应链平台操作销往中国国内。预计2020年全年可生产不锈钢钢坯超过100万吨。

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11 截至2020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	项目简介	计划总投资	截至2020年3月底投资进度	截至2020年3月底已投资	2020年4-12月计划投资	2021年计划投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	项目规划用地83万平方米，建筑面积112万平方米，已取得“厦门市发展改革委关于大嶝对台小额商品交易市场扩建工程可行性研究报告的批复”（厦发改服务〔2010〕15号）。大嶝小镇首期——台湾免税公园于2011年9月6日建成开业。启动区B1区——海西名品城，已于2013年7月开业。海关监管仓建筑面积约1万平方米，是台湾免税公园的配套项目，用于进口台湾货物的仓储、分拣、简单包装及贴标等。已于2015年8月份建成并投入使用。目前已开发土地20多万平方米，其余项目开发需等政府规划。	35.19	29.13%	10.25	0.05	未定
中心渔港冷库	闽台中心渔港冷库（含超低温冷库）工程地块位于保税区二期现代物流园闽台中心渔港A3地块，土地面积为8,577 m <sup>2</sup> ，土地用途为工业仓储用地，项目总建筑面积24,071平方米；项目建设拟建两栋建筑，其中一栋冷库（1.5万吨，内含500吨超低温冷库），建设面积18,743米，一栋加工车间，建筑面积5,328米，建筑功能为冷库、加工车间，2018年5月已投入运营。	1.10	86.52%	0.95	0.04	0.04
镍钴冶炼工厂项目	响应国家“一带一路”战略，积极拓展海外市场，公司与印度尼西亚合作投资设立年产250万吨不锈钢的一体化冶炼项目，充分利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产。项目公司系PT Obsidian Stainless Steel，由公司持股51%并表。项目自2020年2月开始逐步分批投产，初步年产能达到84万吨钢坯，预计在2021年上半年全面完工并全面投产。达产后预计年平均营业收入逾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）。	140.49	71.46%	100.40	15.93	24.16
象屿总部大楼	象屿集团大厦工程占地面积约17497平米，总建筑面积约97714平米，其中地上建筑面积约62900平米、地下建筑面积34814平米，容积率3.6，绿化率20%，建筑密度46.27%，建筑高度47.7米，地下停车位约720个。	13.07	30.87%	4.03	0.60	1.00
巩义象道货场建设项目	巩义市象道物流有限公司自有土地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。	2.82	92.46%	2.61		0.21
安阳象道货场建设项目	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，届时将主要承接安阳钢铁的铁矿石与钢材到发。	5.40	76.40%	4.13		1.27
息烽象道货场建设项目	息烽象道物流有限公司目前将自有的200亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，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。	2.48	76.45%	1.90		0.58
合计		200.55	--	124.27	--	--

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

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

公司提供了2019年财务报告，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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2020年一季度财务报表未经审计。

2019年，公司合并范围内二级子公司因内部公司股权变更较上年减少6家，非同一控制下企业合并增加1家。2020年一季度，公司合并范围内二级子公司较2019年底无变化。截至2020年3月底，公司纳入合并范围的二级子公司共19家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为1393.67亿元，所有者权益（含少数股东权益235.64亿元）合计435.55亿元；2019年，公司实现营业收入2841.82亿元，实现利润总额34.66亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为1590.00亿元，所有者权益（含少数股东权益224.02亿元）合计441.97亿元；2020年1-3月，公司实现营业收入680.95亿元，实现利润总额5.12亿元。

### 1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，构成仍以流动资产为主；流动资产中存货和预付款项规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，形成一定资金占用；绥化深加工项目、镍铁冶炼工厂项目建设的推进带动非流动资产规模大幅增长。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，且资产受限规模提升，公司整体资产质量一般。

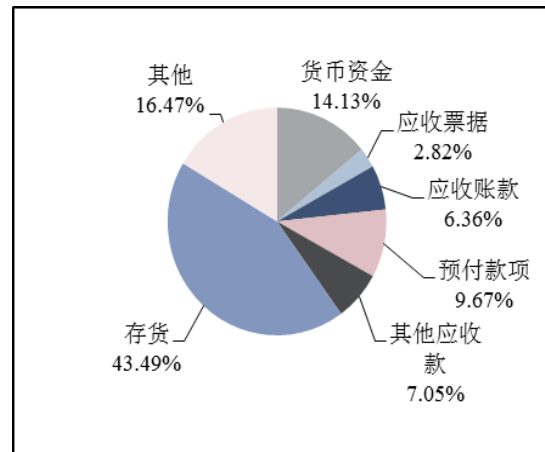
截至2019年底，公司资产总额为1393.67亿元，较上年底增长20.17%。截至2019年底，公司流动资产占63.68%，非流动资产占36.32%，非流动资产占比较上年底有所上升，公司资产仍以流动资产为主。

#### （1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产887.52亿

元，较上年底增长15.35%，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、应收票据及应收账款、预付款项、存货、其他应收款和其他流动资产构成。

图4 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司货币资金125.42亿元，较上年底下降11.83%；构成上银行存款占72.05%、其他货币资金占27.94%。其中，使用受限货币资金为41.20亿元（上年底受限货币资金为23.59亿元），包括保证金22.46亿元、定期存款11.15亿元和预售监管账户资金7.22亿元，受限规模较大。

截至2019年底，公司交易性金融资产大幅增长至23.85亿元，主要为理财产品，其中根据新金融工具准则于期初由其他流动资产转入11.93亿元，均采用公允价值计量。

随着业务规模扩张，截至2019年底，公司应收票据和应收账款分别增长至25.07亿元和56.41亿元。其中，应收票据主要为商业承兑汇票（占92.77%），公司累计计提坏账准备0.23亿元。应收账款较上年底增长17.25%；期中一年以内的应收账款账面余额的占比为89.42%，账龄较短；累计计提坏账准备4.38亿元，计提比例7.21%；公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的29.68%，集中度尚可。

表 12 截至 2019 年底应收账款期末余额前五名单位情况 (单位: 万元、%)

客户	是否关联	账面余额	占比
客户一	否	74375.48	12.23
客户二	否	47320.96	7.78
客户三	是	27813.59	4.58
客户四	否	16000.00	2.63
客户五	否	14887.45	2.45
合计	--	180397.48	29.68

资料来源: 公司提供

截至 2019 年底, 公司预付款项 85.85 亿元, 较上年底增长 23.15%; 其中账龄在一年以内的占 97.84%; 期末余额前五大合计占余额的 46.59%, 其中对第一名预付款项余额 25.50 亿元, 集中度较高。

表 13 截至 2019 年底预付款项期末余额前五名单位情况 (单位: 万元、%)

单位名称	账面余额	账龄	占比
第一名	254961.99	1 年以内	29.70
第二名	71778.36	1 年以内: 71761.33 万元 3 年以上: 17.03 万元	8.36
第三名	36509.80	1 年以内	4.25
第四名	19137.57	1 年以内	2.23
第五名	17578.96	1 年以内: 13829.52 万元 1-2 年: 3749.44 万元	2.05
合计	399966.68	--	46.59

注: 前五大均非关联方

资料来源: 公司提供

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 2019 年底, 公司其他应收款 62.55 亿元, 较上年底增长 53.30%, 主要系支付合资公司合作项目运营款增加及期货保证金增多所致; 其中, 账龄 1 年以内的占 66.00%, 1~2 年的占 10.45%, 2~3 年的占 9.76%, 3 年以上的占 13.70%, 存在部分账龄较长的款项; 公司累计计提坏账准备 5.90 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 50.77%, 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 14 截至 2019 年底其他应收款期末余额前五名单位情况 (单位: 万元、%)

单位名称	金额	账龄	占比	性质
第一名	134049.41	1 年以内	19.70	关联方往来
第二名	64841.59	1 年以内	9.53	关联方往来
第三名	63431.75	1 年以内: 12510 万元; 1-2 年: 41602 万元; 2-3 年: 9319.75 万元	9.32	关联方往来
第四名	44922.60	1 年以内	6.60	项目借款
第五名	38324.62	1 年以内	5.63	关联方往来
合计	345569.97	--	50.77	--

资料来源: 公司提供

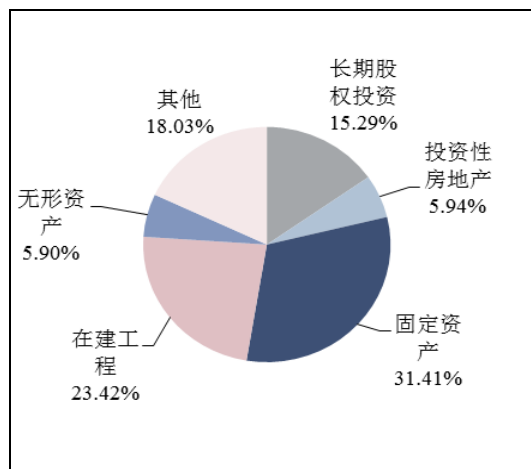
截至 2019 年底, 公司存货为 386.01 亿元, 较上年底增长 4.82%; 公司累计计提存货跌价准备 2.29 亿元 (其中 2019 年计提 1.85 亿元, 转回或转销 3.50 亿元, 系因 2019 年底大宗商品市场行情较好, 钢材煤炭等上期计提存货跌价准备的存货本期完成销售或市值回升所致), 整体计提比例为 0.59%; 公司存货账面价值主要由房地产开发成本 (占 36.06%)、原材料 (占 9.72%) 和库存商品 (占 47.56%) 等构成。

截至 2019 年底, 公司其他流动资产 100.56 亿元, 较上年底增长 56.58%, 主要是新增贷款、资产包业务、预缴及待抵扣税费增加所致; 公司其他流动资产主要包括理财产品 22.83 亿元、预缴及待抵扣、待认证、期末留抵税费 22.82 亿元、资产包 13.63 亿元、委托贷款 3.95 亿元和贷款业务余额 37.02 亿元等构成。

## (2) 非流动资产

截至 2019 年底, 公司非流动资产 506.15 亿元, 较上年底增长 54.06%, 主要源于固定资产和在建工程的持续投入; 非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等构成。

图5 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司可供出售金融资产账面价值13.75亿元，较上年底下降39.56%；其中，可供出售债务工具2.90亿元，可供出售权益工具10.84亿元。

公司长期应收款主要为融资租赁款，截至2019年底余额9.28亿元，其中1年内到期的长期应收款3.29亿元（计入流动资产）。

截至2019年底，公司长期股权投资77.38亿元，较上年底增长17.71%，主要是因为对子公司失去控制权和对参股公司派有董事具有重大影响，转为长期股权投资权益法核算，以及新增参股公司投资款导致。2019年，公司对长期股权投资权益法下确认的投资收益2.74亿元，确认宣告发放现金股利或利润1.95亿元。公司所持长期股权投资未用于质押。

截至2019年底，公司投资性房地产30.08亿元，较上年底增长15.67%，主要是地产商业项目结转，计划出租转入投资性房地产；构成上包括房屋建筑物24.58亿元和土地使用权4.50亿元等。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2019年底，公司固定资产账面价值158.96亿元，较上年底增长32.85%，主要系绥化玉米深加工项目在建工程转固所致；公司累计计提折旧23.75亿元；固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占40.43%）、构筑物及其

他设施（占20.59%）和机器设备（占33.78%）等构成。

截至2019年底，公司在建工程118.56亿元，较上年底增加49.70亿元，主要系镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施投入增加所致，主要构成包括镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设施72.73亿元、150万/年玉米深加工项目9.97亿元、安阳铁路专用线工程5.10亿元、巩义铁路专用线工程2.99亿元和息烽铁路专用线2.14亿元等。

截至2019年底，公司无形资产29.88亿元，较上年底增长24.61%，主要是预付土地出让金满足条件，结转为无形资产导致。

截至2019年底，公司其他非流动资产为57.52亿元，较上年底增长21.58%，主要包括预付工程款14.39亿元、资产包10.74亿元、待抵扣进项税9.06亿元、委托理财6.16亿元、借款4.45亿元和委托贷款3.91亿元等。

截至2020年3月底，公司资产总额为1590.00亿元，较2019年底增长14.09%；流动资产占比为67.63%，较2019年底有所提升。货币资金增长至157.21亿元，主要系受到疫情影响经济环境不确定性加大，公司为之后的到期融资及经营需要提前储备一定量资金所致；预付款项大幅增长至145.33亿元，主要系供应链业务发展需要增加采购所致；存货较2019年底大幅增加至477.52亿元，主要系供应链业务发展需要，一季度钢材储备增加所致（库存商品中金属矿产及矿产品类增加84.05亿元至178.34亿元）。非流动资产中，公司持续布局制造业、物流行业等项目建设，在建工程增加16.76亿元至135.33亿元；其他科目变动不大。

截至2020年3月底，公司因用于抵押而使用受限的资产159.88亿元，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47.31亿元，两项合计占资产总额的13.03%，占所有者权益的46.88%。用于质押的资产包括：本部所持象屿股份股权1.79亿股，市值<sup>4</sup>9.15

<sup>4</sup> 按2020年3月31日收盘价5.11元计算

亿元；象道物流所持子公司成都青白江象道物流有限公司 100%股权和象屿股份所持象道物流 20%股权，对应借款金额合计 2.08 亿元，子公司质押银行承兑汇票、结构性存款和期货仓单合计 15.90 亿元。此外，子公司厦门象屿物业服务集团有限公司作为基础债务人参与厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据；高尚物业以其有权收取的物业服务费用和其他款项为全部信托贷款债务提供质押担保。跟踪期内，公司资产受限规模有所提升，整体受限比例尚可。

## 2. 所有者权益及负债

### (1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，主要来源于其他权益工具和少数股东权益增加，以及利润的累积。公司接受国资委注资增厚实收资本，同时持续上缴国有资本收益及进行现金分红。整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益 435.55 亿元（其中少数股东权益 235.64 亿元），较上年底增长 21.44%，主要系未分配利润累积以及下属公司与银行合作债转股业务以及下属公司吸收外部资金增加少数股东权益所致。2019 年，公司收到厦门市国资委注资，实收资本增加 1.00 亿元至 17.76 亿元；资本公积和少数股东权益分别 17.33 亿元和 235.64 亿元，较上年底分别增加 2.99 亿元和 40.05 亿元，主要由于象屿股份下属子公司厦门象屿物流集团有限责任公司开展债转股业务引入少数股东投资 20.00 亿元，以及成立合资公司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，2019 年底为 44.72 亿元；其他权益工具逐年扩张，2019 年底增加 23.90 亿元至 116.90 亿元。2019 年，公司持续分红，其中本部上缴国有资本收益 2.86 亿元，重要子公司象屿股份分两次派发 2018 年现金股利合计 5.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 441.97 亿元（含少数股东权益 224.02 亿元），

较上年底增长 1.47%，其中实收资本增加 1.20 亿元至 18.96 亿元，其他权益工具增加 16.00 亿元至 132.90 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益中实收资本占 4.29%、其他权益工具占 30.07%、未分配利润占 10.31%、少数股东权益占 50.69%。

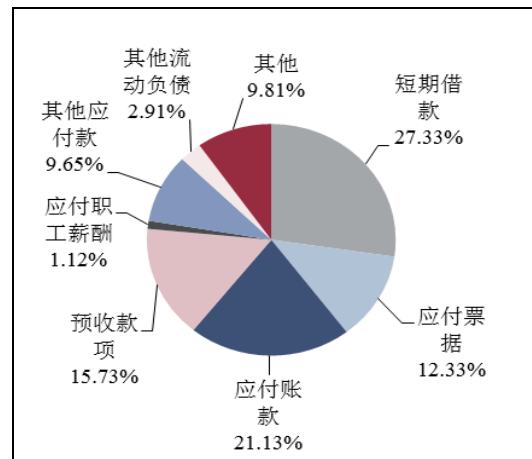
### (2) 负债

跟踪期内，随着公司物流供应链业务持续扩张以及在建工程持续投入，公司债务规模持续增长，构成以短期债务为主。整体看，公司债务负担重，短期偿债压力大。

截至 2019 年底，公司负债合计 958.12 亿元，较上年底增长 19.60%；其中流动负债增长较快，在负债总额中的占比提升 3.89 个百分点至 72.85%，非流动负债占比为 27.15%，公司负债构成仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 698.01 亿元，较上年底增长 26.34%，主要系应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和预收款项构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司短期借款为 190.73 亿元，较上年底变化不大；其中，信用借款占 24.11%，保证借款占 70.52%。

随着公司业务规模的扩大，公司应付票据、应付账款及预收款项快速增长，截至 2019 年

底，公司应付票据为 86.07 亿元，较上年底增长 32.57%，主要为银行承兑汇票。应付账款为 147.46 亿元，较上年底增长 127.07%，其中账龄一年以内的应收账款占 96.93%，整体账龄短。

公司预收款项主要由预收房款和预收货款构成。截至 2019 年底，公司预收款项 109.83 亿元，较上年底略有下降；其中账龄一年以内的预收款项占 96.20%，整体账龄短。公司应交税费较上年底（7.73 亿元）大幅增长至 18.98 亿元，主要系当期地产项目结转较多，计提土地增值税所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 67.33 亿元，较上年底增长 23.16%，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；构成上主要包括往来款 50.42 亿元、押金及保证金 7.72 亿元等；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 54.84%，集中度高。

表 15 截至 2019 年底其他应付款前五大构成  
(单位: 万元、%)

单位名称	性质	余额	占比
第一名	关联往来款	117940.28	19.56
第二名	关联往来款	73000.00	12.11
第三名	往来款	72803.74	12.07
第四名	往来款	33950.16	5.63
第五名	关联往来款	33000.00	5.47
合计	--	330694.18	54.84

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司一年内到期的流动负债增至 47.37 亿元，主要为即将到期的长期借款、应付债券转入。公司其他流动负债为 20.28 亿元，主要为应付短期债券。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 260.11 亿元，较上年底增长 4.62%，主要由长期借款（占 49.91%）和应付债券（占 37.28%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 129.83 亿元，较上年底增长 9.14%。公司应付债券 96.97 亿元，较上年底下降 16.92%，主要系发行部分债券即将于一年内到期转入流动负债所致。公

司长期应付款为 10.91 亿元，较上年底大幅增长，主要为应付融资租赁款项以及新增购房尾款资产支持专项计划。公司其他非流动负债为 12.29 亿元，主要为 2019 年新增资产支持票据形式的信托借款。

截至 2019 年底，公司全部债务 591.88 亿元，较上年底增长 10.21%。截至 2019 年底短期债务占 58.15%，长期债务占 41.85%，债务构成较上年底变化不大。债务指标方面，截至 2019 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 68.75%、57.61% 和 36.25%，较上年底均略有下降。若将计入权益的其他权益工具 116.90 亿元调入长期债务，则公司全部债务合计 708.78 亿元，上述三项指标分别为 77.14%、68.99% 和 53.36%，债务负担偏重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 1148.04 亿元，较 2019 年底增长 19.82%，主要来自短期借款和应付债券的增长，期末金额分别为 319.69 亿元和 129.50 亿元。2020 年 3 月底，公司预收款项下降，主要由于会计准则调整，部分物流供应链业务预收货款计入合同负债科目，预收款项和合同负债期末分别为 59.50 亿元和 67.03 亿元。应付账款大幅下降，主要系供应链业务信用证到期结算增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 813.43 亿元，较年初增长 37.43%，其中短期债务占 66.64%，占比较年初略有增长。截至 2020 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 72.20%、64.79% 和 38.04%。若将计入权益的其他权益工具 132.90 亿元调入长期负债，则公司全部债务合计 946.33 亿元，上述三项指标分别为 80.56%、75.38% 和 56.67%，债务负担很重。

### 3. 盈利能力

2019 年，受益于供应链业务的快速拓展以及房地产业务收入结转情况良好，公司收入和

**利润规模持续提升；期间费用规模增长明显；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，公司以投资收益为主的非经常性损益波动较大，对利润有一定影响。**

跟踪期内，随着公司供应链物流业务的扩张，营业收入持续增长，2019年，公司实现营业收入2841.82亿元，同比增长17.69%。同期，公司营业成本保持快速增长。2019年，公司营业利润率为3.87%，同比增加0.51个百分点。

2019年，公司期间费用合计82.14亿元，同比增长29.25%，主要系来自销售费用和管理费用的增长；期间费用率为2.89%，同比增加0.12个百分点，仍保持在良好水平，公司期间费用控制能力强。其中，销售费用为51.31亿元，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；财务费用为19.02亿元（含利息支出19.96亿元），在债务规模扩张的基础上财务费用同比下降4.32%，主要受益于汇兑费用规模下降（0.36亿元，上年同期为2.45亿元）。

2019年，公司发生资产减值损失及信用减值损失合计-3.86亿元，较上年同期的-7.18亿元大幅下降，其中，受益于市场行情上涨，商品价格上升，公司信用减值损失和存货跌价损失由上年同期的<sup>5</sup>-1.64亿元和-3.12亿元大幅下降至本期的0.03亿元和-1.54亿元。公司公允价值变动收益-0.44亿元，较上年变化不大，包含交易性金融资产的公允价值变动收益-1.34亿元、套期工具和被套期项目公允价值变动0.75亿元。

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、合作种植、理财收益等。2019年，公司投资损益由上年的19.30亿元大幅降至7.17亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益2.74亿元、处置长期股权投资产生的投资收益2.68亿元和丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得2.64亿元；当期处置交易性金融资产和以公允价值计量且其变动计其他

综合收益的金融资产终止确认分别产生亏损1.48亿元和1.09亿元。2019年，公司投资收益占利润总额的比例为20.69%。受房地产合作开发项目出让进度、期货市场价格波动等因素影响，公司投资收益波动较大，对利润稳定性有一定影响。

受益于主业供应链物流、房地产及类金融业务盈利能力的提升，2019年，公司实现利润总额34.66亿元，同比增长14.96%；从盈利指标看，公司总资产收益率和净资产收益率分别为4.46%和5.95%，同比均略有下降。

2020年1-3月，公司实现营业收入680.95亿元，同比增长19.89%；营业利润率为2.16%（上年同期为3.77%），同比下滑明显，主要系2020年实行新收入准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致；公司实现投资收益5.32亿元，较上年同期（6.92亿元）略有下降；受投资收益收缩以及公允价值变动净损失1.26亿元影响，公司当期实现利润总额5.12亿元，同比下降47.96%。

#### 4. 现金流及保障

**公司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。2019年公司优化结算方式，加速资金回笼，经营活动保持现金净流入，但2020年一季度转为净流出，季度性波动明显。考虑到公司将持续开展供应链业务且房地产业务和在建工程投资规模较大，对外融资需求大。**

经营活动方面，随着业务规模扩张，2019年，公司经营活动现金流入3256.55亿元，同比增长14.22%；同期，经营活动现金流出3223.03亿元，同比增长14.45%，主要系业务规模扩大所致。从收入实现能力看，2019年公司现金收入比为107.94%，同比减少5.13个百分点，公司收入实现质量保持较好水平。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

<sup>5</sup> 2018年会计准则要求在资产减值损失-坏账损失中列示。

款和支付, 2019年分别为181.90亿元和212.94亿元, 当期收到与支付其他与经营活动有关的现金同比均大幅增长, 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产业金融、消费金融、资产包业务支出及回款。2018年以来公司供应链业务优化结算方式, 较多使用票据支付货款, 且粮食业务加速资金回笼, 带动经营活动现金流保持正流入。2019年, 公司经营活动产生的现金流净额33.52亿元, 同比下降4.77%。

投资活动方面, 2019年, 公司投资活动现金流入183.09亿元, 同比下降6.29%。公司保持较大的对外投资规模, 包括套保期货保证金支出、对物流、房地产、制造业、码头等行业股权投资、购买理财等, 2019年投资活动现金流出310.30亿元, 同比增长9.83%, 主要是增加工厂工程及设备投资、支付项目合作款项及为提高资金使用效率, 购买短期理财产品所致。2019年, 投资活动现金流量净额为-127.21亿元, 净流出规模同比扩大45.95%。

筹资活动方面, 2019年, 公司筹资活动产生的现金流入为1056.12亿元, 同比增长52.68%, 主要为取得借款收到的现金940.16亿元和吸收投资收到的现金102.93亿元, 其中吸收投资收到的现金主要来源于象屿地产、象屿股份及其他下属公司成立合资公司的少数股东出资收到的现金; 筹资活动现金流出为996.87亿元, 主要为偿还债务所支付现金。2019年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为59.25亿元, 同比下降36.99%, 仍保持较大规模。

2020年1-3月, 由于供应链业务规模扩张采购备货, 经营活动产生的现金净额为-181.15亿元, 净流出规模较上年同期(-105.25亿元)进一步扩大; 投资支付的现金大幅增长至107.25亿元, 规模很大, 但公司回收部分国债逆回购及短期理财资金所致, 投资活动产生现金净流出9.30亿元, 较上年同期(42.89亿元)有所收缩; 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215.86亿元。

## 5. 偿债能力

**跟踪期内, 公司流动负债规模上升较快, 现金类资产对短期债务保障能力偏弱, 有一定短期偿债压力, 但考虑到公司经营效率较高, 直接及间接融资渠道畅通, 且作为国资委直属企业持续接受政府注资, 政府支持力度强, 整体来看, 公司偿债能力极强。**

从短期偿债能力看, 截至2019年底, 公司流动比率、速动比率分别为127.15%和71.85%, 同比均有所下降; 现金类资产短期债务比为0.39倍。截至2020年3月底, 公司流动比率和速动比率分别为124.18%和69.03%; 现金类资产短期债务为0.25倍, 较2019年底均略有下降。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, 短期债务规模快速提升。但考虑到公司经营效率较高, 直接间接融资渠道畅通, 整体来看, 公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看, 2019年, 公司EBITDA为64.55亿元, EBITDA利息倍数小幅增长, 为2.74倍; 全部债务/EBITDA倍数有所下降, 为9.17倍。考虑到公司作为厦门市国资委直属企业持续接受政府注资, 股东支持力度强, 整体来看, 公司长期偿债能力强。

截至2020年3月底, 公司共获各大银行等金融机构授信额度1556.60亿元, 其中未使用的授信额度为695.80亿元, 间接融资渠道畅通。公司下属子公司象屿股份为A股上市公司, 直接融资便利。

截至2020年3月底, 公司对外担保余额为45.47亿元。其中, 子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额5.46亿元, 象屿地产的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保22.12亿元, 对合资公司的银行融资提供担保15.97亿元, 对社会公益项目的银行融资提供担保1.92亿元。

未决诉讼方面, 截至2020年3月底, 公



公司及下属子公司涉及未决诉讼标的金额合计 27.20 亿元（含象屿股份诉讼金额 12.41 亿元，象屿金控及下属子公司诉讼金额 13.55 亿元），占 2020 年 3 月底净资产的 6.15%，存在一定或有负债风险。

## 6. 母公司财务分析

**母公司货币资金余额偏低，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主，资产质量一般；本部作为控股型集团企业自身经营性业务规模不大，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，利润主要来源于投资收益；考虑到权益中包含较大规模的其他权益工具，母公司整体债务负担重；短期偿债压力大，对再融资依赖程度高。**

截至 2019 年底，母公司资产总额 290.96 亿元，流动资产占 46.31%，非流动资产占 53.69%；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 5.37 亿元和 122.38 亿元（合并层面其他应收款及应收利息合计为 62.55 亿元。其他应收款期末余额前五大全部为合并范围内关联方往来款 72.53 亿元，包括应收象屿保理 20.20 亿元、象屿金控 14.64 亿元、象屿地产 13.85 亿元、厦门象盛镍业有限公司 12.92 亿元和象屿资管 10.92 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 7.68 亿元和 140.37 亿元（其中对子公司投资 132.52 亿元）。截至 2019 年底，母公司负债合计 154.89 亿元，流动负债占 60.51%，非流动负债占 39.49%；流动负债中短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为 43.50 亿元、18.97 亿元和 20.02 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 8.61 亿元和 52.43 亿元。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 53.23%，有息债务合计 143.54 亿元，其中短期债务 82.50 亿元。考虑到公司所有者权益中包含其他权益工具 116.90 亿元，若将其调整入债务计算，则母公司全部债务合计 260.44 亿，资产负债率为 93.41%，债务负

担重。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司权益合计 136.07 亿元，其中实收资本 17.76 亿元，其他权益工具（全部为永续债）116.90 亿元，未分配利润为-6.13 亿元，较上年底（2.02 亿元）减少 8.15 亿元，原因系当年上缴国有资本收益及其他权益工具付息所致所致。母公司权益构成中其他权益工具规模很大，权益稳定性偏弱。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 0.30 亿元，财务费用合计 1.33 亿元，产生投资收益 3.89 亿元（其中对成本法核算的长期股权投资收益 3.74 亿元），发生资产减值损失-0.62 亿元，实现利润总额 0.76 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，2019 年经营活动产生的现金流量净额为-0.36 亿元；投资活动产生的现金净流入 15.61 亿元；筹资活动现金净流出 21.42 亿元。截至 2019 年底，母公司期末现金及现金等价物余额 5.37 亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力

**公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强；经营活动现金流入量对存续期债券余额的保障能力强。**

截至 2020 年 5 月底，公司存续期债券余额合计 227.73 亿元，一年内到期（含回售行权）债券余额 104.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产 133.15 亿元，为一年内到期债券余额的 1.28 倍；2019 年，公司经营活动现金流入量 3256.55 亿元，为公司存续期债券余额的 14.30 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；公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续期债券的保障能力较弱。

表16 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

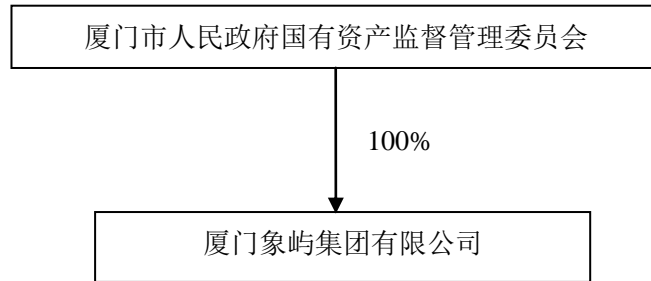
项目	2019年
一年内到期债券余额	104.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.28
经营活动现金流入量/应付债券余额	14.30
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.15
EBITDA/应付债券余额	0.28

资料来源:联合资信根据公开资料整理

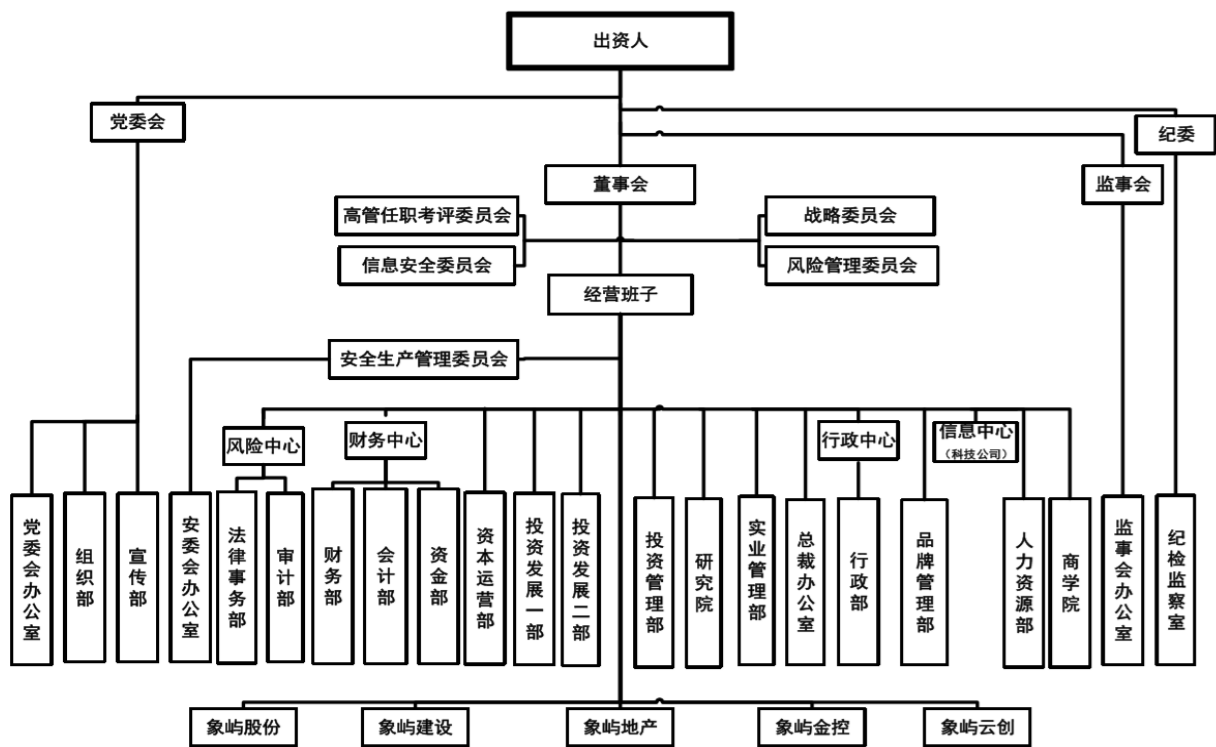
## 十二、结论

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。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)**

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	81.37	138.21	133.15	134.50
资产总额(亿元)	916.99	1159.74	1393.67	1590.00
所有者权益(亿元)	280.87	358.66	435.55	441.97
短期债务(亿元)	297.27	301.36	344.16	542.05
长期债务(亿元)	135.85	235.68	247.71	271.39
全部债务(亿元)	433.12	537.03	591.88	813.43
营业收入(亿元)	2140.89	2414.61	2841.82	680.95
利润总额(亿元)	24.30	30.15	34.66	5.12
EBITDA(亿元)	44.17	54.57	64.55	--
经营性净现金流(亿元)	-56.48	35.20	33.52	-181.15
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	72.51	49.06	38.11	--
存货周转次数	6.78	6.83	7.20	--
总资产周转次数	2.60	2.33	2.23	--
现金收入比(%)	115.32	113.07	107.94	114.90
营业利润率(%)	3.27	3.37	3.87	2.16
总资本收益率(%)	4.49	4.67	4.46	--
净资产收益率(%)	6.47	6.99	5.95	--
长期债务资本化比率(%)	32.60	39.65	36.25	38.04
全部债务资本化比率(%)	60.66	59.96	57.61	64.79
资产负债率(%)	69.37	69.07	68.75	72.20
流动比率(%)	136.17	139.27	127.15	124.18
速动比率(%)	71.85	72.61	71.85	69.03
经营现金流动负债比(%)	-11.59	6.37	4.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.34	2.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.81	9.84	9.17	--

注：2020 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；长期应付款中的有息债务已计入长期债务和全部债务；2017-2020 年 3 月底所有者权益中分别包含其他权益工具 45.00 亿元、93.00 亿元、116.90 亿元和 132.90 亿元

**附件3 主要财务数据及指标 (母公司/公司本部)**

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	7.49	11.54	5.37	22.45
资产总额(亿元)	235.14	301.17	290.96	345.86
所有者权益(亿元)	78.08	116.89	136.07	152.54
短期债务(亿元)	93.69	65.45	62.47	73.98
长期债务(亿元)	51.31	89.40	61.04	72.94
全部债务(亿元)	145.01	154.86	123.51	146.92
营业收入(亿元)	0.27	0.33	0.30	0.42
利润总额(亿元)	0.75	3.47	0.76	-0.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.63	2.16	-0.36	7.24
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	1060.20	928.50	142.15	--
存货周转次数	--	--	--	--
总资产周转次数	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	79.19	98.22	90.00	18.29
营业利润率(%)	12.93	12.54	-33.95	87.33
总资本收益率(%)	1.07	1.83	3.08	--
净资产收益率(%)	0.96	2.97	0.56	--
长期债务资本化比率(%)	39.66	43.34	30.97	32.35
全部债务资本化比率(%)	65.00	56.99	47.58	49.06
资产负债率(%)	66.79	61.19	53.23	55.90
流动比率(%)	110.56	155.76	143.78	160.29
速动比率(%)	110.56	155.76	143.78	160.29
经营现金流流动负债比(%)	-1.57	2.27	-0.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注:2020年一季度财务数据未经审计;2017-2020年3月底所有者权益中分别包含其他权益工具45.00亿元、93.00亿元、116.90亿元和132.90亿元

## 附件 4 同行业企业对比数据

发行人	厦门象屿集团有限公司	厦门国贸控股集团有限公司	厦门国贸集团股份有限公司	厦门建发股份有限公司	安徽国贸集团控股有限公司	中国中纺集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	中央国有企业
经营数据时点	2019 年					
风险敞口（倍）	0.20	0.20	0.23	0.58	0.38	0.60
资产减值损失率（倍）	0.11	0.21	0.12	0.20	0.63	0.00
净营业周期（天）	42.52	47.51	59.26	162.83	39.02	108.47
财务数据时点	2019 年					
资产总额（亿元）	1393.67	1020.9	894.73	2953.99	332.6	224.17
所有者权益（亿元）	435.55	327.93	274.92	661.04	85.71	80.86
营业收入（亿元）	2841.82	2956.13	2180.47	3372.39	508.94	262.88
利润总额（亿元）	34.66	32.99	33.73	110.55	5.62	6.04
经营活动现金流净额（亿元）	33.52	-89.25	-35.78	112.15	17.19	16.96
资产负债率（%）	68.75	67.88	69.27	77.62	74.23	63.93

注：风险敞口 = (应收账款 + 应收票据 + 存货 + 预付款项 + 其他应收款) / 营业收入；资产减值损失率 = 资产减值损失 / 营业收入；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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+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 6-1 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 6-2 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 6-3 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