

厦门象屿集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕5846号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 象屿 MTN002B”“25 象屿 MTN001”“25 象屿 MTN003”“25 象屿 MTN007A”“25 象屿 MTN007B”“26 象屿 MTN001A”“26 象屿 MTN001B”“26 象屿 MTN002A”“26 象屿 MTN002B”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年七月十日

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

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

声 明

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

二、本报告系联合资信接受厦门象屿集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

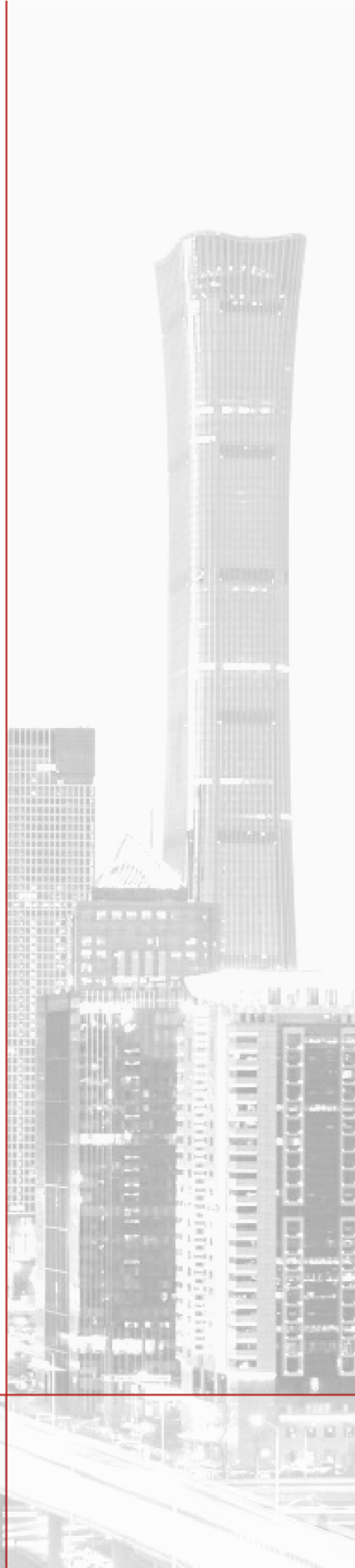
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



厦门象屿集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门象屿集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 象屿 MTN002B			
25 象屿 MTN001			
25 象屿 MTN003			
25 象屿 MTN007A			
25 象屿 MTN007B	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/10
26 象屿 MTN001A			
26 象屿 MTN001B			
26 象屿 MTN002A			
26 象屿 MTN002B			

评级观点

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”）是厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）直属的大型集团企业之一，在资源整合、业务协同和财政拨款方面获得厦门市国资委有力支持。公司以大宗商品供应链综合服务为核心主业，依托供应链业务形成的客户资源、物流网络和产业协同优势，持续向物流、先进制造、产业投资、综合金融及城市开发运营等领域延伸，形成以供应链综合服务为核心、产业协同发展的业务格局，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备极强的综合竞争优势；内控体系建设完善，内部管理制度健全。公司下属子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”）在多年的供应链管理与服务过程中积累了遍布全国的业务渠道，并不断完善铁路物流网点布局，供应链服务与物流业务协同发展，综合服务能力不断增强，2025 年，公司核心产品业务量有所提升；房地产业务主要布局于厦门、上海等经济基础较好的区域，近年来受房地产行业持续调整影响，销售规模有所下降，需关注存量项目去化及资金回笼情况；综合金融业务主要围绕供应链业务开展产业金融、供应链金融等综合服务，为核心主业提供融资支持、风险管理及客户协同，经营保持稳定，对公司盈利形成有益补充；制造业板块依托供应链资源布局新能源、新材料等产业，具有一定产业协同效应，但受行业景气度、原材料价格及市场需求波动影响，板块盈利表现具有强周期性。总体看，公司经营风险很低。财务方面，2025 年，公司营业总收入同比回升，利润总额保持增长，盈利指标有所改善；公司现金类资产较为充裕，资产流动性较好，但需关注公司应收账款、其他应收款、预付款项及存货的减值风险；债务规模持续增长，债务负担重，偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，财务风险较低。综合评估，公司整体偿债能力非常强。

个体调整：无。

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

评级展望

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

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

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

优势

- **公司所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。**厦门市作为五大计划单列市之一，区域战略地位突出。2025 年，厦门市经济实力持续增强，依托自由贸易试验区、国际航运中心、两岸贸易中心及国际供应链枢纽建设，厦门市交通网络体系较为发达，港口、机场、铁路和公路多式联运条件良好，为公司贸易业务开展创造了良好的外部环境。
- **厦门象屿综合物流服务能力处于行业领先水平。**厦门象屿构建了以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系 and 成熟稳定的全球化业务渠道，并持续推进大宗商品经营与物流服务的横向协同，为核心贸易品种竞争力提升提供了有力支撑。

- **公司再融资能力很强。**截至 2026 年 3 月底，公司获得总授信额度 3661.48 亿元，未使用的授信额度为 1763.47 亿元，间接融资渠道畅通。公司下属子公司厦门象屿为 A 股上市公司，具备直接融资渠道；2025 年 2 月，厦门象屿完成非公开发行 A 股股票，募集资金总额 32.20 亿元，募集资金净额 31.79 亿元，资本实力得到提升。
- **政府支持力度强。**公司是厦门市大型国有独资企业之一，公司多次获得政府增资及财政拨款转增资本，且持续获得政府补助，政府对公司支持力度很大。

关注

- **供应链业务盈利水平较低，叠加近年来大宗商品价格波动加剧，风险管理压力有所加大。**公司以大宗商品经营与物流服务为主业，行业总体毛利率较低。近年来，宏观经济增速放缓，地缘局势错综复杂，大宗商品价格波动显著加大，对全球产业链及供应链造成较大冲击，需关注公司持续面临的客商资信风险、业务模式风险、价格波动风险及货权管控风险。
- **受房地产市场持续调整等因素影响，公司地产板块销售规模持续下降；同时不锈钢等制造业行业周期性强，业绩波动性大。**2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局，受此影响，公司房屋签约销售面积与金额延续下降态势，并持续计提较大规模存货跌价准备，需关注后续存货去化风险。同时，公司不锈钢等制造业行业周期性强，经营业绩受行业景气度、原材料价格及市场需求等因素影响波动大。
- **公司债务负担重，且以短期债务为主，对流动性管理要求很高。**公司供应链业务经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在季节性波动，地产板块在建、拟建项目尚需投资规模较大，对外融资需求持续存在，对流动性管理要求很高。截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率 73.38%，全部债务资本化比率 66.54%，债务结构以短期债务为主，考虑到公司所有者权益中包括永续债等其他权益工具，公司实际债务负担重。
- **公司受让子公司债权和对外投资规模较大，需关注相关标的后续资金回收情况及收益实现情况。**公司整体受让厦门象屿对江苏德龙镍业有限公司及其控股子公司和关联公司的债权，上述事项涉及的金额较大，需关注相关标的后续资金回收情况及收益实现情况。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 贸易企业主体信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		3
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+3
模型级别				AAA

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《贸易企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

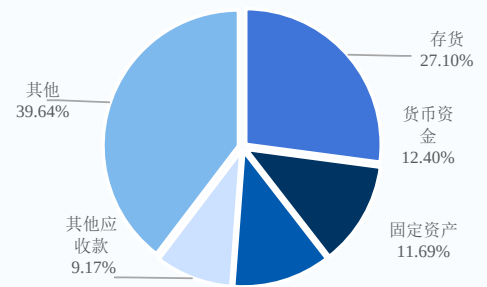
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	461.70	541.63	618.02	600.59
资产总额（亿元）	3315.88	3389.42	3762.75	3935.38
所有者权益（亿元）	874.90	882.70	1010.45	1047.75
短期债务（亿元）	1002.10	1226.54	1300.53	1418.21
长期债务（亿元）	451.09	434.99	655.78	665.59
全部债务（亿元）	1453.20	1661.52	1956.31	2083.80
营业总收入（亿元）	4904.98	4164.15	4638.74	1122.78
利润总额（亿元）	13.44	23.50	54.88	11.05
EBITDA（亿元）	94.55	97.61	132.19	--
经营性净现金流（亿元）	87.63	36.75	37.80	-123.36
总资产报酬率（%）	1.85	1.87	2.52	--
资产负债率（%）	73.61	73.96	73.15	73.38
全部债务资本化比率（%）	62.42	65.31	65.94	66.54
流动比率（%）	119.98	115.80	126.79	126.69
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	2.89	2.14	2.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	2.04	2.80	--
业务放大倍数（倍）	5.61	4.72	4.59	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	584.62	768.35	832.87	892.60
所有者权益（亿元）	179.26	215.09	258.99	268.68
全部债务（亿元）	391.25	538.52	529.84	594.30
营业总收入（亿元）	2.20	3.13	2.40	0.59
利润总额（亿元）	5.74	7.88	8.23	0.42
资产负债率（%）	69.34	72.01	68.90	69.90
全部债务资本化比率（%）	68.58	71.46	67.17	68.87
流动比率（%）	100.73	100.77	135.39	130.73
经营现金流动负债比（%）	-12.24	-4.93	32.47	--

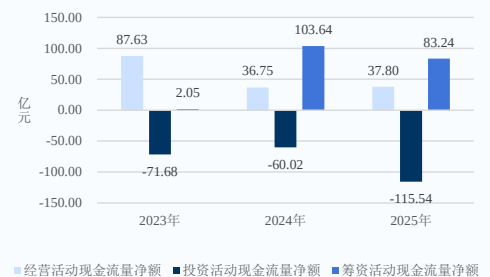
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标。

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

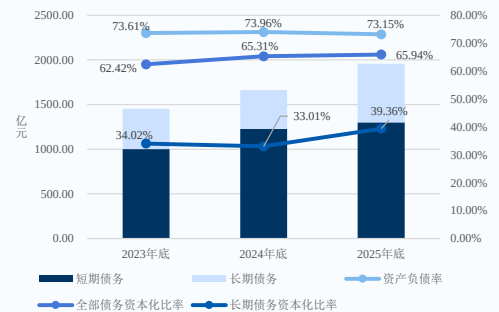
2025 年底公司资产构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
24 象屿 MTN002B	5.00	5.00	2027-03-28	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
25 象屿 MTN001	17.00	17.00	2027-01-09	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
25 象屿 MTN003	14.00	14.00	2027-03-24	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
25 象屿 MTN007A	13.00	13.00	2027-07-21	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
25 象屿 MTN007B	7.00	7.00	2028-07-21	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
26 象屿 MTN001A	4.00	4.00	2028-01-13	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
26 象屿 MTN001B	11.40	11.40	2029-01-13	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
26 象屿 MTN002A	3.60	3.60	2028-03-11	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济
26 象屿 MTN002B	16.40	16.40	2029-03-11	赎回、延期、调整票面利率、利息递延权、持有人救济

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；永续债券到期兑付日为下一行权日

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 象屿 MTN002A 26 象屿 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/02/28	赵兮 徐璨 李上	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
26 象屿 MTN001A 26 象屿 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/12/30	徐璨 李上	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 象屿 MTN007A 25 象屿 MTN007B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/14	徐璨 李上	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 象屿 MTN002B 25 象屿 MTN001 25 象屿 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/11	徐璨 李上	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 象屿 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/12	徐璨 李上	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 象屿 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/02	徐璨 李上	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 象屿 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/19	刘丙江 徐璨 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：王进取 wangjq@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司系根据厦门市人民政府《关于组建厦门象屿集团有限公司的批复》（厦府〔1995〕综 230 号）批准组建的国有企业集团，于 1995 年 11 月正式成立，初始注册资本 1.38 亿元。根据厦门象屿保税区管理委员会和厦门市财政局的相关批复，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.76 亿元，唯一股东和实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司以物流供应链为主业，辅以城市开发运营及综合金融等其他业务，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

2011 年 8 月，公司供应链业务核心子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”，证券简称“厦门象屿”，证券代码：600057.SH）成功借壳“ST 夏新”在上海证券交易所上市。截至 2026 年 3 月底，公司对厦门象屿直接及间接持股比例合计 49.05%，所持股权无质押。

截至 2026 年 3 月底，公司本部内设投资发展中心、实业管理部、风险管理中心、财务中心等部门（见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 3762.75 亿元，所有者权益 1010.45 亿元（含少数股东权益 653.83 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 4638.74 亿元，利润总额 54.88 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 3935.38 亿元，所有者权益 1047.75 亿元（含少数股东权益 679.98 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1122.78 亿元，利润总额 11.05 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评级的存续债券见下表，余额 91.40 亿元，募集资金用途与约定用途一致。

图表 1 • 截至本报告出具日由公司委托联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
24 象屿 MTN002B	5.00	5.00	2024-03-28	3+N
25 象屿 MTN001	17.00	17.00	2025-01-09	2+N
25 象屿 MTN003	14.00	14.00	2025-03-24	2+N
25 象屿 MTN007A	13.00	13.00	2025-07-21	2+N
25 象屿 MTN007B	7.00	7.00	2025-07-21	3+N
26 象屿 MTN001A	4.00	4.00	2026-01-13	2+N
26 象屿 MTN001B	11.40	11.40	2026-01-13	3+N
26 象屿 MTN002A	3.60	3.60	2026-03-11	2+N
26 象屿 MTN002B	16.40	16.40	2026-03-11	3+N

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至本报告出具日，上述存续债券均为永续债券，在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。基于上述债券条款，可得出以下结论：

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

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

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

综合以上分析，上述存续债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券的赎回设置使上述债券不赎回的可能性较小。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业分析

2025 年，中国进出口贸易在复杂的外部环境下顶压前行，延续了稳中向好的发展势头，累计出口同比保持良好增长，韧性较强；累计进口同比保持稳定；2026 年 1—4 月，中国进出口贸易延续较快增长，进口增速高于出口。中国贸易伙伴不断扩容，积极拓展新兴市场，“一带一路”共建国家、东盟等已成为中国出口增长的主引擎，中国出口高度依赖欧美的格局已发生变化，出口目的地结构更趋多元，但欧美需求、转口合规和贸易壁垒风险仍需关注。大宗商品价格方面，2025 年，原油价格下跌，钢铁、煤炭震荡运行，黄金价格创历史新高，玉米价格略有抬升；2026 年以来，原油价格强势反弹，大幅攀升，钢铁、煤炭价格有所回升，黄金价格波动加剧，玉米高位震荡后回落。贸易行业竞争格局变化不大，整体呈现“大市场、小主体”特征，行业集中度很低。政策层面，国家贸易政策持续迭代升级，在简化外贸流程、降低企业成本的同时，重点培育数字、绿色、服务等高端外贸业态，健全行业法治与标准体系，推动贸易从规模扩张向提质增效转型。展望 2026 年，产业升级、机电产品出口增长和市场多元化将继续为外贸提供支撑，但贸易保护主义、地缘扰动、能源航运波动和境外合规规则变化仍将对外需形成压制。国内方面，作为“十五五”开局之年，我国经济保持稳健复苏态势，内需持续回暖，为内外贸联动发展筑牢基础。依托扩大高水平对外开放、全面深化改革的政策导向，叠加产业升级、数字贸易、绿色贸易等扶持举措，营商环境持续优化。完整版行业分析详见[《贸易行业运行分析（2026 年 5 月）》](#)。

（2）地产行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026 年房地产开发经营行业分析》](#)。

2 区域环境分析

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强；依托自由贸易试验区、国际航运中心、两岸贸易中心及国际供应链枢纽建设，厦门市交通网络体系较为发达，港口、机场、铁路和公路多式联运条件良好，为贸易业务开展提供了较强保障。

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

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2025年，厦门市全年地区生产总值8980.37亿元，比上年增长5.7%。其中，第一产业增加值24.24亿元，增长2.5%；第二产业增加值3394.74亿元，增长7.1%；第三产业增加值5561.39亿元，增长4.8%。三次产业结构为0.3：37.8：61.9。

固定资产投资方面，2025年，厦门市固定资产投资（不含农户）比上年下降9.0%。分产业看，第二产业投资增长1.5%；第三产业投资下降12.6%。2025年，厦门市基础设施投资比上年增长11.2%，其中交通运输业投资增长1.5%；工业投资增长3.0%（其中制造业投资下降3.3%）；社会事业投资增长24.2%。

国内贸易方面，2025年，厦门市社会消费品零售总额3448.60亿元，比上年增长3.6%。按消费类型分，商品零售额3052.20亿元，增长3.1%；餐饮收入额396.40亿元，增长7.4%。对外贸易方面，2025年，厦门市货物进出口总额9600.22亿元，比上年增长3.0%，其中，出口5407.63亿元，增长8.6%；进口4192.58亿元，下降3.5%。其中，对共建“一带一路”国家进出口额4941.06亿元，增长6.8%；对RCEP国家进出口额3249.13亿元，增长1.1%。跨境电商进出口额206.55亿元，下降42.2%。2025年，厦门市一般贸易进出口总额7092.85亿元，比上年增长3.1%，其中，出口3783.67亿元，增长11.5%；进口3309.18亿元，下降5.0%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司以大宗商品供应链综合服务为核心主业，依托供应链业务形成的客户资源、物流网络和产业协同优势，持续向物流、先进制造、产业投资、综合金融及城市开发运营等领域延伸，形成以供应链综合服务为核心、产业协同发展的业务格局，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备极强的综合竞争优势。

公司为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市国有大型集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，也为厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。公司以大宗商品供应链综合服务为核心主业，依托供应链业务形成的客户资源、物流网络和产业协同优势，持续向物流、先进制造、产业投资、综合金融及城市开发运营等领域延伸，形成以供应链综合服务为核心、产业协同发展的业务格局。

供应链全产业链

公司供应链全产业链业务包含供应链业务及延伸产业链运营，其中供应链运营主体为下属上市公司厦门象屿。作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，厦门象屿贸易业务经营历史悠久。凭借多年深耕主业的积累和渠道资源优势，厦门象屿构建起“供应链引领、物流支撑、属地化运营、投资驱动”的全球化发展格局，沉淀了强大的全球化渠道和资源整合能力。2025年，厦门象屿实现国际业务货量超9700万吨；业务总额约273亿美元，同比增长23%。2025年2月，厦门象屿完成非公开发行A股股票，募集资金总额32.20亿元，募集资金净额31.79亿元，资本实力持续提升。截至2025年底，厦门象屿资产总额1286.97亿元，所有者权益合计380.55亿元，整体资本实力很强。

贸易品种方面，厦门象屿贸易商品的选择标准是：①流通性强，易变现；②标准化程度高，易存储；③需求量大，产业链条长，能够提供多环节综合服务。基于上述标准，公司主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类。

上下游渠道控制方面，厦门象屿拥有健全的全球资源渠道，国际客户多元，资源端覆盖全球主要矿产资源和农产品产区的大型矿山、种植园及贸易企业；制造端服务海内外大型制造业企业原材料及机械设备采购；分销端建成覆盖欧洲、中东、东南亚等主要消费市场的分销网络，并持续拓展“一带一路”沿线中大型企业客户，优化全球客户布局。厦门象屿在东南亚围绕资源禀赋

及产业政策所带来的产业转移、产业升级趋势，针对不锈钢、铝、钢铁、光伏等产业链构建了全流程供应链服务体系；在非洲构建了矿产资源供应链，稳定供应西非铝土矿、钛矿，尼日利亚选矿厂服务覆盖率超90%，锂矿服务头部新能源企业；在拉丁美洲深化矿产品、农产品及能源经贸合作。

采购方面，厦门象屿推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，厦门象屿在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。下游销售方面，厦门象屿主要业务品种直接销售给下游工厂型客户为主，客户包括生产企业、加工企业、电厂、光伏电站等，小部分产品向经销商销售作为备用渠道。厦门象屿与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，部分客户通过风险评估给予一定的赊销额度。厦门象屿要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，厦门象屿将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，厦门象屿为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。

客户结构方面，近年来，厦门象屿持续优化客户结构，2025 年制造业客户服务量占比超 60%；其中，新能源、黑色金属、不锈钢供应链制造业客户服务量占比超 70%，铝、煤炭、谷物原粮供应链制造业客户服务量占比 60%以上，油品化工供应链制造业客户服务量占比 50%以上。从结算方式看，上下游对厦门象屿资金存在一定占用，上下游交易对手信用风险对厦门象屿营运资产质量影响大。2023—2025 年，厦门象屿信用减值损失分别为 10.83 亿元、17.71 亿元和 1.91 亿元，2023 年及 2024 年计提规模较大，需关注厦门象屿面临的客商资信风险。

图表 2 • 厦门象屿上下游定价和结算方式及平均货款回收周期

项目	上下游结算模式	平均货款回收账期
采购	厦门象屿与上游供应商的结算方式主要包括银行承兑汇票、信用证和预付款（款到发货）方式，预付款对象主要为具有较好的产品资源、股东背景、财务状况和发展态势的工厂型企业，以及规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。在采购定价上，厦门象屿推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，厦门象屿在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。	应收账款综合账龄在 3 个月内
销售	厦门象屿与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，部分客户通过风险评估给予一定的赊销额度。厦门象屿要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，厦门象屿为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。	

资料来源：公司提供

物流配套资源方面，厦门象屿已构建“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系，包括贯通东西、串联南北的铁路运输网络，辐射全国的公路运输网络，立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络，覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群，以及链接海外市场的国际租船、国际班列等物流通道。面对客户，公司已形成“铝产品跨省流通”“北粮南运”“西煤东运”“北煤南运”等多条运输线路。

智能化信息科技体系建设方面，厦门象屿依托海量业务数据与大宗商品业务场景，以 AI 技术深度赋能业务全流程，孵化落地智能助手“屿象同学”等 AI 产品矩阵，围绕核心平台矩阵推动技术与业务深度融合，全面提升业务决策、市场价值发现与全链路运营能力。厦门象屿“屿链通”平台创新供应链金融产品，将数据资产转化为融资信用，释放数据要素协同价值，2025 年完成核心产品迭代并拓展屿数融，入选厦门数据管理局评选的“2025 年度数字厦门建设成果”，并获评国家高新技术企业；智运平台深化智能技术应用，落地在途异常预警、车货匹配大模型与智能调度等环节的智能化升级，获得多项行业认定与知识产权成果。通过智慧物流平台内嵌对合作仓库的 24 小时监控、电子围栏、线上出入库等功能，公司、客户均可通过平台进行存放货品的线上盘点、清查、回溯，以及通过线上智能化出入库功能，提高了出入库效率，并杜绝了仓库管理人员的职业道德风险。

产业链延伸方面，公司制造业板块的主要经营主体为 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）、黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）和辽宁象屿铝业有限公司（以下简称“象屿铝业”）。其中 OSS 公司为印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目公司，该项目已入选国家发改委“一带一路”重点项目库，并作为首批唯一一家中资企业获得印尼财政部 10 年全额+2 年减半的所得税免税优惠；项目位于印尼东南苏拉威西省 VDNIP 工业园区，是集矿产资源开发、生产冶炼、精深加工和港口物流为一体的对外经贸合作项目，项目采用国际最先进的技术 RKEF 工艺，年产 250 万吨 300 系不锈钢，可供应国际国内市场；项目于 2020 年一季度开始逐步建成投产，并已于 2021 年底完工，依托印尼丰富的镍矿资源及矿山、冶炼、不锈钢一体化产业链布局，OSS 公司在原材料获取、生产成本及供应链协同方面具有较强竞争优势，但盈利仍受镍价、不锈钢价格及行业景气度影响，呈现一定周期性。此外，公司依托供应链业务形成的客户资源及海外资源渠道，以辽阳为总部，统筹四大铝加工生产制造中心，夯实

辽阳、天津、营口、芜湖四大铝加工生产制造中心，依托产业园构建经营策略，开拓合作布局铝链上下游资源及产能，实现资源采购、加工制造和终端销售协同，经营体量稳居市场前列，具有较强的资源整合能力和供应链服务优势，但盈利仍受铝价波动及加工行业景气度影响。船舶制造方面，厦门象屿子公司象屿海洋装备股份有限公司（以下简称“象屿海装”）在散货船、不锈钢化学品船方面具备竞争优势。象屿海装所建造的化学品船、散货船全球适用性强（基本为 10 万吨以下，适用于多数内河航道、近海航线），提交订单的船东基本均为与公司已建立合作物流合作方或供应链合作客户，彼此在多项业务领域均有较深入的合作基础。截至 2025 年底，象屿海装在手订单量充裕，在手订单 114 艘；其中，Ultramax 系列优势散货船在手订单量全球领先，1 万吨以下化学品船在手订单量全球居首。近年来，随着船舶周期回暖以及公司推动精益生产和技术改造，公司船舶制造板块收入和利润整体呈增长趋势。

城市开发运营

公司城市开发运营业务主营商品房销售，并持续发展持有型商业物业、长租公寓、象屿物业等业务，运营主体为全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”），所开发的房地产项目主要以长三角（上海、江苏、浙江）为主，辅以福建、重庆、天津等地，产品立足于刚需和首改住宅。象屿地产业务中指研究院“2026 年中国房地产百强企业”第 25 位。截至 2025 年底，象屿地产资产总额 876.38 亿元，所有者权益合计 231.32 亿元。2025 年，象屿地产营业总收入 228.81 亿元，利润总额 21.70 亿元；综合毛利率 22.75%，位于行业内领先水平。

2022 年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，将相关港口航运相关资产及股权划拨注入公司，经营主体为厦门国际邮轮母港集团有限公司（以下简称“邮轮母港”）。业务领域涵盖邮轮产业链发展、海上客运交通、海上旅游、文旅文创、园区开发运营、对台货运及民生消费品供应链等业务。

综合金融服务

公司综合金融服务以厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金象”）为运营主体，主要围绕实体经济、消费服务业、国家战略性新兴产业、公司产业及上下游客户，聚焦发展产业金融、消费金融和资产管理三大核心业务。近年来，象屿金象类金融业务资产余额持续增长，与公司其他板块具有协同性。截至 2025 年底，象屿金象所有者权益合计 160.05 亿元，资本实力较强。

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 6 月 1 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有 9 笔被迫偿业务、6 笔关注类短期借款和 1 笔关注类银行承兑汇票、9 笔关注类信用证，均系 2009 年之前发生。根据公司出具的说明，查证为银行内部系统与中国人民银行系统之间对接存在问题所致，以上业务均已正常结清。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2026 年 7 月 8 日，联合资信未发现公司存在失信被执行人记录，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）重大事项

公司受让厦门象屿对江苏德龙债权涉及的资金规模大，相关债权回收情况以及与各板块协同性需持续关注。

2024 年 7 月 29 日，厦门象屿披露了《关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》，厦门象屿于 2024 年 7 月 28 日收到公司《关于拟整体受让厦门象屿及其子公司对江苏德龙及其控股子公司债权的通知》，公司已获悉江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”）及响水恒生不锈钢铸造有限公司、响水巨合金属制品有限公司、响水德丰金属材料有限公司被申请破产重整，经公司多方了解，上述四家公司目前在政府的监管之下，仍正常生产运营，具备滚动交货能力；为保障上市公司及其广大投资者的利益，公司拟整体受让厦门象屿对江苏德龙及其控股子公司的债权，包括但不限于厦门象屿对江苏德龙及响水恒生不锈钢铸造有限公司、响水巨合金属制品有限公司、响水德丰金属材料有限公司及其他江苏德龙控股子公司的预付账款、应收账款等对应的债权。2024 年 11 月 30 日，厦门象屿披露了《关于控股股东拟整体受让公司对江苏德龙债权暨关联交易的公告》，公司拟整体受让厦门象屿对江苏德龙及其子公司的债权，受让价格为 897426.59 万元。截至 2024 年 7 月 31 日，厦门象屿对江苏德龙债权账面余额为 897426.59 万元，账面债权评估值为 897426.59 万元，由于该等债权对应的担保物截至 2024 年 7 月 31 日市场总价值大于债权账面价值，故以账面价值作为债权评估值。根据协议约定，转让款实行分期支付，具体地，协议生效之日（含）起 30 日内支付 30%（269227.98 万元），协议生效一年之日（含）起 30 日内支付 40%（358970.64 万元），协议生效二年之日（含）起 30 日内支付 30%（269227.98 万元）。本次交易构成关联交易，本次交易不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

截至 2026 年 6 月 30 日，象屿集团已支付全部债权受让款。

为保障江苏德龙重整工作顺利推进，实现债务人资产与产业价值的整合与优化，维护和保障债权人合法权益，管理人依据《中华人民共和国企业破产法》及相关法律法规、司法解释等规定，已于 2025 年 4 月 8 日公开招募重整投资人。2025 年 4 月 28 日，响水法院依法裁定对江苏德龙等 30 家公司适用实质合并重整方式进行审理，并于同日指定管理人担任江苏德龙等 30 家公司实质合并重整管理人。2025 年 12 月，公司与江苏德龙等 30 家公司及其管理人签订了《重整投资协议》，公司作为部分资产的重整投资人参与江苏德龙等 30 家公司实质合并重整并将联合合作方共同对相关资产及权益实施重整投资事项。2026 年 1 月 30 日，江苏德龙破产重整案召开第二次债权人会议，并对《重整计划（草案）》进行表决。2026 年 3 月 20 日，《重整计划（草案）》经债权人会议表决通过。2026 年 3 月 24 日，江苏省响水县人民法院根据江苏德龙等 30 家公司及其管理人的申请，裁定批准《江苏德龙镍业有限公司等 30 家公司重整计划》。

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

（三）法人治理及管理水平

跟踪期内，公司董事长与总裁发生人事变更，新任董事长与总裁行业经验丰富，对公司日常经营管理无重大不利影响。

跟踪期内，公司发布的《厦门象屿集团有限公司关于董事长发生变更的公告》显示，根据《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于邓启东职务任职的通知》（厦国资组〔2026〕25 号）的有关决定，任命邓启东为公司董事长。同时，根据公司章程的规定，公司的法定代表人变更为邓启东。公司发布的《厦门象屿集团有限公司关于总裁发生变更的公告》显示，根据《厦门象屿集团有限公司董事会决议》（厦象集董〔2026〕6 号）的有关决定，任命吴捷为公司总裁。

邓启东先生，55 岁，在职硕士研究生学历，现任象屿集团党委书记、董事长，历任厦门联发（集团）进出口贸易有限公司综合管理部职员，厦门象屿国际贸易发展有限公司综合管理部职员，厦门象屿国际贸易发展有限公司业务部经理、综合管理部经理、副总经理兼综贸部经理，厦门兴大进出口贸易有限公司副总经理，象屿集团贸易中心副总经理、常务副总经理、总经理助理、贸易中心总经理、党委委员，厦门象屿党委书记、总经理、董事长，象屿集团党委副书记、总裁、董事。

吴捷先生，44 岁，硕士研究生学历，现任象屿集团党委委员、总裁、董事，厦门象屿党委书记、董事长。历任象屿集团贸易发展部信息员，厦门速传物流发展股份有限公司市场部业务员、经理，象屿集团投资发展部经理、投资发展副总监、投资发展总监、总裁助理、副总裁，象屿集团黑龙江区域党委书记，金象生化董事长。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，伴随供应链全产业链收入与毛利率增长，公司营业总收入与毛利率均有所提升。

2025 年，伴随供应链全产业链业务收入回升，公司营业总收入同比增长 11.40%；公司城市开发运营收入随房地产结转项目进度而有所波动，2025 年结转收入有所下降；公司综合金融收入有所提升，主要系产业金融收入增长所致。

2025 年，公司综合毛利率延续提升态势。其中，公司供应链全产业链业务受益于金象生化与 OSS 公司业绩改善，毛利率同比提升 1.01 个百分点；城市开发运营业务毛利率随结转项目影响有所提升；综合金融业务毛利率较为稳定。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 0.38%；综合毛利率 4.48%，城市开发运营业务毛利率下降较多，主要系当期结转项目盈利能力下降所致。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链全产业链	4777.84	97.41%	1.69%	3801.16	91.28%	1.56%	4350.06	93.78%	2.57%	1082.40	96.40%	3.80%
城市开发运营	90.83	1.85%	29.81%	326.86	7.85%	17.35%	243.44	5.25%	22.57%	28.29	2.52%	5.87%
综合金融	21.79	0.44%	92.97%	21.72	0.52%	92.34%	27.45	0.59%	92.93%	7.64	0.68%	90.81%
其他	14.52	0.30%	16.40%	14.41	0.35%	24.27%	17.79	0.38%	8.81%	4.45	0.40%	13.00%
合计	4904.98	100.00%	2.66%	4164.15	100.00%	3.35%	4638.74	100.00%	4.18%	1122.78	100.00%	4.48%

资料来源：公司提供

主要经营实体方面，2025 年，受益于能源化工板块、农产品业务及新能源业务增长，厦门象屿营业总收入同比增长 11.90%，净利润规模小幅提升；象屿地产结转收入规模下降，叠加持续计提减值、土地增值税及所得税同比增多等因素影响，净利润同比下降 42.40%；象屿金象业务规模有所扩大，净利润规模同比增加；金象生化实现净利润 2.41 亿元，在上一年扭亏为盈的基础上盈利进一步改善，主要系技术改造升级降低生产成本等因素所致；OSS 公司主动调整产品结构，收入规模同比增长，净利润同比扭亏为盈；邮轮母港亏损规模增加，主要系轮渡公司游客航线客单价同比下调及新增文旅项目筹建期费用增加所致；象屿铝业纳入公司合并范围，定位为象屿集团旗下核心铝产业平台，为公司收入及利润提供了补充。

图表 4•公司重要子公司财务情况（单位：亿元）

公司名称	主营业务	截至 2026 年 3 月底 持股比例	2024 年/底				2025 年/底			
			总资产	所有者 权益	营业总 收入	净利润	总资产	所有者 权益	营业总 收入	净利润
厦门象屿	大宗商品采购供应及 综合物流	49.05%	1238.73	347.29	3666.71	18.91	1286.97	380.55	4102.91	19.67
象屿地产	房地产开发	100.00%	996.68	248.05	314.64	20.17	876.38	231.32	228.81	11.62
象屿金象	产业金融、消费金 融、资产管理	100.00%	310.95	111.93	21.94	9.44	384.24	160.05	27.49	11.25
金象生化	粮食加工、粮食收购 与销售	59.44%	106.72	28.35	105.21	1.29	120.17	30.78	98.82	2.41
OSS 公司	不锈钢一体化冶炼	51.00%	334.90	30.84	157.80	-29.66	333.91	31.40	171.85	0.52
邮轮母港	港口航运	100.00%	44.25	13.15	7.46	-0.28	47.40	13.10	9.74	-1.71
象屿铝业	铝产业制造	59.43%	/	/	/	/	284.79	89.88	75.66	2.97

资料来源：公司提供

2 供应链全产业链

（1）大宗商品经营与物流服务

厦门象屿基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系，通过打通上下游渠道，不断增强核心贸易产品竞争力，2025 年厦门象屿核心贸易产品业务量恢复增长。但需关注国际形势、地缘政治及宏观经济对厦门象屿经营稳定性的影响。

厦门象屿大宗商品经营及物流服务业务经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是制造业企业客户和贸易商客户，上下游客户集中度低。大宗商品经营及物流服务业务已形成原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等具有厦门象屿特色的“全产业链服务模式”；在全产业链形成服务优势后，切入有赋能价值的生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。

①大宗商品经营

盈利结构方面，厦门象屿以服务收益和规模集拼收益为核心，辅以价差收益，并以资产管理思维进一步丰富盈利模式。

图表 5•厦门象屿大宗商品经营及物流服务业务盈利模式

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

资料来源：联合资信根据厦门象屿年报整理

图表 6 • 厦门象屿大宗商品经营业务产品分类收入构成情况（单位：亿元）

商品类别	2023 年			2024 年			2025 年		
	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量 (万吨)	收入	占比
能源化工	7317	868.12	19.76%	7020	800.57	23.20%	9865	1030.62	26.76%
金属矿产	13127	2715.05	61.81%	13984	2149.13	62.24%	14939	2141.27	55.59%
农产品	2035	606.53	13.81%	1390	401.97	11.64%	1677	471.53	12.24%
新能源	37	192.44	4.38%	54	92.52	2.69%	120	181.27	4.71%
其他	--	10.10	0.23%	--	8.59	0.23%	--	27.31	0.71%
合计	22515	4392.25	100.00%	22448	3452.78	100.00%	26601	3852.00	100.00%

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采等；
资料来源：厦门象屿年报

2025 年，厦门象屿大宗商品经营货量 26601 万吨，同比增长 18.50%，贸易品种结构基本保持稳定。2025 年，金属矿产经营货量同比增长 6.83%，其中黑色金属供应链主动调整组织架构，优化资源配置和品种结构，深化工贸一体，带动铁矿经营货量同比增长 14%，钢材经营货量同比增长超 50%。能源化工方面，厦门象屿煤炭供应链深化采销渠道建设和国际化发展，增加长协和海外销售，2025 年经营货量同比增长 40.52%。农产品方面，2025 年，厦门象屿加强流量经营、滚仓操作和国际化业务拓展，经营货量同比增长 20.69%；其中大豆国际经营量同比增长约 60%，服务型业务量同比增长 30%，粮链通、象心粮等创新模式贡献度提升。新能源方面，2025 年，厦门象屿深耕澳洲、南美、非洲三大主产区及赣、川、青区域，构建以海外矿山及选厂、正极材料厂、电池厂、大型国际商社为主高度产业化的上下游客商结构，发挥矿端资源、冶炼加工及物流优势，整体经营货量同比增长 122.54%。

2025 年，厦门象屿前五大供应商采购额占采购总额的比重为 13.00%，前五大客户销售额占销售总额的比重为 11.99%，上下游集中度低。

②大宗商品物流服务

厦门象屿物流体系在响应内部供应链业务需求的同时，依托内部业务形成市场化服务能力，进一步反哺供应链业务，实现商品经营与物流服务的双向赋能。厦门象屿同步构建提供产业链综合物流解决方案的产业物流能力，以及综合物流解决方案实施落地的专业物流能力，加速搭建产业链资源和物流服务能力相互成就的物流体系。2025 年，厦门象屿大宗商品物流服务收入同比增长 24.34%。2025 年，厦门象屿持续开拓产业型客户，巩固中国至东南亚、非洲、南美、欧洲、中亚等核心物流通道及节点优势，新增硅锰、硅铁、双胶纸等交割库资质，构建覆盖 19 类大宗商品的期货交割库体系，稳步提升业务量，推动收入和毛利同比增长。铁路物流方面，厦门象屿深耕煤、铝等核心品种，“疆煤外运”业务量同比增长近 30%，带动铁路物流服务收入同比增长 14.58%，毛利率小幅提升。新能源物流方面，厦门象屿深耕东南亚、非洲核心市场，2025 年新增澳洲-印尼、越南-印尼、中国-印尼航线，获取利润增长点。农产品物流方面，“北粮南运”通道整体运输量稳步提升，2025 年农产品物流服务收入同比增长较快，但受增量业务毛利率低于国储、省储等仓储存粮业务，农产品物流板块整体毛利率同比下降。

图表 7 • 2025 年厦门象屿大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

项目	主营业务收入		毛利		毛利率	
	金额	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
大宗商品物流	117	24.34%	9.8	17.13%	8.37%	减少 0.51 个百分点
其中：1.专业物流	87	10.40%	7.69	7.83%	8.83%	减少 0.21 个百分点
1.1 综合物流	54	8.05%	6.03	3.65%	11.06%	减少 0.47 个百分点
1.2 铁路物流	33	14.58%	1.66	26.23%	5.11%	增加 0.47 个百分点
2.产业物流	30	95.87%	2.11	70.72%	7.02%	减少 1.03 个百分点
2.1 新能源物流	13	16.24%	1.05	32.42%	8.00%	增加 0.98 个百分点
2.2 铝产业物流	11	606.42%	0.55	344.60%	5.00%	减少 2.95 个百分点
2.3 农产品物流	6	136.12%	0.51	59.10%	8.64%	减少 4.18 个百分点

资料来源：厦门象屿年报

图表 8 • 截至 2025 年底厦门象屿物流资源情况

项目	基础设施情况
铁路运输	拥有货运场站13个，铁路专用线87条，货场占地面积717万平方米，自备集装箱3万个
公路运输	自有车辆约1000辆，整合运力约28万辆车，覆盖全国核心，并有网络货运平台
水路运输	自有船舶5艘，整合船舶运力超过28万辆，与招商港口、山东港口、辽港集团建立战略合作关系
仓储体系	总库容约1200万吨，63个合作仓库，8个堆场，5个粮食收购平台，海外仓储节点超150个

资料来源：厦门象屿年报

（2）印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目

2025 年，在不锈钢行业景气度偏弱、产品价格承压及原料成本波动加剧的背景下，OSS 公司优化产品结构，当期实现同比扭亏为盈。不锈钢市场为强周期性行业，需关注行业周期性波动对 OSS 公司盈利的影响。

OSS 公司建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4000 万吨多功能码头。项目总投资金额 140.49 亿元，资金来源主要为项目贷款，项目已于 2021 年底基本完工，并于 2022 年投入运营。项目主要产成品为 300 系不锈钢坯和镍铁，销售以 FOB 模式为主，主要销往中国内地。2025 年，在不锈钢行业景气度偏弱、产品价格承压及原料成本波动加剧的背景下，公司优化产品结构，当期不锈钢坯产量大幅下降，镍铁产量同比增长。2025 年，OSS 公司实现营业收入 171.85 亿元，净利润 0.52 亿元，同比实现扭亏为盈。

图表 9 • OSS 公司主要产品产销情况表

品种	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
不锈钢坯	产量（万吨）	51.63	36.94	5.60	--
	销售量（万吨）	58.27	35.58	5.00	0.30
	产销率	113%	96%	89%	--
	单价（元/吨）	13205	10389	13228	20650
镍铁	产量（万吨）	124.48	138.23	178.20	46.25
	销售量（万吨）	129.62	130.26	172.68	43.03
	产销率	104%	94%	97%	93%
	单价（元/吨）	12490	9272	9557	9722

资料来源：公司提供

（3）铝产业制造

公司新增铝产业制造业务，为公司收入和利润提供了一定补充，同时有助于与公司大宗商品业务经营业务形成协同，放大公司供应链服务优势。

公司铝产业制造板块主要由子公司象屿铝业负责开展运营。象屿铝业成立于 2024 年 12 月 18 日，注册地位于辽阳市，注册资本 20 亿元。象屿铝业定位为象屿集团旗下核心铝产业平台，拥有辽阳、天津、营口、芜湖四大铝加工生产制造中心，主要从事工业铝挤压和工业铝压延型材及相关产品的研发、制造和销售，主要产品可分为电解铝、工业铝挤压型材、工业铝压延型材及其他相关产品等，其轻量化铝型材产品广泛应用于交通运输、绿色建造、机械设备及电力工程等多个领域。象屿铝业主要采取以销定产的模式，根据市场订单获取情况将生产的铝挤压型材、铝压延铝板、铝带、铝卷等产品销售给下游轨道交通、工业材、汽车、电子、包装、航空航天、半导体、电池等行业的客户，通过规模化生产，降低单位产品成本，提高生产效率，以获取更多利润。为确保各种原辅材料的有效供应及合理库存，加强供应链的整合，优化供应商结构，完善供应集中统一管理的业务流程和制度建设，象屿铝业推进大宗原辅材料的市场化的集中采购模式，降低采购成本。截至 2025 年底，象屿铝业碳素、电解铝、铝扁锭、铝型材、铝板带产品产能分别为 50 万吨/年、75 万吨/年、90 万吨/年、23 万吨/年和 120 万吨/年。2025 年，象屿铝业实现营业收入 75.66 亿元，实现净利润 2.97 亿元，经营成效优于公司预期。

（4）玉米深加工业务

2025 年，受益于技术改造，玉米深加工业务净利润进一步改善。

公司玉米深加工板块运营主体为金象生化，主要运营富锦产业园、北安产业园、绥化产业园三大园区，产品包含淀粉、淀粉糖、氨基酸、生物发酵饲料等，广泛应用于制糖、造纸、纺织、食品、医药、啤酒发酵、饲料等行业。金象生化下属富锦项目（85 万吨玉米深加工）和北安项目（100 万吨玉米深加工）承担 185 万吨淀粉深加工项目；下属绥化项目（150 万吨玉米精深加工）形成以

酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖 70 万吨及 30 万吨发酵用糖，以发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸 10 万吨、年产色氨酸 1 万吨。

2023—2025 年，金象生化实现营业收入分别为 111.13 亿元、105.21 亿元和 98.82 亿元，实现净利润分别为-1.94 亿元、1.29 亿元和 2.41 亿元，受益于技术改造升级，金象生化净利润由负转正。

3 城市开发运营

受房地产市场持续调整等因素影响，2025 年，公司房屋销售面积与金额延续下降态势，持续计提较大规模存货跌价准备；已取得预售证部分去化情况良好，剩余可售较为充足，主要分布于一二线城市，考虑到房地产市场需求不足，公司地产板块仍存在一定库存去化风险。公司房地产在建和拟建尚需较大规模投资，面临一定资金支出压力。此外，公司承担了厦门市部分市政配套项目建设任务，资金来源为财政资金，公司收取一定代建费用。

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

公司房地产业务主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，2025 年，公司新增土地储备占地面积变化不大，每年保持一定的拿地体量。受房地产市场下行等因素影响，2025 年，公司房屋销售面积与金额延续下降态势。

图表 10 • 近年来公司全口径房地产业务发展情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
房屋竣工面积（万平方米）	130.17	227.31	68.23	34.54
房屋销售面积（万平方米）	114.59	74.22	61.46	14.27
新增土地储备情况（万平方米）	33.32	32.11	32.50	3.50
平均销售单价（万元/平方米）	3.52	3.32	3.58	3.05
实际销售额（亿元）	403.40	246.50	220.03	43.56

注：新增土地储备面积为占地面积
资料来源：公司提供

从去化情况看，截至 2026 年 3 月末，公司在售及待售房地产项目总可售面积 416.67 万平方米，已取得预售证面积 284.45 万平方米，累计销售面积 211.09 万平方米，已取得预售证部分去化率约 74.21%。截至 2026 年 3 月末，公司剩余未售面积（全口径）合计 205.57 万平方米，可售面积充足。按未售面积计算，存量房地产项目分布在上海（19.16%）、福州（19.35%）、厦门（15.98%）、苏州（14.65%）、重庆（5.98%）、天津（5.61%）、绍兴（5.27%）、南平（2.19%）、南京（2.19%）、唐山（1.89%）共 10 个城市。2023—2025 年，象屿地产计提资产减值损失 2.61 亿元、13.50 亿元和 12.97 亿元，对公司利润造成侵蚀；若未来房地产市场进一步调整，公司仍将面临资产减值压力。

从项目投资情况看，截至 2026 年 3 月末，公司在建及拟建房地产项目总建筑面积 416.52 万平方米，主要位于上海、苏州、厦门、福州等地，总投资金额 730.07 亿元，累计投资 492.79 亿元，尚需投资 237.27 亿元，面临一定资金支出压力。

商业物业方面，截至 2026 年 3 月底，公司在厦门、上海和昆山持有三处商业物业，为厦门自贸金融中心、上海象屿大厦和昆山两岸贸易中心，项目总可租面积合计 12.57 万平方米，出租率均在 85%以上。

长租公寓方面，公司在上海、厦门、天津等地开展长租公寓业务。公司主要通过公开市场拿地、收购、合作开发、整合市场资源等方式运营开发。截至 2026 年 3 月底，公司长租公寓可租面积 23.57 万平方米，已租面积 21.09 万平方米，整体出租率 89.46%。

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 2026 年 3 月底，公司承担的主要在建代建项目包括海沧航道四期工程、厦门市中医院康复楼项目、福厦高铁配套综合开发区域天水路（圣岩路-孙霞路）综合管廊（电力舱）工程、福厦高铁配套综合开发区域仑上东路南段/锦珩路/锦安路工程等，上述代建项目投资总额 14.10 亿元，其中未竣工的代建项目总投资 6.89 亿元，资金来源全部为财政资金。代建中的工程款由业主支付，公司不承担项目的融资职能，并以实际总投资额的 0.4%~3%收取代建费用。

4 综合金融

综合金融业务以服务集团供应链业务为核心，通过产业金融、供应链金融、消费金融及资产管理等业务，为象屿集团及产业链上下游客户提供融资支持和风险管理服务，协同效应较强。2025 年，综合金融板块收入规模有所增加，各项业务不良率维持较低水平。

公司综合金融业务主要运营主体为象屿金象及其下属厦门象屿金象融资租赁有限公司、深圳象屿商业保理有限责任公司、厦门象屿小额贷款有限责任公司（以下简称“小额贷款公司”）和厦门象屿资产管理运营有限公司（以下简称“象屿资产”）等子公司。象屿金象业务收入主要来自产业金融收入（主要是通过保理、融资租赁、委托贷款等方式体现）、消费金融收入（主要是小额贷款公司及二手车融资租赁）、资产管理收入（主要是不良资产包处置）及传统类业务等，其中产融业务客户对象主要为象屿集团内部产业链相关的上下游企业，具有协同效应。2025 年，象屿金象实现营业总收入 27.49 亿元，同比增长 25.31%；实现利润总额 13.93 亿元，同比增长 25.15%。

图表 11 • 象屿金象业务收入构成情况（单位：亿元）

	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
产业金融	12.59	54.81%	11.20	51.06%	15.01	54.60%
消费金融	5.95	25.89%	5.44	24.81%	4.92	17.91%
资产管理	4.22	18.39%	5.18	23.60%	7.52	27.35%
其他	0.21	0.90%	0.12	0.54%	0.04	0.15%
合计	22.97	100.00%	21.94	100.00%	27.49	100.00%

注：细分项加总与合计数有细微差异，系小数末位四舍五入所致
资料来源：象屿金象年报

截至 2026 年 3 月末，象屿金象商业保理业务、产业金融-租赁业务、产业金融-委贷业务、小额贷款业务、汽车金融业务的不良率分别为 2.19%、0.00%、0.00%、0.20%、0.00%。风险管控方面，象屿金象制定《业务风险预警与应急处理制度》等内控制度。管理层负责对风险管理评价的实施要求、奖惩实施进行决策；审计部负责对各项风险管理制度执行情况进行检查并按季度进行考核，对于相关暴露问题进行处理优化。此外，公司建立风险预警体系，成立由董事长任组长的应急工作小组，指导监督各重大预警及出险项目的具体处置方法和进度；规定风险预警和出险项目处理机制。内控建设方面，公司采取风险控制关口前移，高管前置参与项目前期调查和论证工作；业务操作中实施 AB 角制度及四级评审管理；风险控制部门全过程参与项目决策、跟踪和监督等。针对发生逾期项目，公司将同步进行起诉和清收工作。

根据《厦门象屿金象控股集团有限公司关于业务风险准备金计提办法》，公司合理估计业务可能发生的风险，及时足额提取风险准备金（包括一般准备金和专项准备金）。一般准备金根据业务品种不同分为未到期责任准备金（担保业务按照保费收入的 50% 计提）、短期赔偿准备金（根据业务品种按照年末增量的 1%~1.5% 计提）、一般风险准备金等（担保、典当按照年末税后净利的 30% 计提）；专项准备金是指业务项目出险异常状况后，根据业务情况进行分类，按每笔业务的风险程度计提用于弥补出险损失的准备金。专项准备金在年末提取，年末由风控中心组织相关部门对于逾期及出险项目的抵质押物及保全资产进行评估，并将评估结果上报金控项目评审会评审并出具评审决议。结合决议结果将逾期及出险项目进行五级分类。若以贷款本金余额为计提基数，关注类按照 2%~5% 计提专项准备金；次级类按照 5%~10% 计提专项风险准备金；可疑类按照 10%~20% 计提专项风险准备金；损失类按照清算比例计提专项风险准备金。若抵押物及保全资产的评估值的 80% 无法覆盖贷款本金余额，则按差异数全额计提专项风险准备金。截至 2026 年 3 月末，公司类金融业务按上述办法累计计提风险准备金 6.91 亿元。

5 经营效率

2025 年，公司经营效率指标同比提升。

2025 年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率较 2024 年均有所回升。

图表 12 • 公司经营效率指标情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
应收账款周转率（次）	31.67	23.56	25.37
存货周转率（次）	4.84	4.06	4.54
总资产周转率（次）	1.57	1.24	1.30

资料来源：联合资信整理

6 未来发展

公司发展目标明确，符合公司定位，未来发展可持续性较强。

根据战略规划目标，公司将继续围绕国有资本投资公司的功能定位，持续对标世界一流、深化国企改革，并在业务发展上进一步聚焦供应链、产业链、金融、城市运营四大航道。公司“七五”期间目标：（1）形成“资-贸-物-工-融-投”体系，通过资源、贸易、物流、制造业、金融、投资等多元化业务组合，形成“产业-资产-资本”三圈联动的一套完整体系。（2）聚焦供应链、产业链、金融、城市运营四大航道，持续优化业务结构。供应链航道构建资产管理思维，发展多要素经营，培育不同产业环节的核心资产，向多元化产业链运营模式升级；产业链航道深化“供应链服务+生产制造”的战略协同，强化研发创新和精益管理，持续提升经营质量；金融航道推动产业金融、资产管理、普惠金融、产业投资“四轮驱动”，构建金融链、产业链、价值链“三链融合”的象屿金融生态圈；城市运营航道持续提升产品力、拓展新赛道，打造高品质理想人居，搭建高能级产业平台，推动港城文旅融合发展。（3）管理机制及管理效能将大幅优化，着力构建引领、赋能、攻坚、配置、校准的5大核心能力，推进总部功能定位升级，并将针对行业单元的能力差异，采取差异化的管控模式。（4）打赢6大战役：能力引领的做深做实、主业竞争力的升级释放、产业商业的延伸加速、运营管理的降本增效、全球化新坐标的打造、科技创新的有序推进。

（五）财务方面

公司提供了2025年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具标准无保留意见的审计结论。公司2026年1—3月财务报表未经审计。公司合并范围有一定变化，但公司主营业务突出，围绕供应链全产业链、城市开发运营和综合金融板块持续布局，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

1 主要财务数据变化

2025年底，公司资产总额保持增长，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，期末形成一定资金占用。公司资产受限比例一般，现金类资产较充裕，资产流动性较好，但面临一定信用减值和资产减值风险。

截至2025年底，公司合并资产总额3762.75亿元，较上年底增长11.01%。其中，流动资产占70.02%，非流动资产占29.98%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2025年底，公司货币资金466.57亿元，较上年底增长7.51%；其中受限货币资金60.15亿元，主要为保证金、冻结款项、定期存单及应计利息等，受限比例12.89%。截至2025年底，公司交易性金融资产130.18亿元，较上年底增长33.13%，主要系购买理财增多所致；其中，理财产品及其他占比58.06%，资产包占比40.96%、权益工具投资占比13.64%。截至2025年底，公司应收账款账面价值186.66亿元，较上年底增长4.29%；应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账12.40亿元，计提比例6.23%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款余额合计16.45亿元，占比8.26%，集中度较低。2023—2025年末，公司预付款项波动下降，其中2024年底下降较多主要系公司将对江苏德龙及其子公司的预付款项转入其他应收款所致。截至2025年底，公司其他应收款（合计）345.32亿元，较上年底增长1.23%，较上年底变化不大；其他应收款主要为厦门象屿贸易往来款、房地产项目合作股东往来款、支付合资公司合作项目营运款、押金及保证金等；累计计提坏账准备36.76亿元，计提比例9.63%。截至2025年底，公司存货1019.69亿元，较上年底增长8.82%，主要系库存商品增多所致；存货主要由库存商品（391.88亿元）、开发成本（421.46亿元）、开发产品（54.50亿元）、合同履约成本（16.09亿元）和在产品（21.38亿元）构成；累计计提存货跌价准备24.05亿元，计提比例2.30%，主要为对开发产品和开发成本的计提。截至2025年底，公司其他流动资产227.75亿元，较上年底增长37.65%，主要是资产包投放增加和预缴及待抵扣税费增加所致。截至2025年底，公司长期股权投资110.45亿元，较上年底下降10.47%，主要系对部分参股子公司减少投资所致；公司长期股权投资包括对合营、联营企业和其他股权的投资，投资范围包括物流、房地产、码头等领域的企业。截至2025年底，公司固定资产439.99亿元，较上年底增长21.75%；公司无形资产125.74亿元，较上年底增长179.99%，主要系合并象屿铝业所致。截至2025年底，公司受限资产481.47亿元，占总资产的12.80%，受限比例一般。

图表 13 • 公司主要资产情况

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	2366.42	71.37	2380.75	70.24	2634.73	70.02	2791.17	70.93
货币资金	379.77	11.45	433.98	12.80	466.57	12.40	450.10	11.44
交易性金融资产	69.41	2.09	97.79	2.89	130.18	3.46	137.33	3.49

应收账款	174.47	5.26	178.98	5.28	186.66	4.96	184.73	4.69
预付款项	252.42	7.61	161.01	4.75	168.48	4.48	199.15	5.06
其他应收款（合计）	223.38	6.74	341.12	10.06	345.32	9.18	351.72	8.94
存货	1046.28	31.55	937.03	27.65	1019.69	27.10	1103.64	28.04
其他流动资产	166.89	5.03	165.45	4.88	227.75	6.05	249.13	6.33
非流动资产	949.46	28.63	1008.67	29.76	1128.02	29.98	1144.21	29.07
长期股权投资	165.97	5.01	123.37	3.64	110.45	2.94	106.91	2.72
固定资产（合计）	374.73	11.30	361.37	10.66	439.99	11.69	433.70	11.02
无形资产	44.20	1.33	44.91	1.32	125.74	3.34	123.53	3.14
资产总额	3315.88	100.00	3389.42	100.00	3762.75	100.00	3935.38	100.00

注：表中占比为相关科目占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 3935.38 亿元，较上年底增长 4.59%，主要系预付款项和存货增加所致；公司资产结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司所有者权益保持增长态势，所有者权益中少数股东权益、永续类债券和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

截至 2025 年底，公司所有者权益 1010.45 亿元，较上年底增长 14.47%，主要系新增发行其他权益工具和合并象屿铝业导致少数股东权益增多所致。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 1.76%、15.55%、9.42%、0.43%、7.53%和 64.71%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 1047.75 亿元，较上年底增长 3.69%；所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司债务规模保持增长态势，以短期债务为主，债务负担重。

截至 2025 年底，公司负债总额 2752.30 亿元，较上年底增长 9.80%，主要系借款增多所致。其中，流动负债占 75.50%，非流动负债占 24.50%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。公司负债主要由借款和经营性负债构成。

图表 14 • 公司主要负债情况

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	1972.28	80.80	2055.92	82.02	2077.96	75.50	2203.10	76.29
短期借款	467.00	19.13	568.78	22.69	583.08	21.19	684.92	23.72
应付票据	294.35	12.06	281.00	11.21	377.67	13.72	329.49	11.41
应付账款	212.98	8.73	195.08	7.78	186.20	6.77	160.87	5.57
一年内到期的非流动负债	154.75	6.34	215.23	8.59	170.25	6.19	193.77	6.71
合同负债	539.47	22.10	429.10	17.12	391.36	14.22	436.31	15.11
其他流动负债	138.01	5.65	203.50	8.12	210.49	7.65	256.38	8.88
非流动负债	468.70	19.20	450.81	17.98	674.34	24.50	684.52	23.71
长期借款	261.04	10.69	306.86	12.24	479.62	17.43	542.32	18.78
应付债券	165.85	6.79	110.51	4.41	150.74	5.48	98.16	3.40
负债总额	2440.98	100.00	2506.73	100.00	2752.30	100.00	2887.63	100.00

注：表中占比为相关科目占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司全部债务 1956.31 亿元，较上年底增长 17.74%。债务结构方面，短期债务占 66.48%，长期债务占 33.52%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.15%、65.94%和 39.36%，较上年底分别下降 0.81 个百分点、提高 0.64 个百分点和提高 6.35 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司调整后全部债务增至 2113.43 亿元；债务结构方面，短期债务 1300.53 亿元（占 61.54%），长期债务 812.90 亿元（占 38.46%）。从调整后债务指标看，截至 2025 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 77.32%、71.24%和 48.79%，较调整前分别上升 4.18 个百分点、5.30 个百分点和 9.43 个百分点。

截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 2083.80 亿元，较上年底增长 6.52%。其中，短期债务占 68.06%，长期债务占 31.94%。截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.38%、66.54%和 38.85%，较上年底分别提高 0.23 个百分点、提高 0.60 个百分点和下降 0.51 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2026 年 3 月底，公司调整后全部债务增至 2251.32 亿元；债务结构方面，短期债务 1418.21 亿元（占 62.99%）、长期债务 833.11 亿元（占 37.01%）。从调整后债务指标看，截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.63%、71.89%和 48.62%，较调整前分别上升 4.26 个百分点、5.35 个百分点和 9.78 个百分点。

2025 年，公司营业总收入恢复增长，营业利润率有所提升，减值损失计提规模增加对经营性利润侵蚀较大，受套期保值影响投资收益有所波动，整体利润总额保持增长，盈利指标有所提升。

2025 年，公司营业总收入同比增长 11.40%，营业成本同比增长 10.44%；实现毛利润 193.78 亿元，同比增长 38.98%。期间费用方面，2025 年，公司费用总额同比增长 7.42%，主要系管理费用和财务费用增加所致；公司期间费用率为 2.44%，同比下降 0.09 个百分点。减值损失对公司利润持续造成较大侵蚀，其中 2025 年资产减值损失 18.45 亿元（主要为存货跌价损失）、信用减值损失 9.54 亿元（主要为其他应收款坏账损失）。公司其他收益主要为政府补助，2025 年，其他收益持续为公司利润提供补充。2025 年，公司公允价值变动收益同比增长 5.21%，主要来自于交易性金融资产。2025 年，公司投资收益转为负，主要系处置交易性金融资产取得的投资收益为负所致；公司运用衍生金融工具进行套期保值，期货市场的行情波动导致投资收益有所波动。综合上述因素影响，2025 年，公司利润总额保持增长，盈利指标有所提升。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 0.38%，利润总额同比下降 27.01%；其中投资收益-11.82 亿元，主要系处置交易性金融资产取得的投资损失所致。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	4904.98	4164.15	4638.74	1122.78
营业成本	4774.54	4024.72	4444.95	1072.47
期间费用	106.02	105.19	112.99	27.17
资产减值损失	-7.86	-17.10	-18.45	-0.72
信用减值损失	-11.96	-16.61	-9.54	-0.40
其他收益	7.82	6.19	8.51	2.22
投资收益	4.99	15.95	-4.97	-11.82
公允价值变动收益	4.50	9.84	10.35	-0.11
营业外收入	3.63	2.80	4.37	1.62
利润总额	13.44	23.50	54.88	11.05
营业利润率（%）	2.43	3.14	3.87	4.22
总资本收益率（%）	2.48	2.07	2.70	--
净资产收益率（%）	1.14	1.42	3.97	--
总资产报酬率（%）	1.85	1.87	2.52	

资料来源：联合资信根据财务报告整理

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

2023—2025 年，公司经营活动现金流入规模变动趋势与营业总收入变动趋势一致，现金收入比波动下降，整体经营活动现金流持续净流入。2023—2025 年，公司投资活动现金流持续净流出，主要系投资支付的现金规模较大所致。2023—2025 年，公司筹资活动现金流持续净流入，资金需求量大。2026 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出规模大，主要系一季度加大供应链采购备货所致；受投资支付的现金规模较大影响，投资活动现金净流出 60.37 亿元。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	6122.27	4780.26	5323.70	1354.85
经营活动现金流出小计	6034.64	4743.51	5285.90	1478.21

经营活动现金流量净额	87.63	36.75	37.80	-123.36
投资活动现金流入小计	781.57	563.62	411.75	96.68
投资活动现金流出小计	853.25	623.65	527.28	157.04
投资活动现金流量净额	-71.68	-60.02	-115.54	-60.37
筹资活动前现金流量净额	15.95	-23.27	-77.73	-183.73
筹资活动现金流入小计	1824.57	1955.76	2102.87	629.77
筹资活动现金流出小计	1822.52	1852.12	2019.63	435.66
筹资活动现金流量净额	2.05	103.64	83.24	194.11
现金收入比（%）	116.06	105.85	106.27	113.21

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

2025 年，公司短期与长期偿债指标均有所提升；公司可用授信余额较大，融资渠道畅通，且获得政府支持力度强，均可为偿债能力提供支撑。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率（%）	119.98	115.80	126.79
	速动比率（%）	66.93	70.22	77.72
	经营现金流动负债比（%）	4.44	1.79	1.82
	销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	2.89	2.14	2.37
长期偿债指标	EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	2.04	2.80

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据财务报告整理

从偿债指标看，2025 年，公司短期偿债指标与长期偿债指标均有所提升，整体偿债指标表现良好。截至 2025 年底，公司所有者权益规模很大，对资产减值空间的覆盖情况非常好。

截至 2026 年 3 月底，公司获得总授信额度 3661.48 亿元，未使用的授信额度为 1763.47 亿元，间接融资渠道畅通；公司下属子公司厦门象屿为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。整体看，公司再融资能力很强。

截至 2026 年 3 月底，公司合并对外融资担保（不含房地产阶段性按揭担保及担保公司的担保业务）34.30 亿元，占净资产的 3.27%，主要为对厦门天马显示科技有限公司项目融资担保 12.69 亿元和对厦门西海湾邮轮城投资有限公司项目融资担保 11.33 亿元，公司面临一定或有负债风险。

截至 2025 年底，公司及下属子公司作为被告的诉讼事项详见附件 1-3。整体看，未决诉讼对公司财务影响有限。

3 公司本部主要变化情况

母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。母公司权益中包含较大规模的其他权益工具，整体债务负担重。本部对非上市板块采用资金统筹集约管理，可以较为灵活的调配使用下属运营实体非受限货币资金余额，且通过直接持有或单体公司代持形式持有一定规模股票等金融资产和理财产品。通过上述资金统筹管理调度机制，公司本部资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

截至 2025 年底，母公司资产总额 832.87 亿元，较上年底增长 8.40%。其中，流动资产 423.23 亿元（占比 50.82%），非流动资产 409.65 亿元（占比 49.18%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.31%）、交易性金融资产（占 10.74%）和其他应收款（合计）（占 78.89%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 31.87%）和长期股权投资（占 63.70%）构成。截至 2025 年底，母公司货币资金为 43.65 亿元。

截至 2025 年底，母公司所有者权益为 258.99 亿元，较上年底增长 20.41%。其中，其他权益工具占比 60.67%。

截至 2025 年底，母公司负债总额 573.88 亿元，较上年底增长 3.73%。其中，流动负债 312.61 亿元（占比 54.47%），非流动负债 261.27 亿元（占比 45.53%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 23.62%）、其他应付款（合计）（占 14.10%）、一年内到期的非流动负债（占 20.96%）和其他流动负债（占 41.10%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 66.15%）和应付债券（占 33.83%）

构成。截至 2025 年底，母公司资产负债率为 68.90%，较上年底下降 3.10 个百分点。截至 2025 年底，母公司全部债务 529.84 亿元。其中，短期债务占 50.27%、长期债务占 49.73%。截至 2025 年底，母公司全部债务资本化比率 67.17%，母公司债务负担较重。

2025 年，母公司营业总收入为 2.40 亿元，利润总额为 8.23 亿元。同期，母公司投资收益为 10.49 亿元（取得投资收益收到的现金 17.08 亿元）。

2025 年，母公司经营活动现金流净额为 101.52 亿元，投资活动现金流净额-151.95 亿元，筹资活动现金流净额 24.10 亿元。

2025 年，母公司取得投资收到的现金为当期计入财务费用的利息支出的 0.96 倍。母公司作为控股型集团企业，主要将资金用于支持下属业务运营实体经营发展，资产构成以其他应收款和长期股权投资为主。公司本部对非上市板块采用资金统筹集约管理，可以较为灵活的调配使用下属运营实体非受限货币资金余额，且通过直接持有或单体公司代持形式持有一定规模股票等金融资产和理财产品。通过上述资金统筹管理调度机制，公司本部资产流动性保持在良好水平，对整体偿债能力形成有效支撑。

（六）ESG 方面

公司 ESG 风险较低，对其持续经营无负面影响。2026 年 4 月，公司子公司厦门象屿收到厦门证监局的警示函，联合资信将对其内控管理体系保持关注。

环境方面，公司下属贸易类和类金融企业面临的环境风险较小。公司下属生产制造板块在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物，需关注相关环保风险。社会方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高；作为国有企业，公司可承担一定社会责任。近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。2026 年 4 月，厦门象屿收到厦门证监局的警示函，厦门象屿已组织相关部门开展整改，联合资信将对公司内控管理体系保持关注。

七、外部支持

1 支持能力

厦门市作为五大计划单列市之一，财政实力非常强。

2025 年，厦门市实现一般公共预算总收入 1638.35 亿元，比上年增长 3.4%。其中，地方级一般公共预算收入 961.08 亿元，增长 3.0%。在地方级财政收入中，实现税收收入 675.52 亿元，增长 3.3%，其中，增值税 268.08 亿元，下降 4.7%；企业所得税 132.11 亿元，增长 9.8%；个人所得税 66.51 亿元，增长 14.0%；土地增值税 26.57 亿元，下降 7.5%。

2 支持可能性

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

厦门市国资委持有公司 100% 股份，厦门市国资委对公司控制程度很高。公司作为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业，承担了厦门市重点物流项目的开发运营及相关公共服务平台建设职能，先后完成了象屿保税区和厦门现代物流园区的开发运营任务，促进了厦门千亿物流产业链发展，并以自贸区产业综合发展平台为定位，未来继续承担自贸区重点平台项目开发建设、招商运营和政策创新等职能。2020 年 7 月，公司获批成为厦门市首批国有资本投资公司改革试点单位，承担开展国有资本股权投资、改善国有资本的分布结构、提升国有资产运营效益、实现国有资本保值增值的重要任务。公司将持续承担厦门市部分市政配套项目建设东坪山升级改造等城市开发建设使命，代表厦门市国资委参与出资中国文化产业投资基金二期项目。

2021 年 5 月，厦门市国资委、厦门市政府出具《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于支持厦门象屿集团有限公司未来发展的函》，根据相关决策部署，未来将重点从以下几方面支持公司发展：一、继续深化厦门国资国企资源整合，推动相关资源向包括公司在内的龙头国有企业聚焦，充分发挥龙头国有企业管理能力，在实现国有资产保值增值的过程中促进龙头企业更好地承担政府任务，在促进区域发展过程中发挥更大作用；二、在“一带一路”战略、粮食安全战略、“乡村振兴”以及厦门“五中心一基地”发展目标的大形势下，公司各项业务开展及未来发展方向符合国家产业、经济政策，对厦门市地方经济建设作出重大贡献，未来将支持公司对于厦门市整体发展发挥重要作用；三、鉴于公司对于厦门市经济社会发展的重要战略意义和作为市属国有资

本投资公司的重要地位，未来将继续向公司注入相关国有资产或资本金，并协同财政对公司进行政策倾斜和优先安排财政资金对公司进行支持，以达到不断提升公司资产质量和盈利水平的目标；四、公司为重点市属企业，除按照国家统一要求上收划拨股权的情况外，厦门市国资委无减持公司股权计划，将持续作为公司的控制人。

近年来，公司多次获得政府增资及财政拨款转增资本，且持续获得政府补助，政府对公司支持力度很大。

八、债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券余额 91.40 亿元，均为永续债券。2025 年，公司经营活动现金流入、经营活动现金流净额及 EBITDA 对调整后长期债务覆盖程度良好。考虑到股东背景、公司融资能力强等因素，公司对上述债券偿还能力极强。

图表 18 • 公司永续债券偿还能力指标

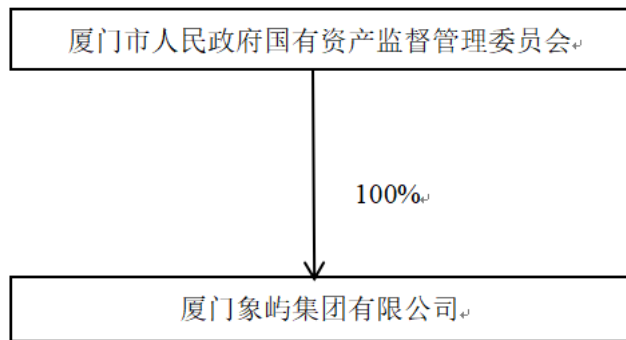
项目	2025 年
长期债务*（亿元）	747.18
经营现金流入/长期债务（倍）	7.13
经营现金/长期债务（倍）	0.05
长期债务/EBITDA（倍）	5.65

注：上表中长期债务为将由联合资信评级的永续债余额计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据 Wind 整理

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 象屿 MTN002B”“25 象屿 MTN001”“25 象屿 MTN003”“25 象屿 MTN007A”“25 象屿 MTN007B”“26 象屿 MTN001A”“26 象屿 MTN001B”“26 象屿 MTN002A”“26 象屿 MTN002B”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司（含子公司）作为被告的主要未决诉讼

事项 1：2022 年 4 月及 5 月，厦门龙津进出口贸易有限公司（以下简称“厦门龙津”）、福建省龙岩市国贸有限公司（以下简称“龙岩国贸”）分别与子公司厦门象屿股份有限公司的下属公司厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟采购铝锭，在象屿铝晟向厦门龙津、龙岩国贸转移了铝锭货权后，对方均向象屿铝晟出具了相关收货收据。2022 年 9 月及 11 月，厦门龙津、龙岩国贸分别向厦门市湖里人民法院对象屿铝晟提起两项诉讼，诉讼请求为解除原《铝锭购销合同》、返还原支付的采购货款及撤销其向象屿铝晟出具的收货收据，标的金额分别为 19,301.03 万元（两案合计）及 17,614.63 万元（两案合计）。象屿铝晟认为，公司不存在违约行为，厦门龙津、龙岩国贸应向其他责任方主张权利。

进展：经一审判决，法院驳回原告全部诉讼请求。二审法院驳回上诉，维持原判。二审判决为生效判决。

事项 2：2022 年 11 月，厦门象屿新能源有限责任公司（以下简称“象屿新能源”）根据与重庆天海电池材料有限公司（以下简称“重庆天海”）签订的合同向供货商西藏拾柴锂能科技有限公司（现已更名为西藏轻舟锂能科技有限公司，以下简称“西藏锂能”）采购锂精矿。重庆天海已向象屿新能源支付货款 1.06 亿元，象屿新能源相应支付给了西藏锂能。2025 年 1 月，象屿新能源收到重庆二中院应诉通知，重庆天海向重庆二中院起诉象屿新能源、西藏锂能、西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司（第三人，曾用名西藏扎布耶锂业高科技有限公司），以货物质量问题影响产品生产质量为由要求解除上下游合同、返还货款 1.06 亿元及支付违约金 3500 万元、诉讼及保全费用、律师费用等。象屿新能源认为，无论货物是否存在质量问题，重庆天海应当向西藏锂能主张权利，而不是向象屿新能源主张。因此，象屿新能源不应承担责任。

进展：象屿新能源就本案提出管辖权异议，经管辖权异议及管辖权异议上诉，重庆高院最终裁定本案移送拉萨市堆龙德庆区人民法院处理。现案件正在移送中。

事项 3：2022 年 4 月及 5 月，厦门金财产业发展有限公司（以下简称“金财公司”）分别与厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）、北京象屿国际贸易发展有限公司（以下简称“北京象屿”）、海南象屿供应链科技有限公司（以下简称“海南象屿”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟、北京象屿、海南象屿销售铝锭，合同约定先货后款。因金财公司经多次催告后仍无法按期交货，象屿铝晟、北京象屿、海南象屿陆续于 2022 年 6 至 8 月期间分别发函解除了与金财公司签订的《铝锭购销合同》。2025 年 9 月 22 日，金财公司向厦门市中级人民法院对象屿铝晟、北京象屿、海南象屿、象屿物流、上海闽兴大国际贸易有限公司（以下简称“闽兴大”）、厦门领象金属有限公司（以下简称“领象金属”）提起侵权纠纷诉讼，诉讼请求为要求象屿铝晟、北京象屿、海南象屿、象屿物流、闽兴大、领象金属连带赔偿金财公司 38,732.83 万元及相应利息损失。象屿铝晟、北京象屿、海南象屿、象屿物流、闽兴大、领象金属认为不存在侵权行为，金财公司应向其他责任方主张权利。

进展：本案一审判决驳回金财公司全部诉讼请求。

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	461.70	541.63	618.02	600.59
应收账款（亿元）	174.47	178.98	186.66	184.73
其他应收款（亿元）	223.38	341.12	345.32	351.72
存货（亿元）	1046.28	937.03	1019.69	1103.64
长期股权投资（亿元）	165.97	123.37	110.45	106.91
固定资产（亿元）	374.73	361.37	439.99	433.70
在建工程（亿元）	42.02	53.17	59.32	62.44
资产总额（亿元）	3315.88	3389.42	3762.75	3935.38
实收资本（亿元）	17.76	17.76	17.76	17.76
少数股东权益（亿元）	579.15	563.70	653.83	679.98
所有者权益（亿元）	874.90	882.70	1010.45	1047.75
短期债务（亿元）	1002.10	1226.54	1300.53	1418.21
长期债务（亿元）	451.09	434.99	655.78	665.59
全部债务（亿元）	1453.20	1661.52	1956.31	2083.80
营业总收入（亿元）	4904.98	4164.15	4638.74	1122.78
营业成本（亿元）	4774.54	4024.72	4444.95	1072.47
其他收益（亿元）	7.82	6.19	8.51	2.22
利润总额（亿元）	13.44	23.50	54.88	11.05
EBITDA（亿元）	94.55	97.61	132.19	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5692.59	4407.70	4929.49	1271.07
经营活动现金流入小计（亿元）	6122.27	4780.26	5323.70	1354.85
经营活动现金流量净额（亿元）	87.63	36.75	37.80	-123.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-71.68	-60.02	-115.54	-60.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.05	103.64	83.24	194.11
财务指标				
应收账款周转率（次）	31.67	23.56	25.37	--
存货周转率（次）	4.84	4.06	4.54	--
总资产周转率（次）	1.57	1.24	1.30	--
现金收入比（%）	116.06	105.85	106.27	113.21
营业利润率（%）	2.43	3.14	3.87	4.22
总资产报酬率（%）	1.85	1.87	2.52	--
净资产收益率（%）	1.14	1.42	3.97	--
长期债务资本化比率（%）	34.02	33.01	39.36	38.85
全部债务资本化比率（%）	62.42	65.31	65.94	66.54
资产负债率（%）	73.61	73.96	73.15	73.38
流动比率（%）	119.98	115.80	126.79	126.69
速动比率（%）	66.93	70.22	77.72	76.60
经营现金流动负债比（%）	4.44	1.79	1.82	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	2.89	2.14	2.37	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.44	0.48	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	2.04	2.80	--
业务放大倍数（倍）	5.61	4.72	4.59	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标；4. “--”表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.64	89.73	89.10	111.40
应收账款（亿元）	0.41	0.36	0.23	0.23
其他应收款（亿元）	190.07	306.15	333.90	370.16
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	280.56	221.93	260.93	260.89
固定资产（亿元）	0.71	0.62	0.53	0.52
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	584.62	768.35	832.87	892.60
实收资本（亿元）	17.76	17.76	17.76	17.76
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	179.26	215.09	258.99	268.68
短期债务（亿元）	202.54	375.28	266.36	337.11
长期债务（亿元）	188.71	163.24	263.48	257.19
全部债务（亿元）	391.25	538.52	529.84	594.30
营业总收入（亿元）	2.20	3.13	2.40	0.59
营业成本（亿元）	0.65	0.63	0.61	0.14
其他收益（亿元）	0.06	0.01	0.12	0.05
利润总额（亿元）	5.74	7.88	8.23	0.42
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.15	2.84	3.20	0.14
经营活动现金流入小计（亿元）	448.28	352.31	352.75	137.43
经营活动现金流量净额（亿元）	-26.51	-19.40	101.52	-42.46
投资活动现金流量净额（亿元）	12.74	-73.22	-151.95	7.69
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.99	151.00	24.10	49.05
财务指标				
应收账款周转率（次）	5.19	8.17	8.18	--
存货周转率（次）	--	--	--	--
总资产周转率（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	97.85	90.56	133.24	23.70
营业利润率（%）	67.02	76.39	69.30	71.42
总资产报酬率（%）	3.92	3.15	3.13	--
净资产收益率（%）	4.44	3.87	3.63	--
长期债务资本化比率（%）	51.29	43.15	50.43	48.91
全部债务资本化比率（%）	68.58	71.46	67.17	68.87
资产负债率（%）	69.34	72.01	68.90	69.90
流动比率（%）	100.73	100.77	135.39	130.73
速动比率（%）	100.73	100.77	135.39	130.73
经营现金流动负债比（%）	-12.24	-4.93	32.47	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.01	0.01	0.01	0.00
现金短期债务比（倍）	0.14	0.24	0.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “/”表示未获取，“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断