

厦门象屿股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第二期） 信用评级报告

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〕5021号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿股份有限公司及其拟发行的2026年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为AAA，厦门象屿股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年七月一日

声 明

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

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

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

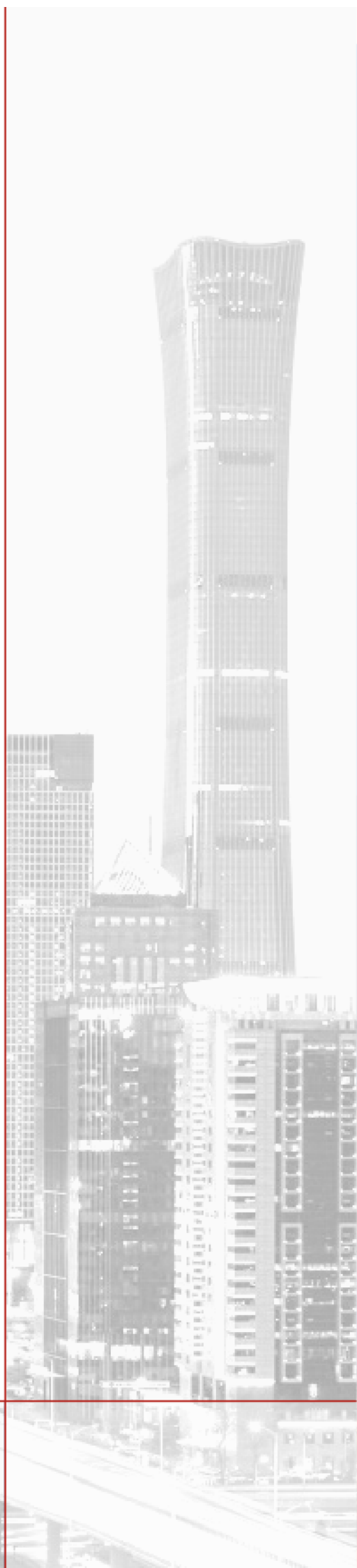
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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。



厦门象屿股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/01

债项概况 本期债项发行金额为不超过 20.00 亿元（含）。本期债项基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为一个重新定价周期，在每个重新定价周期末，厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”或“公司”）有权选择将本期债项的期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。本期债项采用固定利率，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息；本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司本部及子公司流动资金。

评级观点 公司是厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）大宗供应链业务经营实体，在其发展战略与业务布局上处于重要地位。作为厦门市重要的供应链管理与服务商之一，公司在区域环境、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具有显著优势。2023—2025 年，受外部环境变化等因素影响，公司营业总收入及经营货量有所波动。2025 年，受益于能源化工板块、农产品业务及新能源业务增长，公司核心产品业务量恢复增长，同时公司增加票据支付在业务结算中的使用并加强客商履约管理，多条线共同压降应收账款余额，经营活动现金净流入同比大幅回升，经营效率指标有所改善。此外，受益于船舶行业周期性回暖，公司船舶建造板块在手订单量充裕，成为公司经营性利润增长点。整体看，公司经营风险低，但需关注宏观经济调整下，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。财务方面，公司资产以供应链业务相关的流动资产为主，受限比例较低，整体资产流动性和质量良好，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。2025 年，公司完成非公开发行 A 股股票，资本实力得到提升。2023—2025 年，公司营业总收入波动下降，利润总额总体变化不大，盈利能力处于良好水平。公司债务负担重，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。

本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期债项赎回条款设置使本期债项不赎回的可能性较小，利息递延支付可能性小。本期债项的发行对公司债务结构有一定影响，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 未来，随着公司供应链业务的提质增效，聚焦核心产业链与核心客户，持续提升一体化供应链服务能力，不断深化服务价值，保持量的合理增长和质的稳步提升，公司综合竞争力有望进一步巩固。

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。
- **公司综合物流服务能力保持行业领先水平。**公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系，和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。
- **2025 年，公司完成非公开发行 A 股股票，资本实力得到提升。**2025 年 2 月，公司完成非公开发行 A 股股票，募集资金总额 32.20 亿元，募集资金净额 31.79 亿元，募集资金用于补充流动资金及偿还债务，本次定向发行后有助于改善公司资本结构，提升资本实力。

- **公司控股股东象屿集团综合实力强，公司在其发展战略、业务布局上处于重要地位，在流动性方面获得较大支持。**象屿集团为厦门市国有资产监督管理委员会履行出资人职责的市属大型国有集团企业，公司系其大宗供应链业务运营主体及其收入和利润的主要来源。2026 年度，公司及下属控股子公司获得象屿集团及其关联公司借款的最高额度为 100.00 亿元。

关注

- **供应链业务盈利水平较低，且面临资金占用与回收风险，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。
- **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，对外融资需求持续存在，峰值时的短期债务规模大，对流动性管理要求很高。截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率 70.11%，全部债务资本化比率 59.25%，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。

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	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	资产质量和盈利能力		2
		资本结构		4
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

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。

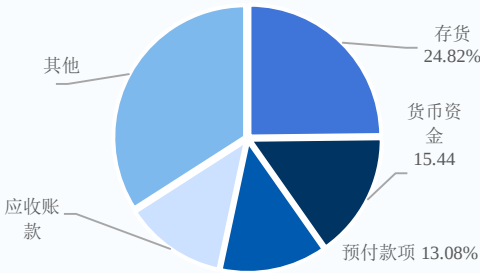
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	240.27	196.50	220.32	234.73
资产总额（亿元）	1297.05	1238.73	1286.97	1351.64
所有者权益（亿元）	371.92	347.29	380.55	404.02
短期债务（亿元）	580.34	550.89	559.49	567.89
长期债务（亿元）	35.61	37.24	19.52	19.52
全部债务（亿元）	615.95	588.13	579.01	587.41
营业总收入（亿元）	4590.35	3666.71	4102.91	991.21
利润总额（亿元）	24.50	22.78	22.70	6.57
EBITDA（亿元）	51.49	44.80	41.04	--
经营性净现金流（亿元）	55.87	56.04	100.97	-77.09
总资产报酬率（%）	3.23	2.80	2.38	--
资产负债率（%）	71.33	71.96	70.43	70.11
全部债务资本化比率（%）	62.35	62.87	60.34	59.25
流动比率（%）	125.93	116.24	123.56	125.03
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	6.00	4.76	5.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.94	3.75	5.18	--
业务放大倍数（倍）	12.34	10.56	10.78	--

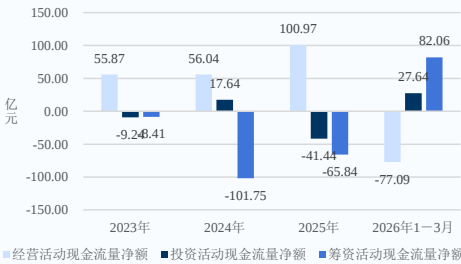
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	220.33	363.77	402.48	464.01
所有者权益（亿元）	151.28	196.35	280.27	302.52
全部债务（亿元）	41.42	70.59	75.16	97.12
营业总收入（亿元）	19.69	5.72	3.54	0.49
利润总额（亿元）	8.88	12.28	11.78	3.12
资产负债率（%）	31.34	46.02	30.36	34.80
全部债务资本化比率（%）	21.49	26.44	21.15	24.30
流动比率（%）	153.37	114.58	175.74	170.53
经营现金流动负债比（%）	14.74	0.62	1.61	--

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. 合并口径其他应付款、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：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

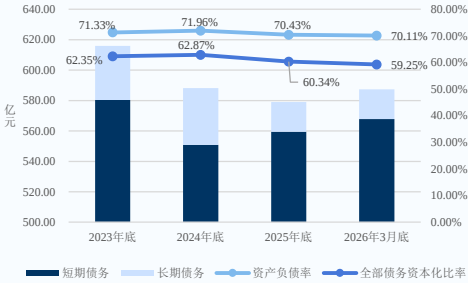
2025 年底公司资产构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/06/17	赵兮 王进取	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
AAA/稳定	2020/06/09	郭察理 王晴	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AA+/稳定	2016/10/24	刘嘉敏 姜帆	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）	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
 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、主体概况

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）前身为厦门特贸房地产开发公司，初始注册资本为 500.00 万元，历经多次增资扩股与股权变更，于 2011 年借壳夏新电子股份有限公司（以下简称“夏新电子”）在上海证券交易所上市，股票代码为“600057.SH”，2012 年股票简称变更为“象屿股份”。2018 年 5 月 17 日，股票简称变更为“厦门象屿”。历经配股、定增和资本公积转增股本，截至 2025 年底，公司注册资本 28.41 亿元，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）直接持有公司 47.98% 的股权，通过象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）间接持有公司 1.07% 的股权，为公司控股股东，厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）为公司实际控制人。

公司主营业务为大宗商品经营和物流服务业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为贸易企业。

截至本报告出具日，公司本部内设信息技术中心、财务中心、投资研究中心、风险治理中心等（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 1286.97 亿元，所有者权益 380.55 亿元（含少数股东权益 64.01 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 4102.91 亿元，利润总额 22.70 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 1351.64 亿元，所有者权益 404.02 亿元（含少数股东权益 63.71 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 991.21 亿元，利润总额 6.57 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 9 层 05 单元之一；法定代表人：吴捷。

二、本期债项概况

公司本次计划发行厦门象屿股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）（以下简称“本期债项”），发行金额为不超过 20 亿元（含）。基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为一个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债项的期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。募集资金拟全部用于补充公司本部及子公司流动资金。

本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他同类债务。

本期债项无担保。

本期债项在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期债项的特殊条款：

（一）续期选择权：以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债项的期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日，披露续期选择权行使公告。

若行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中披露：（1）本期债项的基本情况；（2）债券期限的延长时间；（3）后续存续期内债券的票面利率或利率计算方法。若放弃行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中明确将按照约定及相关规定完成各项工作。

（二）递延支付利息选择权：本期债项附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。

递延支付利息公告内容应包括但不限于：（1）本期债项的基本情况；（2）本次利息的付息期间、本次递延支付的利息金额及全部递延利息金额；（3）公司关于递延支付利息符合募集说明书等相关文件约定的声明；（4）受托管理人出具的关于递延支付利息符合递延支付利息条件的专项意见；（5）律师事务所出具的关于递延支付利息符合相关法律法规规定的专项意见。

递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

（三）强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

债券存续期内如发生强制付息事件，公司将于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

（四）利息递延下的限制事项：若公司选择行使递延支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

债券存续期内如发生利息递延下的限制事项，公司将于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

（五）初始票面利率确定方式：本期债项首次发行票面利率在首个周期内保持不变。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个交易日由中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为首个周期票面利率与初始基准利率之间的差值，并在后续重置票面利率时保持不变。

（六）票面利率调整机制：重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。

如果公司行使续期选择权，本期债项后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。当期基准利率为重新定价周期起息日前 5 个交易日由中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

（七）会计处理：公司根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，在会计初始确认时将本期债项分类为权益工具。本期债项申报会计师容诚会计师事务所（特殊普通合伙）已对上述会计处理情况出具专项意见。

债券存续期内如出现导致本次发行可续期公司债券不再计入权益的事项，公司将于 2 个交易日内披露相关信息，并披露其影响及相关安排。

（八）赎回选择权：除下列情形外，公司没有权利也没有义务赎回本期债项。公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债项。赎回的支付方式与本期债项到期本息支付相同，将按照本期债项登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

情形 1：公司因税务政策变更进行赎回。

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债项的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债项进行赎回。

公司若因上述原因进行赎回，则在发布赎回公告时需要同时提供以下文件：

- （1）由公司授权代表及财务负责人签字的说明，该说明需阐明上述公司不可避免的税款缴纳或补缴条例；
- （2）由会计师事务所或法律顾问提供的关于公司因法律法规的改变而缴纳或补缴税款的情况说明，并说明变更开始的日期。

公司有权在法律法规，相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日（即法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日）前 20 个交易日公告。赎回方案一旦公告不可撤销。

情形 2：公司因会计准则变更进行赎回。

根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号），公司将本期债项计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债项计入权益时，公司有权对本期债项进行赎回。

公司若因上述原因进行赎回，则在发布赎回公告时需要同时提供以下文件：

- （1）由公司授权代表及财务负责人签字的说明，该说明需阐明公司符合提前赎回条件；
- （2）由会计师事务所出具的对于会计准则改变而影响公司相关会计条例的情况说明，并说明变更开始的日期。

公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日前 20 个交易日公告（会计政策变更正式实施日距年度末少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债项。赎回的支付方式与本期债项到期本息支付相同，将按照本期债项登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权，则本期债项将继续存续。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期债项的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

(2) 从票面利率角度分析，本期债项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大。

(3) 本期债项的利息递延支付方面，公司在不发生强制付息事件情况下，仍可自行选择在付息日递延支付利息，但递延支付的金额将按照当期执行的利率计算。强制付息事件方面，2020 以来公司持续派发现金红利，2023—2025 年，公司分别派发现金红利 13.84 亿元、6.82 亿元和 9.74 亿元。公司每年分红稳定，历史经营状况良好且未来持续盈利可能性大。综上，公司递延支付利息可能性小。

综合分析，本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债项赎回条款及强制付息条款的设置使本期债项不赎回及递延支付利息的可能性小。

三、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最大变量：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）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 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。[《贸易行业运行分析（2026 年 5 月）》](#)。

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%。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，在经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力、智能化信息科技体系建设等方面具备突出的品牌优势和行业竞争力。但上下游交易对手信用风险对公司营运资产质量影响大，需关注公司面临的客商资信风险。

公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，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，公司构建起“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，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，公司完成非公开发行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，公司资产总额1286.97亿元，所有者权益合计380.55亿元，资本实力整体资本实力很强。

贸易品种方面，公司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，公司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。公司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，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。下游销售方面，公司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。公司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。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。同时，公司为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。

从结算方式看，上下游对公司资金存在一定占用，上下游交易对手信用风险对公司营运资产质量影响大。2023—2025 年，公司信用减值损失分别为 10.83 亿元、17.71 亿元和 1.91 亿元，需关注公司面临的客商资信风险。

客户结构方面，近年来，公司持续优化客户结构，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。

图表 1 • 公司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	公司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，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。	应收账款综合账龄在 3 个月内
销售	公司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。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。同时，公司为确保控制货权，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，公司已构建“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，公司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。公司“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，公司在行业周期中切入制造领域，延伸布局环节，扩张运营边界，现已形成造船、选矿和油脂加工三大制造业板块，并与控股股东在不锈钢、铝、玉米产业链制造板块形成协同，放大公司供应链服务优势。公司铝供应链拓展海外资源和下游加工环节，经营体量稳居市场前列。船舶制造方面，子公司南通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。公司所建造的化学品船、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。

2 人员素质

公司高管人员从业及管理经验丰富，员工文化素质较高。

截至 2026 年 3 月底，公司董事会成员共 15 名，其中董事长 1 名，副董事长兼任总经理 1 名，独立董事 5 名。

公司董事长吴捷先生，1981 年出生，现任公司党委书记、董事长，象屿集团党委委员、董事、总裁。曾任象屿集团投资发展总监、总裁助理、副总裁。

公司总经理齐卫东先生，1966 年出生，现任公司党委副书记、副董事长、总经理。曾任象屿集团贸易中心常务副总经理，厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“物流集团”）财务负责人、贸易中心管理本部及贸易事业部总经理，公司党委书记、副总经理、财务负责人。

截至 2025 年底，公司（合并口径）员工总数 8342 人，构成见下表。

图表 2 • 截至 2025 年底公司员工构成情况

教育程度	人数	专业构成	人数
高中及以下	1338	生产人员	2740
职高、中专	606	销售人员	1313
大专、本科	5540	技术人员、财务人员	1248
研究生及以上	858	行政、业务支持人员	3041
合计	8342	合计	8342

资料来源：公司年报

3 信用记录

公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至 2026 年 6 月 3 日，公司本部无未结清的不良信贷记录；已结清信贷中，有 89 笔垫款记录，有 192 笔关注类和不良类短期借款、3 笔关注类贴现、122 笔关注类银行承兑汇票、244 笔关注类信用证和 2 笔关注类保函。上述欠息及不良信贷记录的产生主要是由于公司于 2011 年借壳夏新电子上市，沿用原夏新电子营业执照、贷款卡等信息，发生在 2011 年 8 月 29 日前的所有贷款信息均为夏新电子重组前未偿还债务，与公司经营无关，公司在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

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 6 月 24 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，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。

六、管理分析

1 法人治理及管理水平

公司法人治理结构及部门设置完善，建立了较为全面的内部控制制度。2026 年 4 月，公司收到厦门证监局警示函，联合资信将对公司整改情况保持关注。

法人治理方面，根据公司章程，公司按照《公司法》要求建立了由股东会、董事会和高级管理人员组成的经营决策体系。管理架构方面，公司依据业务特点及需要设置了信息技术中心、财务中心、投资研究中心、风险治理中心等管理中心，在各中心下设管理部门。

公司制定了一系列内部管理和控制制度，防范企业运营风险，涵盖对外投资管理、资金管理、财务管理等方面内容，保证公司各项经营活动的正常有序运行。资金管控方面，公司建立健全融资管理、货币资金管理、应收账款管理等一系列制度。同时，公司严格执行《上海证券交易所股票上市规则》，不存在被控股股东及其关联方非经营性占用资金或者违反规定决策程序对外提供担保的情形。为满足公司业务开展中的资金需求，经公司董事会审批并经股东大会审议通过，象屿集团及其关联公司在 2026 年可对公司提供最高余额不超过 100 亿元关联借款，符合上市公司决策流程并正常披露。

2026 年 4 月 18 日，公司发布的《厦门象屿股份有限公司关于公司及相关责任人收到厦门证监局警示函的公告》显示，近日，公司收到中国证券监督管理委员会厦门监管局（以下简称“厦门证监局”）《关于对厦门象屿股份有限公司、邓启东、齐卫东、林靖、廖杰采取出具警示函措施的决定》（〔2026〕12 号）（以下简称“警示函”）。警示函的主要内容包括：公司 2023 年对有关供应商提供财务资助，未按规定履行相应的审议程序和信息披露义务，违反了《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 182 号）第三条第一款的规定。邓启东作为公司时任董事长、齐卫东作为公司总经理、林靖作为公司财务总监、廖杰作为公司董事会秘书，未能按照《上市公司信息披露管理办法》第四条、第五十一条的规定履行勤勉尽责义务，对公司上述违规行为负有主要责任。根据《上市公司信息披露管理办法》第五十二条的规定，厦门证监局决定对公司、邓启东、齐卫东、林靖、廖杰采取出具警示函的监督管理措施，并根据《证券期货市场诚信监督管理办法》（证监会令第 166 号）的规定将相关情况记入诚信档案。公司已组织相关部门开展整改，联合资信将对公司整改情况保持关注。

2 风险管理能力

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

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

七、经营分析

1 经营概况

2023—2025 年，受外部环境变化影响，公司营业总收入及综合毛利率有所波动。

2023—2025 年，公司营业总收入波动下降。其中 2024 年下降主要系受外部环境变化带来的不利影响持续加深，市场有效需求不足，导致大宗商品价格承压所致，2025 年同比增长主要系能源化工板块的油品、动力煤业务及新能源、农产品业务增长所致；主营业务收入占营业收入的比重保持在 99%以上，主营业务十分突出。

2023—2025 年，公司主营业务收入波动下降。其中，大宗商品经营与物流服务收入始终为公司最重要收入来源，2025 年收入占比 96.89%。公司其他收入主要包括船舶建造及铁矿石加工业务收入等，2025 年收入持续增长，占主营业务收入比重较小。2025 年，公司主营业务毛利率同比下降 0.19 个百分点至 2.02%。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 991.21 亿元，同比增长 2.05%；综合毛利率 3.02%。

图表 3 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗商品经营与物流服务	4463.09	97.57%	1.53%	3547.00	96.92%	1.88%	3969.15	96.89%	1.71%
其他	110.99	2.43%	12.41%	112.58	3.08%	12.66%	127.33	3.11%	11.72%
合计	4574.09	100.00%	1.80%	3659.58	100.00%	2.21%	4096.48	100.00%	2.02%

资料来源：公司提供

公司业务板块主要经营主体为物流集团、黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）和象屿海装。物流集团主要经营大宗商品采购供应及综合物流，2025 年收入规模有所增长，净利润大幅下降，主要系新能源供应链期货套保对应的期货端亏损已计入当期报表，现货端待按合同陆续完成销售交付，相关利润暂未在报表中确认所致。象屿农产主要经营农产品供应链业务，2025 年公司加强流量经营、滚仓操作和国际化业务拓展，经营货量同比增长，盈利水平大幅改善。象屿海装主营船舶建造，2023 年以来象屿海装不断优化自主设计品牌系列船型，品牌效应渐显，接单量提升，并通过工艺工法创新优化实现成本领先，通过优化生产工艺流程缩短建造周期，经营质效同比大幅提升。

图表 4 • 公司重要子公司财务情况

公司名称	业务性质	持股比例	截至 2025 年底注册 资本（亿元）	2024 年底（亿元）				2025 年底（亿元）			
				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
物流集团	大宗商品采购供应及综合物流	93.93%	59.49	978.71	208.21	3123.30	7.70	924.38	174.95	3554.83	0.16

象屿农产	农产品供应链	100.00%	37.63	165.04	68.06	220.77	-2.42	140.68	69.86	243.69	1.76
象屿海装	船舶建造	51.00%	3.60	65.16	3.74	59.32	5.44	83.02	11.54	64.63	7.72

资料来源：公司提供

2 大宗商品经营与物流服务

公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系 and 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 年公司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公司经营稳定性的影响。

公司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，公司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 • 公司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	依托产能能力，通过分析商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 6 • 公司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：公司提供

2025 年，公司大宗商品经营货量 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，公司煤炭供应链深化采购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，公司加强流量经营、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，公司深耕澳洲、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，公司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

公司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。公司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，公司大宗商品物流服务收入同比增长 24.34%。2025 年，公司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，公司深耕煤、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，公司深耕东南亚、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 年公司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：公司年报

图表 8 • 截至 2025 年底公司物流资源情况

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辆，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：公司年报

3 船舶建造

近年来，受船舶行业周期回暖影响，公司船舶建造业务期末手持订单量持续增长，在手订单量充裕，已成为公司利润增长点。公司通过收取订金及进度款的模式把控弃船风险，截至目前尚未发生弃单事件。

公司船舶建造业务主要由象屿海装开展。象屿海装主要产品为散货船、不锈钢化学品船以及其他特种船。近年来，受益于船舶周期回暖，象屿海装新船订单量、期末手持订单量和造船完工量呈增长趋势。2025 年，公司承接新船订单 53 艘，交付 28 艘，船舶交付周期进一步缩短。截至 2025 年底，公司在手订单 114 艘，生产计划排产至 2029 年。截至 2025 年底，象屿海装产能 179.25 万载重吨，产能利用率 100%。

公司船舶建造过程中无需公司垫款生产，自签订合同起收取部分订金，重要建造节点按进度收取进度款。弃船风险控制方面，若出现船东未按进度款支付预付款的情况，公司可根据建造协议扣收船东已支付预付款，根据订单建造情况另寻合作船东，或暂缓建造进度，截至目前公司尚未发生客户弃单事件。公司主要船型为适用性广的化学品船、散货船，若发生弃单事件，公司预计可在目前合作船东、供应链合作客户内寻得接收方。

图表 9 • 近年来象屿海装订单情况

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	数量 (万载重吨)	市场份额	数量 (万载重吨)	市场份额	数量 (万载重吨)	市场份额
造船完工量	148.28	3.30%	160.02	3.18%	179.25	3.34%
新船订单量	246.19	3.38%	242.93	1.88%	375.51	3.48%
期末手持订单量	412.81	2.68%	495.72	2.04%	691.98	2.52%

注：市场份额统计口径为公司在手订单/克拉克森年度报告（中国船厂订单总量）

资料来源：公司提供

4 经营效率

2024 年，公司经营效率有所下滑；2025 年，公司经营效率指标同比改善。

2024 年，主要受营业总收入和营业成本下滑影响，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均较上年下滑。2025 年，公司增加票据支付在业务结算中的使用，并加强客商履约管理加快经营周转，整体经营效率指标同比改善。

图表 10 • 2023—2025 年公司经营效率对比情况

对比指标	2023 年	2024 年	2025 年
应收账款周转率（次）	23.70	19.98	23.39
存货周转率（次）	16.16	13.36	13.77
总资产周转率（次）	3.75	2.89	3.25

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5 未来发展

公司未来发展战略主要围绕强化供应链服务主业核心竞争力制定，较为切实可行。

未来，公司将以“立足供应链、服务产业链、创造价值链”为责任，聚焦“三新一高”战略，坚持产业链新站位，构建资管新思维，发展多要素经营新模式，通过组织力重塑推动高质量发展，致力于成为“以供应链服务驱动产业链运营的全球领航者”。产业新站位方面，公司将不仅提供供应链综合服务，还将介入更高附加值的上游资源及下游制造加工环节，成为产业链的共建者与组织者。资管新思维方面，公司将依托供应链产业洞察，适时布局产业链关键环节与高附加值项目，将产业链的每个环节当作一个资产来看，实现从贸易价差收益到产业链服务收益再到生产性服务与产业投资收益的多元盈利结构，在行业轮动中持续价值发现与获利。多要素经营新模式方面，公司将系统构建资管视角下的核心能力，捕捉市场收益，形成区别于传统服务商的核心竞争力，逐步向“资源、贸易、物流、服务、加工、投资”的产业链运营投资模式升级，贯通资源获取、加工流通、终端服务全环节。高质量发展方面，公司将打造专业化子集团，实现总部从运营管控向战略型管控的转型，实现企业高质量发展。在新的五年发展战略规划期，伴随公司多要素经营模式的稳步推进，公司将构建“产业链运营收益+投资收益+交易收益”等多元盈利模式。

八、财务分析

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023—2025 年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。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。公司主营业务始终聚焦于大宗商品经营和物流服务业务，财务数据可比性较强。

1 资产质量

公司资产以供应链业务相关的流动资产为主。2025 年，随着公司加强客商履约管理以及增加票据结算的使用，应收账款及预付款项较上年底均有所下降，资产受限比例较低。考虑到供应链业务营运资产质量对客商准入、履约管理、货权控制和风险处置能力要求较高，且其他应收款中大宗货物往来诉讼或纠纷转入款占比仍较高，需关注上述资产的减值及跌价风险。

2023—2025 年末，公司资产规模波动下降，年均复合下降 0.39%。截至 2025 年底，公司合并资产总额 1286.97 亿元，较上年底增长 3.89%。截至 2025 年底，公司货币资金 198.69 亿元，较上年底增长 6.79%；其中受限货币资金 39.84 亿元，主要为保证金、定期存单及应计利息等，受限比例 20.05%。2025 年，公司加强客商履约管理，多条线共同推动应收账款压降，截至 2025 年底，公司应收账款账面价值 161.84 亿元，较上年底下降 14.38%；应收账款账龄以 3 个月以内为主，累计计提坏账 10.52 亿元，计提比例 6.10%。公司预付款项逐年下降，截至 2025 年底，公司预付款项 168.38 亿元，较上年底下降 15.34%，主要系增加票据支付在业务结算中的使用所致。截至 2025 年底，公司其他应收款（合计）86.51 亿元，较上年底增长 118.99%，主要系期货套保保证金增加所致；期末其他应收款主要由重大存货往来诉讼或纠纷转入款（41.77 亿元，累计计提坏账准备 27.04 亿元）和期货保证金（56.03 亿元）构成，累计计提坏账准备 27.04 亿元，计提比例 23.81%。截至 2025 年底，公司存货 319.47 亿元，较上年底增长 20.89%，主要系应对一季度钢材销售备货增多所致。

非流动资产方面，公司固定资产主要由房屋及建筑物、构筑物及其他设施和机器设备构成；截至 2025 年底，公司固定资产（合计）100.95 亿元，较上年底下降 2.57%，较上年底变化不大。截至 2025 年底，公司长期应收款 0.36 亿元，较上年底下降 99.41%，主要系应收控股股东受让江苏德龙镍业有限公司及其子公司债权的受让款转入一年内到期的非流动资产所致。截至 2025 年底，公司受限资产合计 58.54 亿元，占总资产的 4.55%，受限比例较低。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 1351.64 亿元，较上年底增长 5.03%，主要系货币资金、预付款项、存货和其他流动资产增多所致。其中，流动资产占 85.06%，非流动资产占 14.94%，公司资产仍以流动资产为主。

图表 11 • 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	1108.33	85.45	982.00	79.28	1085.26	84.33	1149.72	85.06
货币资金	222.56	17.16	186.06	15.02	198.69	15.44	209.74	15.52
应收账款	178.08	13.73	189.02	15.26	161.84	12.58	157.17	11.63
预付款项	301.79	23.27	198.89	16.06	168.38	13.08	189.44	14.02
其他应收款（合计）	48.24	3.72	39.51	3.19	86.51	6.72	93.51	6.92
存货	272.02	20.97	264.27	21.33	319.47	24.82	383.14	28.35
非流动资产	188.72	14.55	256.72	20.72	201.71	15.67	201.92	14.94
固定资产（合计）	101.30	7.81	103.61	8.36	100.95	7.84	98.83	7.31
资产总额	1297.05	100.00	1238.73	100.00	1286.97	100.00	1351.64	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

图表 12 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	39.84	保证金、定期存单及应计利息等
应收票据	0.33	已背书、已贴现但尚未到期的商业承兑汇票
应收账款	0.04	应收账款保理
存货	5.75	质押及售后回购
投资性房地产	1.76	抵押借款
固定资产	6.27	抵押借款
无形资产	0.56	抵押借款
其他流动资产	3.81	质押
其他非流动资产	0.17	质押
合计	58.54	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2023—2025 年末，公司权益规模波动增长；2025 年，随着定向发行股票完成和新增发行永续债，公司所有者权益规模增加；其他权益工具占比偏高，权益稳定性一般。

2023—2025 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 1.15%。截至 2025 年底，公司所有者权益 380.55 亿元，较上年底增长 9.58%，主要系完成定向发行股票和新增发行永续债所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.18%，少数股东权益占比为 16.82%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.46%、42.74、15.19%、0.24%和 16.36%。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 404.02 亿元，较上年底增长 6.17%，主要系发行永续债所致。

2025 年 2 月，公司完成《向特定对象发行 A 股股票》（以下简称“定向发行”），募集资金总额 32.20 亿元，募集资金净额 31.79 亿元，其中计入股本 5.74 亿元，计入资本公积 26.05 亿元。募集资金用于补充流动资金及偿还债务，本次定向发行后有助于改善公司资本结构，提升资本实力。本次定向发行 A 股股票的对象为招商局集团有限公司（以下简称“招商局”）、山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口”）及象屿集团，招商局、山东港口及象屿集团以现金方式一次性全额认购，其中招商局认购 10.00 亿元，山东港口认购 10.00 亿元，象屿集团认购 12.20 亿元，发行股数合计 5.74 亿股。

（2）负债

公司债务期限以短期为主，符合行业经营特征；公司整体债务负担重。

2023—2025 年末，公司负债规模波动下降，年均复合下降 1.02%。截至 2025 年底，公司负债总额 906.42 亿元，较上年底增长 1.68%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 96.90%，非流动负债占 3.10%，公司负债以流动负债为主。2025 年，公司增加了应付票据的使用力度，2025 年底应付票据较上年底增长 24.68%。截至 2025 年底，公司合同负债 121.10 亿元，较上年底增长 15.05%，主要系货款及与造船相关的合同负债增多所致。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额 947.63 亿元，较上年底增长 4.55%，主要系短期借款与合同负债增多所致。

图表 13 • 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	880.13	95.14	844.80	94.77	878.35	96.90	919.58	97.04
短期借款	230.72	24.94	240.79	27.01	159.48	17.59	203.63	21.49
应付票据	287.65	31.09	301.84	33.86	376.34	41.52	325.15	34.31
应付账款	135.54	14.65	124.41	13.96	119.92	13.23	109.71	11.58
合同负债	100.26	10.84	105.26	11.81	121.10	13.36	161.24	17.01
非流动负债	45.00	4.86	46.64	5.23	28.07	3.10	28.05	2.96
负债总额	925.13	100.00	891.44	100.00	906.42	100.00	947.63	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

有息债务方面，2023—2025 年末，公司全部债务持续下降，年均复合下降 3.04%。截至 2025 年底，公司全部债务 579.01 亿元，较上年底下降 1.55%，较上年底变化不大。其中，短期债务占 96.63%，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 70.43%、60.34%和 4.88%，较上年底分别下降 1.53 个百分点、下降 2.53 个百分点和下降 4.81 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 741.66 亿元；公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 83.07%、77.29%和 45.53%，较调整前分别上升 12.64 个百分点、16.95 个百分点和 40.66 个百分点。

截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 587.41 亿元，较上年底增长 1.45%。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 70.11%、59.25%和 4.61%，较上年底分别下降 0.32 个百分点、下降 1.09 个百分点和下降 0.27 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 770.06 亿元；公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 83.62%、77.67%和 47.73%，较调整前分别上升 13.51 个百分点、18.42 个百分点和 43.12 个百分点。

3 盈利能力

2023—2025 年，受大宗商品价格波动下行影响，公司营业总收入波动下降，公司运用期货工具和外汇合约对冲大宗商品价格及汇率波动风险，投资收益与公允价值收益有所波动；2023—2025 年，公司整体利润总额规模变化不大，盈利能力指标处于良好水平。

2023—2025 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 5.46%。2025 年，公司营业总收入同比增长 11.90%，营业成本同比增长 12.17%。2025 年，公司压降销售费用，且得益于融资规模与融资成本下降，期间费用同比下降 15.29%，期间费用同比压降显著。公司运用衍生金融工具进行套期保值，将衍生金融工具浮动盈亏确认为公允价值变动损益，并在业务滚动操作、移仓换月等时点将处置价款与初始投资成本的差额计入投资收益，2023—2024 年公司投资收益与公允价值变动收益为正，2025 年公司投资收益及公允价值变动损益变动主要是商品期货合约和外汇期货合约等衍生金融工具产生的浮亏增加所致。

非经营性损益方面，2023—2024 年，公司对其他应收款减值计提规模较大，主要为对西王系的减值，2025 年信用减值损失大幅下降；其他收益同比保持稳定。受益于期间费用压降幅度较大，加之各类减值计提的下降，2025 年公司实现利润总额 22.70 亿元，经营性利润有所下降，整体利润总额同比变化不大。

2026 年 1—3 月，公司实现营业收入 991.21 亿元，同比增长 2.05%；归母净利润 5.21 亿元，同比增长 2.42%。

图表 14 • 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	4590.35	3666.71	4102.91	991.21
营业成本	4502.08	3581.66	4017.68	961.32
期间费用	55.42	53.48	45.30	11.38
资产减值损失	-3.73	-3.07	-2.54	-0.55
信用减值损失	-10.83	-17.71	-1.91	-0.15
其他收益	6.75	5.25	5.21	1.73
投资收益	3.20	8.00	-11.05	-13.13
公允价值变动收益	0.03	2.80	-3.91	0.65
营业外收入	3.30	2.30	3.70	0.94
利润总额	24.50	22.78	22.70	6.57
调整后营业利润率	0.59%	0.73%	0.85%	1.74%
总资本收益率	4.11%	3.29%	2.87%	--
净资产收益率	6.22%	5.45%	5.17%	--

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

4 现金流

2025 年，公司增加票据支付在业务结算中的使用同时加快经营周转带动整体运营效率提升，公司经营活动产生的净流入同比大幅增长，筹资活动前现金流持续为正。考虑到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，呈现一定季节性波动特征，需关注季节性资金需求对公司流动性管理压力带来的影响。

2023—2025 年，公司经营活动现金流持续净流入。2025 年，公司经营活动现金流入同比增长 10.74%，变动趋势与营业总收入变动趋势一致，经营活动现金净流入量增长较多，主要系公司增加票据支付在业务结算中的使用同时加快经营周转带动整体运营效率提升所致。2025 年，公司用于支付期货合约等衍生金融工具保证金及购买理财产品净流出金额同比增加，投资活动现金流转为净流出，筹资活动前现金流持续为正。2023—2025 年，公司筹资活动现金流持续净流出。2025 年，公司新增借款下降、赎回永续债增多，筹资活动现金流仍为净流出状态。2025 年，公司现金及现金等价物净增加额-8.01 亿元。

2026 年 1—3 月，受年初提高备货影响，公司经营活动现金净流出 77.09 亿元，季度性波动明显，投资活动现金流量净额为 27.64 亿元，筹资活动现金流量净额为 82.06 亿元。

图表 15 • 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	5314.39	4066.21	4502.77	1141.44
经营活动现金流出小计	5258.52	4010.16	4401.80	1218.53
经营现金流量净额	55.87	56.04	100.97	-77.09
投资活动现金流入小计	56.59	96.28	82.41	78.67
投资活动现金流出小计	65.83	78.65	123.86	51.03
投资活动现金流量净额	-9.24	17.64	-41.44	27.64
筹资活动前现金流量净额	46.62	73.68	59.53	-49.44
筹资活动现金流入小计	1230.42	906.15	775.12	318.81
筹资活动现金流出小计	1238.83	1007.90	840.95	236.74
筹资活动现金流量净额	-8.41	-101.75	-65.84	82.06
现金收入比	115.07%	109.69%	108.48%	113.75%
现金及现金等价物净增加额	38.53	-28.15	-8.01	31.83

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 16 • 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 (%)	125.93	116.24	123.56
	速动比率 (%)	95.02	84.96	87.18
	经营现金/流动负债 (%)	6.35	6.63	11.50
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 (倍)	6.00	4.76	5.07
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	51.49	44.80	41.04
	全部债务/EBITDA (倍)	11.96	13.13	14.11
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.94	3.75	5.18

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从偿债指标看，2025 年底，公司短期偿债指标整体小幅改善，销售商品提供劳务收到的现金对流动负债保障能力较好；EBITDA 对全部债务的覆盖倍数小幅下降，对利息支出的覆盖倍数有所提升，并处于较好水平。截至 2026 年 3 月底，公司共获得银行授信 1860.16 亿元，已使用额度 826.78 亿元，未使用额度 1033.38 亿元，间接融资渠道畅通；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道，整体再融资能力很强。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 2025 年底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，公司及下属子公司作为原告提起诉讼的事项主要系买卖合同纠纷、进出口代理合同纠纷等案件，公司根据损失情况要求对方提供相应赔偿。截至 2025 年底，未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 1.85 亿元，主要为历史涉诉案件，公司已根据预计可回收金额相应计提了足额减值损失，预计对公司财务影响有限。截至 2025 年底，公司作为被告的诉讼事项详见附件 1-3。

6 公司本部财务分析

母公司有息债务规模可控，债务负担较轻，利润总额主要源于投资收益；母公司对子公司的管控能力很强。

截至 2025 年底，母公司资产总额 402.48 亿元，较上年底增长 10.64%。其中，流动资产 206.56 亿元（占比 51.32%），非流动资产 195.93 亿元（占比 48.68%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 19.28%）和其他应收款（合计）（占 78.95%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 99.29%）构成。截至 2025 年底，母公司货币资金为 39.83 亿元。

截至 2025 年底，母公司所有者权益为 280.27 亿元，较上年底增长 42.74%。截至 2025 年底，母公司负债总额 122.21 亿元，较上年底下降 27.01%。其中，流动负债 117.54 亿元（占比 96.18%），非流动负债 4.67 亿元（占比 3.82%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 46.61%）、应付票据（占 8.71%）和其他应付款（合计）（占 39.77%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 99.64%）构成。截至 2025 年底，母公司资产负债率为 30.36%，较 2024 年底下降 15.66 个百分点。截至 2025 年底，母公司全部债务 75.16 亿元。其中，短期债务占 93.78%、长期债务占 6.22%。截至 2025 年底，母公司全部债务资本化比率 21.15%，母公司债务负担较轻。

2025 年，母公司营业总收入为 3.54 亿元，利润总额为 11.78 亿元。同期，母公司投资收益为 8.07 亿元。

2025 年，母公司经营活动现金流净额为 1.90 亿元，投资活动现金流净额 0.65 亿元，筹资活动现金流净额 21.39 亿元。

在子公司管理方面，公司通过委派董事、总经理或财务总监实现对子公司的管理，建立内部结算中心，对子公司实行资金集约管理，通过资金调配、贷款担保、财务审计与稽核和投资项目审批及业绩考核等手段，指导和影响子公司的经营，减少子公司在市场经济中的风险，整体对子公司的管控能力很强。

九、ESG 分析

作为贸易企业，公司面临的环境风险较小；作为国有企业，公司履行巩固拓展脱贫攻坚成果、乡村振兴等社会责任；2026 年 4 月，公司收到厦门证监局的警示函，需对公司内控管理体系保持关注。

环境方面，作为贸易企业，公司面临的环境风险较小。社会责任方面，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。2025 年度，公司控股子公司象屿海装向五接镇政府捐赠 30 万元作为优才成长基金，用于助力五接镇教育事业高质量发展，激励优秀学生成长成才；控股子公司上海象屿牧盛贸易有限公司积极响应国家关于深化产教融合、校企合作的号召，在上海大学冠名设立“象屿 CAST 奖学金”，向 CAST 捐赠 15 万元（从 2025 年开始分 3 年支付，每年支付 5 万元）。公司于 2025 年对宁夏“两县一镇”进行消费帮扶 96.32 万元。公司设有专门的 ESG 管治部门或组织，明确以战略管理委员会及下属 ESG 执行委员会为监督、指导机构，ESG 管理办公室为日常 ESG 相关工作的统筹管理机构。2026 年 4 月，公司收到厦门证监局的警示函，公司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。

十、外部支持

1 支持能力

公司控股股东象屿集团综合实力强。

公司控股股东象屿集团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，为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，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，对于厦门市经济社会发展具备重要战略意义。截至 2025 年底，象屿集团合并资产总额 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，象屿集团实现营业总收入 4638.74 亿元，利润总额 54.88 亿元。

2 支持可能性

公司在控股股东发展战略、业务布局上非常重要，在流动性方面获得较大支持；2025 年 2 月，象屿集团认购公司非公开发行股票，助力公司资本实力提升。

截至 2025 年底，象屿集团直接持有公司 47.98% 的股权，通过象屿地产间接持有公司 1.07% 的股权。公司系控股股东象屿集团供应链业务运营主体及其营业总收入和净利润的主要来源，2025 年公司对象屿集团营业总收入及净利润的贡献占比分别为 88.45% 和 48.99%，在其发展战略与业务布局上非常重要。若公司发生违约事件，对象屿集团声誉及融资环境的影响很大；截至 2025 年底，公司负债占象屿集团负债合计的 32.93%，综合考虑收益与成本，股东对其实施支持或救助的可能性很大。

近年来，根据《关于向控股股东及其关联公司借款额度的关联交易公告》，自 2022 年起，公司及下属控股子公司每年度向象屿集团及其关联公司借款，最高余额折合不超过 100 亿元，在上述额度内，可以滚动借款。2025 年，公司向象屿集团及其关联公司借款余额未出现超出已审批额度的情况，2025 年末向象屿集团及其关联公司借款余额为 15.35 亿元。此外，2025 年 2 月，公司完成《向特定对象发行 A 股股票》，象屿集团认购 12.20 亿元。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构有一定影响。

本期债项发行金额为不超过 20 亿元（含），按发行金额上限计算，分别占 2025 年底公司长期债务和全部债务的 102.46% 和 3.45%，对公司现有债务结构有一定影响。以 2025 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下将其纳入长期债务测算，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 70.43%、60.34% 和 4.88% 上升至 70.88%、61.15% 和 9.41%，公司债务负担有所加重。

2 本期债项偿还能力

公司经营现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力很强。

以 2025 年的相关财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下将其纳入长期债务测算，公司经营活动现金流入量为本期债项发行后长期债务的 113.94 倍，发行后长期债务为 EBITDA 的 0.96 倍；公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障能力很强。

图表 17 • 本期债项偿还能力测算

项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	39.52
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	113.94
经营现金/发行后长期债务（倍）	2.56
发行后长期债务/EBITDA（倍）	0.96

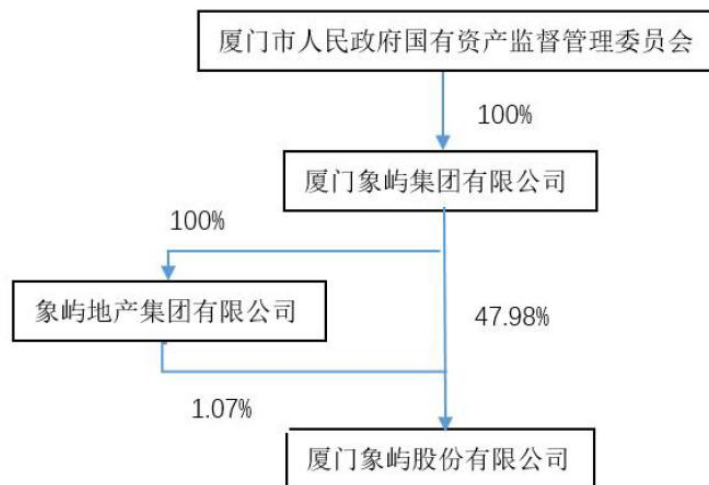
注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据审计报告数据整理

十二、评级结论

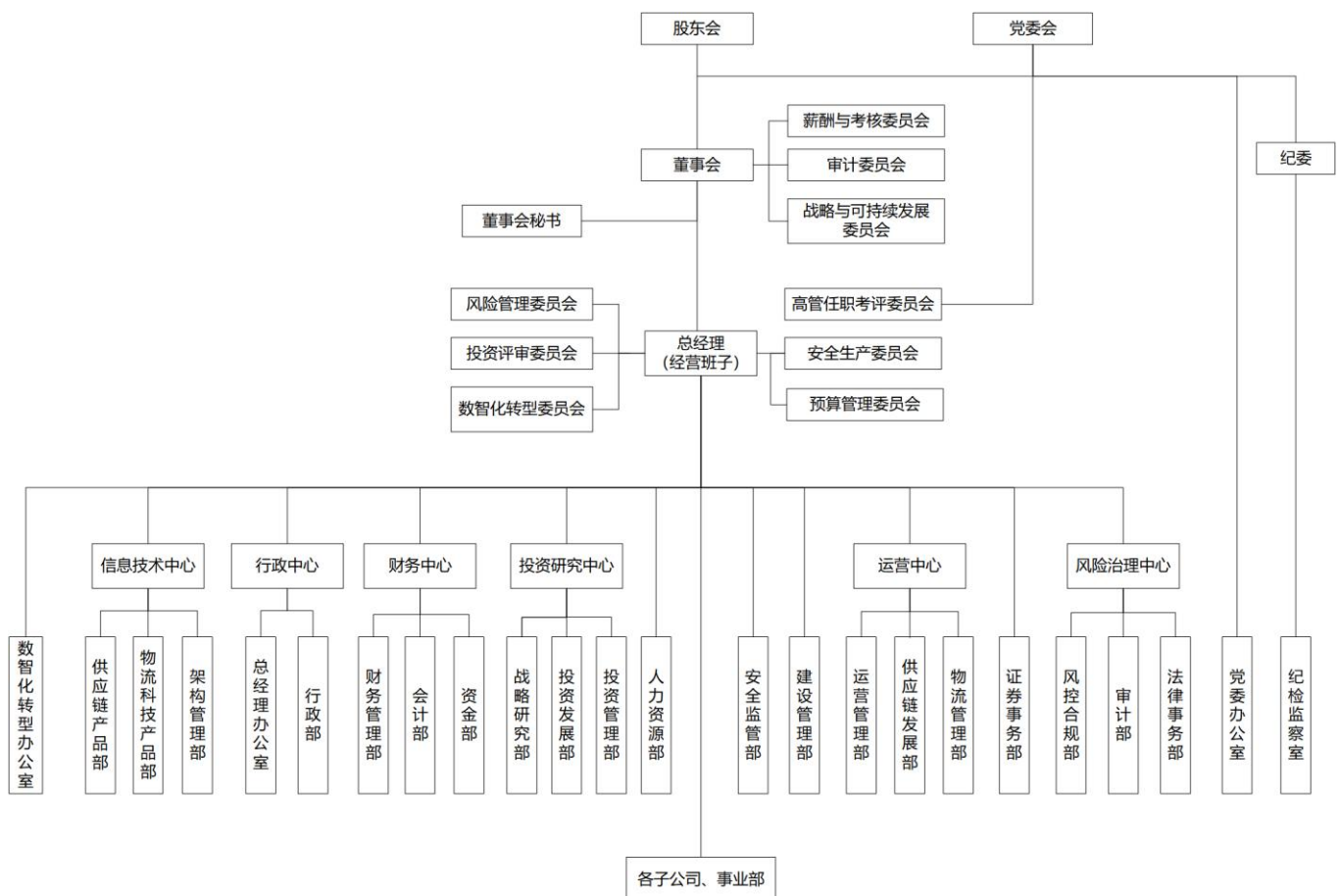
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司年报

附件 1-2 公司组织架构图（截至本报告出具日）



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2025 年底公司（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”）分别与公司子公司厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟采购铝锭，在象屿铝晟向厦门龙津、龙岩国贸转移了铝锭货权后，对方均向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区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 19301.03 万元（两案合计）及 17614.63 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。二审判决为生效终审判决。

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中院应诉通知，重庆天海向重庆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 亿元及支付违约金约 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 38732.83 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：截至 2025 年底，该诉讼处于一审阶段。

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）	240.27	196.50	220.32	234.73
应收账款（亿元）	178.08	189.02	161.84	157.17
其他应收款（亿元）	48.24	39.51	86.51	93.51
存货（亿元）	272.02	264.27	319.47	383.14
长期股权投资（亿元）	12.74	16.50	17.11	17.32
固定资产（亿元）	101.30	103.61	100.95	98.83
在建工程（亿元）	0.90	4.25	1.89	3.37
资产总额（亿元）	1297.05	1238.73	1286.97	1351.64
实收资本（亿元）	22.68	22.33	28.41	28.41
少数股东权益（亿元）	163.51	109.07	64.01	63.71
所有者权益（亿元）	371.92	347.29	380.55	404.02
短期债务（亿元）	580.34	550.89	559.49	567.89
长期债务（亿元）	35.61	37.24	19.52	19.52
全部债务（亿元）	615.95	588.13	579.01	587.41
营业总收入（亿元）	4590.35	3666.71	4102.91	991.21
营业成本（亿元）	4502.08	3581.66	4017.68	961.32
其他收益（亿元）	6.75	5.25	5.21	1.73
利润总额（亿元）	24.50	22.78	22.70	6.57
EBITDA（亿元）	51.49	44.80	41.04	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5282.06	4022.14	4450.84	1127.46
经营活动现金流入小计（亿元）	5314.39	4066.21	4502.77	1141.44
经营活动现金流量净额（亿元）	55.87	56.04	100.97	-77.09
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.24	17.64	-41.44	27.64
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.41	-101.75	-65.84	82.06
财务指标				
应收账款周转率（次）	23.70	19.98	23.39	--
存货周转率（次）	16.16	13.36	13.77	--
总资产周转率（次）	3.75	2.89	3.25	--
现金收入比（%）	115.07	109.69	108.48	113.75
营业利润率（%）	1.80	2.19	1.95	2.89
总资产报酬率（%）	3.23	2.80	2.38	--
净资产收益率（%）	6.22	5.45	5.17	--
长期债务资本化比率（%）	8.74	9.69	4.88	4.61
全部债务资本化比率（%）	62.35	62.87	60.34	59.25
资产负债率（%）	71.33	71.96	70.43	70.11
流动比率（%）	125.93	116.24	123.56	125.03
速动比率（%）	95.02	84.96	87.18	83.36
经营现金流动负债比（%）	6.35	6.63	11.50	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	6.00	4.76	5.07	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.36	0.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.94	3.75	5.18	--
业务放大倍数（倍）	12.34	10.56	10.78	--

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. 合并口径其他应付款、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：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.66	16.16	39.86	22.75
应收账款（亿元）	2.31	0.65	0.84	0.29
其他应收款（亿元）	57.65	158.91	163.08	241.74
存货（亿元）	0.00	0.11	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	132.57	184.43	194.54	195.23
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	220.33	363.77	402.48	464.01
实收资本（亿元）	22.68	22.33	28.41	28.41
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	151.28	196.35	280.27	302.52
短期债务（亿元）	34.36	59.62	70.49	92.45
长期债务（亿元）	7.06	10.97	4.67	4.67
全部债务（亿元）	41.42	70.59	75.16	97.12
营业总收入（亿元）	19.69	5.72	3.54	0.49
营业成本（亿元）	18.64	4.05	2.45	0.18
其他收益（亿元）	1.50	2.07	2.15	0.96
利润总额（亿元）	8.88	12.28	11.78	3.12
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	29.69	8.41	3.57	0.77
经营活动现金流入小计（亿元）	68.51	61.10	54.30	17.15
经营活动现金流量净额（亿元）	8.27	0.97	1.90	1.25
投资活动现金流量净额（亿元）	21.42	-137.44	0.65	-79.85
筹资活动现金流量净额（亿元）	-28.58	130.51	21.39	61.54
财务指标				
应收账款周转率（次）	17.01	3.86	4.78	--
存货周转率（次）	420.41	70.73	42.84	--
总资产周转率（次）	0.09	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	150.80	147.09	100.78	156.89
营业利润率（%）	5.10	28.51	30.04	63.02
总资产报酬率（%）	5.45	4.12	3.59	--
净资产收益率（%）	5.76	6.04	4.14	--
长期债务资本化比率（%）	4.46	5.29	1.64	1.52
全部债务资本化比率（%）	21.49	26.44	21.15	24.30
资产负债率（%）	31.34	46.02	30.36	34.80
流动比率（%）	153.37	114.58	175.74	170.53
速动比率（%）	153.37	114.51	175.74	170.53
经营现金流动负债比（%）	14.74	0.62	1.61	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.49	0.53	0.05	0.00
现金短期债务比（倍）	0.69	0.27	0.57	--

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.其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门象屿股份有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。