

信用等级公告

联合〔2020〕3250号

厦门象屿股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对厦门象屿股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

厦门象屿股份有限公司拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

厦门象屿股份有限公司

公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期可续期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元）

债券期限：品种一 2+N 年；品种二 3+N 年

还本付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务

评级时间：2020 年 10 月 22 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	455.56	547.22	657.32	836.28
所有者权益（亿元）	160.43	194.48	217.96	219.85
长期债务（亿元）	21.57	56.95	68.29	87.39
全部债务（亿元）	176.58	229.49	246.00	450.00
营业收入（亿元）	2,032.91	2,340.08	2,724.12	669.27
净利润（亿元）	9.94	14.45	14.58	3.85
EBITDA（亿元）	24.36	32.79	36.83	--
经营性净现金流（亿元）	-28.94	20.28	41.40	-207.85
营业利润率（%）	2.24	2.66	3.04	1.64
净资产收益率（%）	7.35	8.14	7.07	1.76
资产负债率（%）	64.78	64.46	66.84	73.71
全部债务资本化比率（%）	52.40	54.13	53.02	67.18
流动比率（倍）	1.25	1.34	1.35	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.16	3.54	3.19	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.44	3.28	3.68	--

注：1. 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；2. 2020 年 1-3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他应付款、长期应付款及其他非流动负债中的债务部分已计入相关债务指标测算；4. 公司 2017-2019 年度财务数据均源于容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计报告

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市下属重要的供应链管理与服务商之一，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仍具备显著优势。公司通过控股厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）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，带动经营质量提升和风控体系完善，公司综合服务能力明显增强。近年来，公司能源化工、金属矿产和农产品业务量稳定增长，收入规模逐步扩大，提质增效成果显现。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动性较大，公司主营业务毛利率水平有待提升，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金形成较大占用，债务规模增长快且以短期债务为主，经营现金流量净额季节性波动大等因素可能对公司信用状况带来不利影响。

未来，随着公司供应链业务提质增效，以及全国性物流平台网络的逐步完善，公司综合竞争力有望进一步提升。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **外部发展环境良好。**厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及所处福建自由贸易试验区厦门片区享有的政策优势为公司创造了良好的外部发展环境。

2. **综合物流服务能力持续提升。**公司以象道物流为主体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，有助于公司提高经营效率、加强货权控制、完善风控体系，

为未来业务规模增长和盈利质量提升提供了有力支撑。

3. 主营业务收入稳定增长，经营现金流状况持续改善。2017—2019年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长15.76%，主营业务综合毛利率稳步提升；公司经营活动现金净流量分别为-28.94亿元、20.28亿元和41.40亿元，收入实现质量较高。

4. 内控及风险管控体系完善。公司对存货管理、客商资信管理、财务及资金等方面建立了完善的内控制度和风险管控体系，有助于防范大宗商品价格波动、上下游信用风险等因素对整体盈利能力和资金安全性的冲击。

关注

1. 贸易摩擦及新冠肺炎疫情蔓延对贸易行业产生不利影响。近年来，国际贸易摩擦仍然存在，加之2020年新冠肺炎疫情影响，全球经济发展面临较大不确定性，可能对公司经营产生一定不利影响。

2. 营运资金占用明显，经营活动现金流季节性波动大。随着公司供应链业务规模扩张，公司流动资产中存货、预付款项及应收账款快速增长，对公司资金形成一定占用；公司经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在明显季节性波动。

3. 公司债务负担较重且短期偿债压力较大。截至2020年3月末，公司全部债务为450.00亿元，短期债务占80.58%，资产负债率为73.71%，全部债务资本化比例为67.18%，债务负担较重且短期偿债压力较大。考虑到公司所有者权益中存在30亿元永续债，实际债务负担高于测算值。

4. 非经常性损益波动较大。受期货套保影响，公司投资收益波动较大，对利润水平有一定影响。

分析师

侯珍珍 登记编号（R0040215120003）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

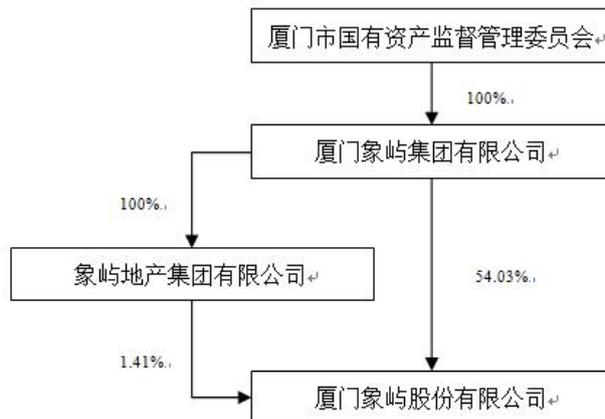


联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“厦门象屿”）前身为厦门特贸房地产开发公司，成立于1992年，初始注册资本为500.00万元。历经多次增资扩股与股权变更，2011年，公司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。2012年，公司股票简称变更为“象屿股份”，股票代码为“600057.SH”。2017年，公司按每股配售2.5股的比例向全体股东配售，配股完成后公司总股本变为14.58亿股。2018年5月17日，公司股票简称变更为“厦门象屿”。2018年，经过资本公积转增股本，公司总股本变为21.57亿股。截至2020年3月末，公司股本为21.57亿元，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）直接持有公司54.03%的股权，通过象屿地产集团有限公司间接持有公司1.41%的股权，为公司控股股东，厦门市国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。截至2020年3月末，象屿集团所持公司股权中1.79亿股用于质押，占公司总股本的8.30%，占其直接持有股份的15.36%。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围：经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；谷物、豆及薯类批发；饲料批发；林业产品批发；其他农牧产品批发；其他预包装食品批发；其他散装食品批发；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；建材批发；其他化工产品批发（不含危险化学品和监控化学品）；五金产品批发；汽车零配件批发；摩托车零配件批发；其他机械设备及电子产品批发；化肥批发；石油制品批发（不含成品油、危险化学品和监控化学品）；纺织品、针织品及原料批发；棉、麻批发；服装批发；其他未列明批发业（不含需经许可审批的经营项目）；供应链管理；贸易代理；其他贸易经纪与代理；国际货运代理；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）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；房地产开发经营；其他未列明房地产业；商务信息咨询；软件开发；其他未列明信息技术服务业（不含需经许可审批的项目）。

截至2019年末，公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部等职能部门（见附件1）；纳入公司合并范围的子公司共146家，公司在职员工5,660人。

截至2019年末，公司合并资产总额657.32亿元，负债合计439.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计217.96亿元，其中归属于母公司所有者权益135.84亿元。2019年，公司实现营业收入2,724.12亿元，净利润（含少数股东损益）为14.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润

为 11.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 41.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.62 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 836.28 亿元，负债合计 616.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 219.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 138.16 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 669.27 亿元，净利润为（含少数股东损益）3.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-207.85 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.19 亿元。

公司注册地址：厦门市现代物流园区象屿路 99 号厦门国际航运中心 E 栋 7 层 08 单元；法定代表人：张水利。

二、本期可续期公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本期可续期公司债券概况

本期可续期公司债券名称为“厦门象屿股份有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 2 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；品种二基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。

本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另外品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

本期债券采用固定利率形式，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。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 5 个交易日中国债券信息网站（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，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 5 个交易日中国债券信息网站（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，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

（1）续期选择权

本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；品种二基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息

日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

(2) 递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，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及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。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。

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。

若公司选择行使递延支付利息权，则在递延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。

(3) 赎回选择权

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券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，公司有权对本期债券进行赎回。

因会计准则变更进行赎回

根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》等规定，公司将本期债券计入权益。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券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

(4) 偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

(5) 担保方式

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金、偿还公司债务等法律法规允许的用途。

三、行业分析

公司营业收入及利润主要来自大宗商品采购分销服务及物流服务，供应链管理行业和物流行业对公司经营业绩及未来发展有较大影响。

1. 供应链管理服务行业

(1) 行业概况

近年来，我国大宗商品价格指数波动较大，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

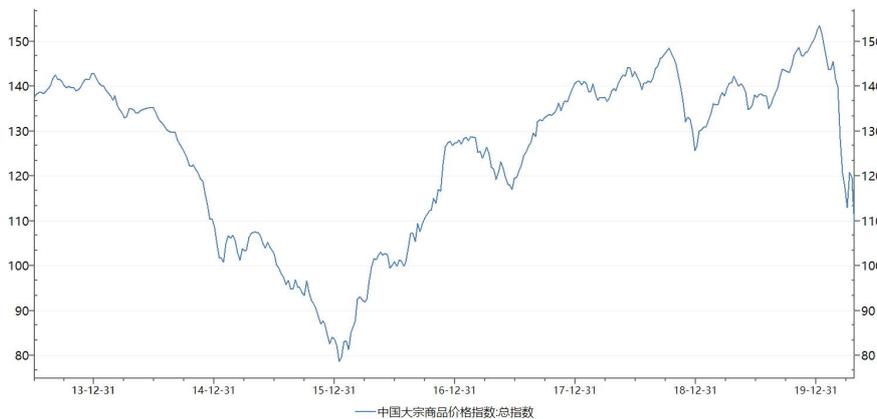
供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场

营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面的因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从我国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，2015年末达历史低位，2016年初，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017年中期在经历短暂价格回调之后，我国大宗商品价格指数持续上扬，截至2019年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，原油市场大幅波动且全球经济发展不确定性加大，2020年1月起我国大宗商品价格指数降幅明显。

图2 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



不考虑新冠疫情扰动的情况下，近年来，大宗商品价格指数波动较大，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

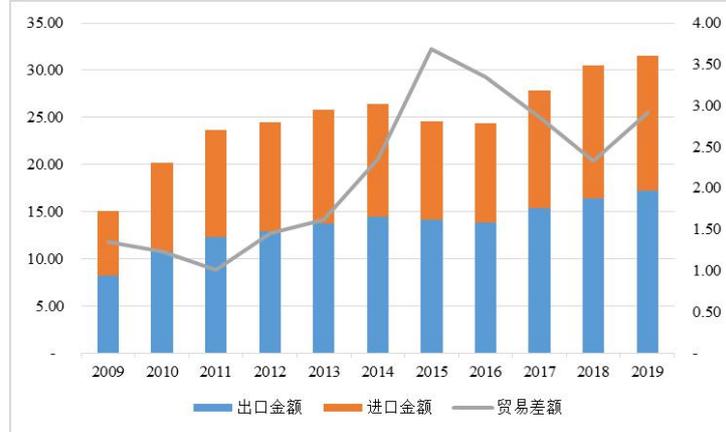
(2) 进出口贸易

近年来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口呈现出总体平稳、稳中提质的态势。

根据海关总署数据，2017—2019年，我国进出口总额分别为27.81万亿元、30.50万亿元和31.55万亿元，年均复合增长6.51%。其中，我国出口金额分别为15.33万亿元、16.41万亿元和17.23万

亿元，年均复合增长 6.03%；进口金额分别为 12.48 万亿元、14.09 万亿元和 14.32 万亿元，年均复合增长 7.11%；贸易顺差分别为 2.85 万亿元、2.32 万亿元和 2.92 万亿元，年均复合增长 1.15%。我国外贸进出口呈现出总体平稳、稳中提质的态势。

图 3 2009-2019 年我国进出口金额及贸易差额情况（单位：万亿元）



资料来源：wind，联合评级整理

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

（3）国内贸易

近年来，我国社会消费品零售总额、城镇基建投资和房地产开发投资均呈增长趋势，对生活资料和生产资料的需求提供了一定支撑，有助于国内贸易的稳步发展。

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速有所回落。根据国家统计局数据，2017-2019 年，我国社会消费品零售总额分别为 36.63 万亿元、38.10 万亿元和 41.16 万亿元，年均复合增长 6.02%。

图 4 2009-2019 年社会消费品零售总额及增长率情况（单位：万亿元、%）



资料来源：wind，联合评级整理

从生产资料市场运行情况来看，2017—2019年，我国城镇基建投资同比增速分别为14.93%、3.80%和3.80%，投资完成额增速有所下降。2017—2019年，全国房地产开发投资分别为10.98万亿元、12.03万亿元和13.22万亿元，年均复合增长9.73%，对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑。

（4）行业政策

供应链管理服务作为贸易、物流和金融领域的重要组成部分，正在受到越来越多的政策支持。

2019年11月19日，中共中央、国务院提出《关于推进贸易高质量发展的指导意见》，指出要从加快创新驱动、优化贸易结构、促进均衡协调、培育新业态、建设平台体系和健全保障体系等方面推进贸易高质量发展。《关于推进贸易高质量发展的指导意见》提出到2022年，贸易结构更加优化，贸易效益显著提升，贸易实力进一步增强，建立贸易高质量发展的指标、政策、统计、绩效评价体系。

（5）行业竞争

近年来，我国大宗商品供应链行业竞争较为激烈，市场集中度有望进一步提升。

我国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多、行业集中度较低。随着我国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，达到高效率、低成本。宏观经济波动、供给侧改革、生产企业兼并重组等各方面因素将推动大宗商品供应链管理行业集中度不断提升。

（6）行业关注

宏观经济波动的影响

近年来，我国经济增速放缓，钢铁、建材等大宗商品的的市场需求受国家房地产调控政策和基建政策的影响较大，大宗商品贸易尚需得到需求端的有力支撑。

外部贸易环境日趋复杂

我国部分大宗商品对进口的依赖性较大，受国际市场价格影响较大；此外随着国内国际市场联系日趋紧密，以及中美贸易摩擦增加了贸易环境的不确定性，供应链行业面临较的风险增加。

市场竞争风险

供应链行业属于竞争性行业，竞争日趋激烈，对行业在培养专业人才、发展管理体制机制、提高决策效率和提升财务稳健性方面提出了更高的要求。

新冠肺炎疫情影响

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内的不断蔓延，对国内外的进出口贸易和物流产生较大影响。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，将疫情对进出口贸易的影响降至最低。

（7）行业发展

未来，贸易企业将由中间商向综合服务商转型，服务链的延伸将成为行业发展趋势。

中国正积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等25省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

随着贸易行业竞争日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势。在新的竞争格局下，资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具优势。

2. 物流行业

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。国家政策大力推进运输结构调整，未来铁路专用线建设进度进一步加快，铁路资源将被更好挖掘利用，铁路货运量有望持续增加。

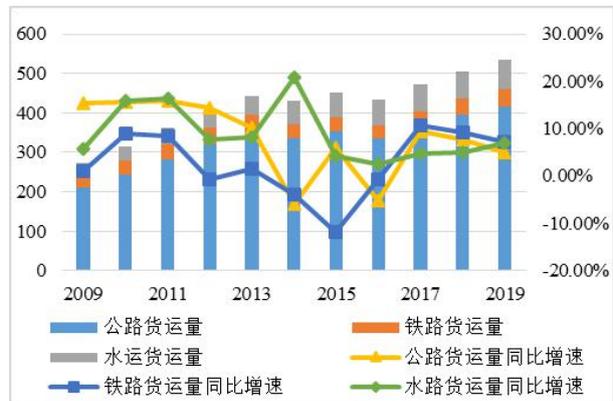
作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。从规模总量看，2017—2019年，我国社会物流总额分别为252.80万亿元、283.10万亿元和298.00万亿元，年均复合增长8.57%。社会物流需求总体保持平稳增长，但增速趋缓。

图5 中国物流总额及增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

图6 我国主要运输工具货运量情况（单位：亿吨、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

从运输工具看，物流运输可为公路运输、铁路运输、水路运输和航空运输，其中由于公路运输灵活性好，能实现“门对门”服务，货运市场份额最大；铁路作为优质的路上运输工具，运输排污量较小，运输价格更便宜，近年来增长较快；航空运输因成本较高、运量较小，未在图6中列示。

2017—2019年，我国公路货运量分别为367.95亿吨、395.91亿吨、416.06亿吨，年均复合增长6.34%；我国铁路货运量分别为36.89亿吨、40.26亿吨、43.18亿吨，年均复合增长8.19%；我国水路货运量分别为66.57亿吨、69.91亿吨、74.72亿吨，年均复合增长5.94%。铁路货运量增速略高于公路和水路货运量增速。2019年，我国铁路固定资产投资完成额为8,029亿元，超额完成年初确定的8,000亿元任务，创下了近4年的最高值。

在2020年疫情防控特殊情形下，国家铁路集团公司重点保障生产生活必需物资运输，并加大以货补客力度，加快推进铁路专用线建设，着力消除装卸作业堵点，有序承接“公转铁”运量，努力实现货运增运增收。在运输结构调整的政策下，铁路运量增速加快，未来公路转铁路趋势可期。

2019年9月，国家发改委发布《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，为优化调整运输结构、打赢蓝天保卫战，更好发挥铁路在综合交通运输体系中的骨干作用和绿色低碳优势，要求进一步增加铁路货运量，加快铁路专用线建设进度，实现铁路干线运输与重要港口、大型工矿企业、物流园区等的高效联通和无缝衔接。发展目标如下：到2020年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量150万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到

80%，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。到 2025 年，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线力争接入比例均达到 85%，长江干线主要港口全部实现铁路进港。同时要求铁路企业要加快转变理念，主动上门对接和服务企业，优化服务流程和运输组织，减少中间短驳，简化作业环节，规范收费行为，提高运输服务效率和品质，加强与港口、航运等企业合作，促进港口通过铁路进行大宗货物和集装箱集疏运。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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保持突出的品牌优势和行业竞争力。公司依托覆盖全国、连接海外的“公、铁、水、仓”网络化物流服务体系，不断完善粮食全产业链一体化服务体系，并向黑色金属、铝、煤炭等产业链复制，业务规模不断扩张。

公司基于“立足供应链，服务产业链”的经营理念，通过整合“商流、物流、资金流、信息流”打造“四流合一”的一体化流通服务平台，通过产业运营和资本运作，沿着产业链上下游不断拓展产品经营业务，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了很强的供应链服务能力。

2014 年以来，公司以子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）为主体开展黑龙江产区的粮食收储业务，粮食仓储能力及仓容规模不断扩大，已形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流运输、原粮供应、粮食加工及农业金融等于一体的服务布局，实现粮食全产业链一体化服务体系。截至 2020 年 3 月末，公司已在粮食产区以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化、甘南、拜泉九大综合仓储物流中心为核心节点，配备烘干、铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车（箱）2,700 余个，辐射周边 40 多个收购网点，南方港区经营和管理近 35 万吨港区库容，逐步构建了北粮南运物流体系，服务农民售粮、国家粮食收储、下游粮食深加工、养殖和饲料生产企业的原料供应。截至 2019 年末，公司粮食仓容能力约为 1,500 万吨，管理国储粮食库存总量约 900 万吨，其中水稻库存近 50%。同时，公司将粮食“产业全链条服务模式”向黑色金属、铝、煤炭等产业链复制，形成了具有细分产业特色的供应链服务产品，铝产品跨省流通服务量、煤炭进口量以及聚酯、塑料等产品业务量均稳居全国前列。

公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系，运营主体包括厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）和厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“象屿物流”），象屿物流下属厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（以下简称“速传供应链”）是国家 5A 级物流企业，具备良好的行业竞争力和品牌知名度。铁路运输方面，象道物流在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、河南安阳、江西高安、湖南澧县、青海湟源、贵州息烽等大宗商品集散区域建设了沿铁路枢纽干线的铁路货场，自有及租赁铁路货运场站 19 个，配套约 50 公里铁路专用线、逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年运力超 1,600 万吨，形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络；公路运输方面，象屿物流自有运输车辆超 500 辆，整合车辆超 10 万辆，年运力超 1,500 万吨，形成辐射全国的公路运输网络；水路运输方面，象屿物流与青岛港、中远海等港航企业达成战略合作，国内沿海及长江流域年运力近 2,000 万吨，印尼—中国航线年运力近 1,000 万吨，形成立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络；仓储能力方面，象屿物流在全国各地通过自营和包租形式管理仓库、堆场近 40 个，面积逾 150 万平方米，仓容约 290 万吨，合作仓库约 1400 家，形成覆盖

东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群。截至 2020 年 3 月末，象屿物流自营仓库面积（包括保税区及非保税区）为 34.18 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、天津北疆港区、上海宝山区、广州黄埔港区、青岛黄岛区等。公司下属 4 个仓库（其中 3 个为自有，1 个为租赁，为象屿物流和象屿农产持有）被大连商品交易所指定为大宗商品指定期货交割仓库，占地面积合计 165.67 万平方米，室内面积合计 39.23 万平方米，交割品种涉及玉米、大豆以及 LLDPE、PP、PVC。

智能化信息建设方面，公司依托自身业务数据、客户资源和应用场景积极向智能化转型，已逐步构建了涵盖决策分析、职能保障、业务运营在内的智能化信息体系。业务运营方面，公司已完成采购分销服务平台、智慧物流服务平台的开发建设，包括仓储管理、运输管理、集装箱管理、铁路货代、海运货代等模块，实现了 PC 端和移动端的业务流程和客户关系维护线上化，有效提升运营效率和服务质量，涵盖财务管控、风险管理、客户关系等职能保障模块。2017—2019 年，公司在数字化建设方面的投入分别为 0.30 亿元、0.54 亿元和 0.58 亿元。

公司位列 2020 年《福布斯》全球上市公司 2,000 强第 1,574 位；位列《财富》中国 500 强第 37 位，在“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第 1；获农民日报社“2019 农业产业化龙头企业 500 强”第 1 位；获评中国物流与采购联合会评定的中国物流杰出企业、国家 5A 级物流企业；位列中国仓储与配送协会“2018 年全国通用仓储百强企业”第 3 位。

2. 人员素质

公司高管人员从业及管理经验丰富；公司员工文化素质较高，有利于公司稳定长远发展。

公司董事会成员共 9 名，其中董事长 1 名，副董事长 1 名，董事 4 名（含董事兼任总经理 1 名、董事兼任副总经理 1 名），独立董事 3 名；监事会成员 3 名，其中监事会主席 1 名、监事 1 名、职工监事 1 名；非董事高级管理人员 7 名。

公司董事长张水利先生，1965 年出生，曾任厦门银城企业总公司财务经理，厦门象屿保税区贸易有限公司财务经理，厦门象屿宝发有限公司副总经理，厦门象屿国际贸易有限公司总经理，象屿集团贸易中心总经理，象屿集团副总裁、总裁；现任公司董事长，象屿集团党委书记、董事长。

公司总经理邓启东先生，1970 年出生，曾任象屿集团贸易中心副总经理、贸易中心常务副总经理、象屿集团总裁助理兼贸易中心总经理、象屿物流总经理；现任公司党委书记、董事、总经理，象屿物流董事长。

截至 2019 年末，公司（合并口径）员工总数 5,660 人。从学历构成来看，研究生及以上占 5.37%、本科学历占 39.96%、专科学历占 20.05%、高中及以下占 34.61%；从专业结构看，生产人员占 26.63%、销售人员占 12.77%、业务支持人员占 27.00%、技术人员占 7.86%、财务人员占 10.02%、行政人员占 15.72%。

3. 外部环境

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济运行总呈积极活跃的发展态势；经济特区的战略定位，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。

公司位于福建省厦门市，从福建省情况来看，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，福建自由贸易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，日单证处理超过 100 万票，实

现对国际贸易主要环节、主要进出口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 4,222 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。

厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。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）5,995.04 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.9%。其中，第一产业增加值 26.49 亿元，同比增长 0.7%；第二产业增加值 2,493.99 亿元，同比增长 9.7%；第三产业增加值 3,474.56 亿元，同比增长 6.6%。三次产业结构为 0.4：41.6：58.0。

国内贸易方面，2019 年厦门市社会消费品零售总额 1,731.85 亿元，同比增长 12.2%。按消费形态分，商品零售 1,542.12 亿元，同比增长 12.5%；餐饮收入 189.73 亿元，同比增长 9.9%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值 6,412.89 亿元，同比增长 6.9%，其中出口 3,528.71 亿元，同比增长 5.7%；进口 2,884.18 亿元，同比增长 8.3%；贸易顺差 644.53 亿元，同比下降 4.5%。

五、管理分析

1. 治理结构

公司法人治理结构完善，运行情况较好。

根据公司章程，公司按照《公司法》要求建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

公司设股东大会，股东大会依法行使以下职权：决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或减少注册资本作出决议；修改公司章程等。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构。截至2020年3月末，董事会由9名董事组成；董事会设董事长1名、副董事长1名、董事4名、独立董事3名；董事会任期3年。全体董事由股东大会选举产生；董事长和副董事长由董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。董事会行使下列职权：负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、回购公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项；决定公司内部管理机构的设置等公司章程以及股东大会授予的其他职权。

公司设立监事会，包括2名股东代表监事和1名职工代表监事，其中职工代表担任的监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席1名。监事会负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司的财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟

订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司常务副总经理、副总经理、财务负责人等。

2. 管理体系

在业务规模持续扩张过程中，为防止大宗商品价格波动、上下游信用风险等对整体盈利能力和资金安全性的冲击，公司重点围绕存货（货权）管理、客商资信管理、财务及资金等方面不断建立健全各项内部控制和风险管理制度。

公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部等职能部门。为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部制度和风控体系。

存货（货权）管理方面，公司强化货权管控，确保在库货物安全和货权清晰。公司通过全国布局，围绕沿海口岸和铁路资源沿线在多区域建立了 40 余个自营库点，可以满足公司在塑料、钢材、大宗散货等方面的部分仓储需求；在非自营仓储区域，严格执行《厦门象屿股份有限公司物流供应商管理制度》，确保所有存货仓储单位、运输单位经公司物流管理中心考察审批通过，并与之签订仓储保管合同（或物流协议）方可合作。

客商资信方面，公司建立了《预付款和赊销业务管理规定》等各项制度，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。

套期保值方面，面对大宗商品价格波动明显的特点，公司制定了《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。

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 2020 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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司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的上下游不断拓展产品品类、完善核心产品经营体系。2017—2019 年，公司收入规模逐年增长，毛利率水平稳步提升。

公司以大宗商品采购分销服务及物流服务为主业，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，分别为 2,032.91 亿元、2,340.08 亿元和 2,724.12 亿元，年均复合增长 15.76%；公司净利润逐年增长，分别为 9.94 亿元、14.45 亿元和 14.58 亿元，年均复合增长 21.07%。公司主营业务收入占营业收入的比重均保持在 99%以上，主营业务十分突出。

从主营业务收入构成来看，2017—2019年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务逐年增长，年均复合增长15.42%，主要系公司不断拓展能源化工、金属矿产和农产品等核心产品产业链上下游产品品类，完善经营体系，业务量逐年增长所致，为公司的主要收入来源。其中，农产品采购分销服务收入逐年增长，年均复合增长57.88%，主要系粮食类、浆纸类产品业务规模增长所致；农产品物流服务收入逐年下降，年均复合下降15.66%，主要系粮食出库以及补贴标准下降导致仓储收入减少所致；公司铁路物流业务主要由象道物流经营，受并表时间影响，2018年收入较低；综合物流服务收入波动增长，年均复合增长5.39%，主要系物流园区业务量波动增长所致；公司其他收入主要包括矿石选矿及加工、造船和小额贷款业务收入等，占主营业务收入比重较小。

表1 2017—2019年及2020年1—3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017年			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	收入	占比	毛利率
大宗商品采购分销服务及物流服务	2,022.46	99.63	2.21	2,316.78	99.18	2.61	2,694.32	99.04	3.09	662.09	99.10	1.61
其中：农产品采购分销服务	93.50	4.61	7.35	171.50	7.34	6.17	233.07	8.57	5.93	54.06	8.09	3.00
农产品物流服务	10.91	0.54	59.87	9.77	0.42	60.74	7.76	0.29	61.23	1.59	0.24	52.35
铁路物流服务	--	--	--	8.81	0.38	20.10	12.88	0.47	27.25	2.29	0.34	26.11
综合物流服务	31.63	1.56	13.04	37.73	1.62	9.86	35.13	1.29	10.43	8.87	1.33	8.38
其他	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93	26.24	0.96	-1.42	6.03	0.90	6.01
合计	2,029.92	100.00	2.28	2,336.01	100.00	2.67	2,720.56	100.00	3.04	668.12	100.00	1.65

注：上表主营业务收入与营业收入差别主要为象屿农产的装卸烘干等业务收入
资料来源：公司提供

从毛利率来看，2017—2019年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率逐年上升，主要系公司经营提质增效所致。其中，农产品采购分销业务毛利率逐年下降，主要系非洲猪瘟造成玉米下游市场低迷所致；铁路物流服务毛利率有所上升，主要系毛利较高的租箱业务规模增长所致；综合物流服务毛利率波动下降。公司其他业务毛利率逐年下降，主要系造船业务毛利率较低所致。综合以上因素影响，2017—2019年，公司主营业务毛利率逐年上升，分别为2.28%、2.67%和3.04%。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入668.12亿元，同比增长21.15%，主要系大宗商品采购分销服务及物流服务收入增长所致。公司在疫情影响下收入规模仍保持增长趋势，主要系公司在疫情初期即开始积极大力推动销售，黑色金属和煤炭业务量增加所致。毛利率方面，公司综合毛利率水平为1.65%，较上年同期下降1.65个百分点，其中，大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率较上年同期下降1.70个百分点，主要系公司执行新会计准则，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。

2. 大宗商品采购分销及物流服务

公司大宗商品采购分销及物流服务是公司营业收入的主要构成部分，经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是供应链上的产业型客户和流通型客户。具体可分为大宗商品采购分销业务和物流服务业务。

（1）大宗商品采购分销

2017—2019年，公司围绕产业链不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断完善核心产品经营体系，能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动大宗商品采购分销服务收入快速增长。

公司大宗商品采购分销业务主要涵盖能源化工、金属矿产和农产品三类，三者合计占贸易业务

收入的95%以上。2017—2019年，公司大宗商品采购分销业务持续扩张，上述三大类产品业务量均呈快速增长趋势。

表2 2017—2019年及2020年1—3月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	2017年		2018年		2019年		2020年1—3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
能源化工	457.85	23.09	647.27	28.63	676.25	25.63	159.12	24.51
金属矿产	1,374.68	69.32	1,404.95	62.15	1,699.85	64.42	434.13	66.86
农产品	93.50	4.71	171.50	7.59	233.07	8.83	54.06	8.32
其他	57.13	2.88	36.75	1.63	29.38	1.11	2.04	0.31
合计	1,983.17	100.00	2,260.47	100.00	2,638.55	100.00	649.35	100.00

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；公司大宗商品采购分销业务自2018年起按照新的商品类别归类，2017年数据未做追溯调整

资料来源：公司提供

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。由于订购量相对较大，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。2017—2019年，公司前五大供应商采购额占采购总额的比重分别为15.48%、22.58%和21.30%，集中度一般。公司与上游供应商的结算方式主要包括款到发货、银行承兑汇票和信用证。

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，少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。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。2017—2019年，公司前五大客户销售额占销售总额的比重分别为11.60%、13.01%和10.94%，集中度一般。

能源化工

公司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，同时与市场中主要的贸易商建立联系，作为备用销售渠道。

2017—2019年，公司能源化工收入逐年增长，年均复合增长21.53%。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%；能源化工产品经营销量逾5,500万吨，同比增长55.00%，其中煤炭供应链经营销量超4,700万吨，同比增长超过60%，煤炭进口量稳居全国前列；化工供应链经营销量近800万吨，同比增长14%。2019年，能源化工产品毛利率为3.04%，同比上升1.16个百分点，主要系煤炭、有机化学品等的毛利率上升所致。2020年1—3月，公司能源化工产品实现收入159.12亿元，同比增长16.29%；毛利率为1.12%，较上年同期下降1.44个百分点。

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，与易大控股有限公司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%，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和利润提升。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。

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。2017—2019年，公司金属矿产收入逐年增长，年均复合增长 11.20%，主要源于有色金属、铝产品供应链收入的增长。

公司金属矿产板块除传统模式外，还包括实体企业全程供应链服务模式，主要分为以下两类：第一类为虚拟工厂模式，该模式下公司负责工厂主要原材料采购和所有产成品销售，在产、供、销、物流配送中全程控制货权，并与工厂签订了不动产抵押和厂内货物浮动抵押协议，形成对业务风险的有效保障；第二类为代采代销模式，公司作为工厂的主要（非唯一）主料供应商和下游客户，不参与生产计划，也不入场监管。

截至 2019 年末，公司虚拟工厂模式合作的实体企业共 2 家。虚拟工厂模式涉及产品主要为钢坯、螺纹钢、带钢等钢材类，为金属矿产贸易贡献收入 395.68 亿元，同比增长 11.82%，毛利率为 0.78%，较上年变化不大，因该模式仍处在培育初期，毛利率处于较低水平。2020 年一季度，虚拟工厂模式实现收入 77.32 亿元，毛利率为 0.94%。

截至 2020 年 3 月末，长期稳定且体量较大的代采代销主要合作客户共 1 家，主要涉及不锈钢坯和镍铁产品。2019 年，该模式为金属矿产贸易贡献收入 376.47 亿元，同比增长 7.66%，毛利率为 2.14%，同比上升 0.63 个百分点。2020 年一季度，代采代销模式实现收入 102.23 亿元，毛利率为 1.64%。

2016 年以来，公司与多家民营贸易企业成立合资企业，主要包括厦门象屿铝晟有限公司（象屿物流持股 51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（象屿物流持股 60%）、厦门环资矿业科技股份有限公司（象屿物流持股 59.21%）等。公司将合资公司等同于全资子公司管理，由公司控股并派驻总经理或董事长及财务人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展贸易业务，带动铝产品、矿产品收入大幅增长。2019 年，合资公司为金属矿产贸易贡献收入 350.70 亿元，同比增长 53.26%，主要是由于铝产品供应链业务拓展所致；金属矿产贸易的合资公司毛利率为 3.97%，同比实现增长，主要是由于铝产品毛利率上升所致。2020 年一季度，合资公司实现金属矿产贸易营业收入 109.45 亿元，毛利率为 1.15%。

此外，象屿集团下属子公司 PT Obsidian Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”）建设的印尼 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目一期已于 2020 年 2 月投产，该项目是国家发改委“一带一路”重点项目，整体建设内容包括年产 250 万吨不锈钢一体化冶炼厂、总装机 1,440 兆瓦火力发电厂和年吞吐能力 4,000 万吨多功能码头。因项目仍在试运行阶段，2020 年一季度公司与 OSS 公司开展业务实现收入合计 4.08 亿元。未来，公司将依托自身的供应链服务优势为 OSS 公司提供原材料采购和产成品的销售服务，2020 年预计公司将向 OSS 公司采购商品（钢坯、镍铁）金额不超过 100 亿元，销售商品（硅铁、硅锰、无烟煤等原材料）金额不超过 40 亿元。公司与象屿集团下属 OSS 公司的合作有助于公司做大做强在东南亚地区的不锈钢产业供应链业务，并进一步完善在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局，提升公司供应链综合服务能力，成为新的收入增长点。

整体来看，公司在大宗商品采购分销业务开展过程中与合作方开展实体企业全程供应链服务、合资公司等模式的深度合作，有助于公司利用供应链服务优势整合上下游资源，但同时相关客户经营情况可能对公司业绩及应收账款质量产生一定影响，因此公司通过派驻监管团队、严控货权、签订不动产抵押和货物浮动抵押协议等方式形成对业务风险的有效控制，截至目前未发生款项无法正

常回收的情况。

农产品

公司农产品以粮食类、油脂油料类和木材类为主。

2017—2019年，公司农产品收入逐年增长，年均复合增长57.88%。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%，较上年下降0.25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，毛利率下降至3.00%，主要系会计准则调整销售费用确认方式所致。

公司农产品经营主体主要为象屿农产和厦门象屿农产品有限责任公司等。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）大幅下降，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。2020年1—3月，象屿农产实现营业收入32.59亿元，净利润亏损0.22亿元，主要受新冠肺炎疫情影响复工较晚，以及当期玉米及大豆期货浮动亏损，但因不适用套保准则，现货的浮盈尚未体现所致。2020年4月，随着销售收入结转象屿农产已实现扭亏。

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、蒙四省的粮源，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。2019年，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。

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、船舶出口等。受国家政策及商用车景气度下行影响，汽车供应链规模有所下降，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。

2017—2019年，公司其他贸易产品收入逐年下降，年均复合下降28.29%。2019年，公司采购平行进口车3,713台，较上年同期9,700台大幅下降61.72%；采购金额为18,006万美元，较上年同期40,590万美元大幅下降55.64%，主要系国内商用车景气度下行所致。2019年，公司其他贸易产品合计收入29.38亿元，同比下降20.07%；毛利率为2.97%，同比下降0.70个百分点。

（2）大宗商品物流服务

公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系，充分发挥物贸联动优势，并通过控股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，综合服务收益有所提升。

综合物流服务

公司综合物流服务主要由下属子速传供应链（象屿物流持股85.98%）负责。公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，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综合物流服务体系。

2017—2019年，公司充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益，综合物流服务收入波动增长，分别为31.63亿元、37.73亿元和35.13亿元，年均复合增长5.39%；毛利率波动下降，分别为13.04%、9.86%和10.43%。

截至2020年3月末，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末有所下降，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。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象屿农产。

粮食收储方面，受管理国储粮食库存减少及补贴标准下降影响，2017—2019 年，公司农产品物流业务收入逐年下降，年均复合下降 15.66%。2019—2020 年产季，公司完成水稻收购量超 50 万吨，同比增长 70%。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 年末，公司经营和管理的粮食仓容达 1,500 万吨，管理国储粮食库存约 900 万吨，较上年末（1,086 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，仓容使用率为 90%左右。

表3 2017—2019年及2020年1—3月公司国储粮物流收入构成情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
仓储收入	10.69	9.67	7.27	1.48
装卸收入	0.43	0.96	0.48	0.03
烘干收入	0.06	0.16	0.01	--
合计	11.18	10.80	7.76	1.51

注：上表合计数与表1中“公司主营业务收入—农产品物流服务”收入数据存在差异，一方面系装卸、烘干非公司主营业务，另一方面系上表数据未包含除国储粮物流收入外的其他仓储收入
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月末，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象屿小贷发放给农户的委托贷款，全部为对农户的放贷，截至2020年3月末，象屿小贷自营贷款及委托贷款未出现逾期。

铁路物流服务

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，象道物流有超过2万平米货场和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年末，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，19个铁路货运场站（自有及租赁），配套约50公里铁路专用线，逾220万平方米集装箱堆场和仓库，约3万个自备集装箱，年运力超1,600万吨，拥有遍布全国的20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。

盈利模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户根据资信情况给予一定的账期，并通过动态调整发货节奏，降低回款风险。2019年，象道物流共经营货量1,225万吨，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23.78%，主要为象屿物流及其下属子公司。

3. 在建工程

截至2020年3月末，公司在建项目未来投资规模较小，项目建成后，公司综合实力有望进一步增强。

截至2020年3月末，公司主要在建项目3个，计划总投资为10.70亿元，截至2020年3月末已投资8.63亿元，2020年4—12月计划投资2.07亿元，公司未来投资规模较小，资金压力不大。

表4 截至2020年3月末公司在建工程项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目内容	计划投资	累计投资	投资进度	尚需投资	预计投产时间
巩义象道货场建设项目	3条铁路专用线及10万平方仓库	2.82	2.61	92.46	0.21	2020年
安阳象道货场建设项目	铁路专用线6条（承接安阳钢铁的铁矿石与钢材到发）	5.40	4.13	76.40	1.27	--
息烽象道货场建设项目	自有铁路专用线3条以及仓库8万平方米左右	2.48	1.90	76.45	0.58	--
合计	--	10.70	8.63	--	2.07	--

注：已投资额为实际已投入的资金；安阳铁路专用线距离京广线距离较近，根据铁路部门要求正重新编制安全施工方案，无法较准确预估完工时间；息烽地质结构复杂土石方量大，比预估的难度大，进展比较缓慢，无法较准确预估完工时间
资料来源：公司提供

4. 经营效率

2017—2019年，公司经营效率有所下降，但仍处于行业中上水平。

2017—2019年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为68.47次、57.58次和48.89次；存货周转次数逐年下降，分别为17.50次、16.05次和14.90次；总资产周转次数逐年下降，分别为5.12次、4.67次和4.52次。从同行业对比来看，公司经营效率位于同行业中上水平。

表5 同行业上市公司2019年经营效率指标对比（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
600153.SH	建发股份	49.20	2.04	1.32
600704.SH	物产中大	51.12	18.32	4.00
600755.SH	厦门国贸	62.13	6.01	2.64
002183.SZ	怡亚通	5.67	8.78	1.69
600710.SH	苏美达	10.72	19.38	2.03
中位数		49.20	8.78	2.03
600057.SH	厦门象屿	52.61	15.11	4.52

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用Wind数据
资料来源：Wind，联合评级整理

5. 经营关注

(1) 公司主营业务受宏观经济周期、大宗商品价格波动的影响大

公司供应链管理业务依托于大宗商品交易，易受宏观经济周期、市场供给变化的影响；2019年国际贸易摩擦仍然存在，加之2020年新冠肺炎疫情疫情影响，全球经济发展面临较大不确定性，对公司大宗商品采购分销服务及物流服务业务产生一定不利影响。

(2) 上下游信用风险和资金占用风险

公司对上游大宗商品的供应商的结算方式方面，部分产品以预付货款的形式结算，对公司资金形成较大占用。此外，公司应收账款规模增长较快，若上下游企业出现信用风险，公司应收账款和预付账款可能出现坏账风险。

6. 未来发展

公司战略定位清晰明确，立足自身优势加强供应链服务能力，实现产业链延伸，发展战略切实可行，符合公司发展需要。

未来，公司将明确供应链管理、投资、运营服务商的定位，立足供应链，服务产业链，力争成为中国一流的供应链管理、投资、运营服务商。

产业发展方面，公司将在进一步夯实和优化农产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等大宗商品供应链服务体系的基础上，深度挖掘产业链上的战略合作机会，充分发挥物贸联动优势，提升供应链综合服务收益，积极探索培植收益率较高的新产品供应链，优化业务结构、分散经营风险、提高经济效益。发展模式方面，公司将坚持产业全链条服务模式，致力于提升产业链运营效率，为产业链核心企业提供多品种、多元化的供应链综合服务，在为产业链客户降本增效的同时获取增值服务收益。信息技术方面，公司将积极向数智化转型，探索区块链、物联网等新兴技术在大宗商品供应链领域的融合落地，优化现有的业务模式。区域发展布局方面，公司将把握“一带一路”、福建自贸区、海西经济区等重大战略机遇，结合国家政策导向及资源分布情况，通过多种方式布局关键的物流节点和市场网络，完善国内外多式联运物流服务体系。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2017—2019年度财务报表均经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计，审计结论均为标准无保留意见。2020年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，截至2017年末，公司纳入合并范围子公司共103家。2018年，公司新纳入合并范围38家子公司，减少5家子公司。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共136家。2019年，公司合并范围因新设、非同一控制下企业合并增加15家子公司，因处置、清算减少4家子公司，因吸收合并减少1家子公司。截至2019年末，公司合并范围内子公司共146家。2020年1—3月，公司合并范围新增5家子公司，减少1家子公司。截至2020年3月末，公司纳入合并报表的子公司共150家。公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

¹ 2019年8月，公司公告更换审计事务所为容诚会计师事务所，原因是致同会计师事务所（特殊普通合伙）部分分所合伙人及业务团队（含本公司审计团队）离开致同会计师事务所（特殊普通合伙），加入华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）。2019年6月10日，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）正式更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。公司2017—2018年度财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）重新审计。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 657.32 亿元，负债合计 439.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 217.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益 135.84 亿元。2019 年，公司实现营业收入 2,724.12 亿元，净利润（含少数股东损益）为 14.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 11.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 41.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.62 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 836.28 亿元，负债合计 616.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 219.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 138.16 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 669.27 亿元，净利润为（含少数股东损益）3.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-207.85 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.19 亿元。

2. 资产质量

2017—2019 年，随着业务规模扩大及象道物流并表，公司资产总额逐年增长，并以流动资产为主；存货、预付款项及应收账款规模较大，且受备货周期影响季节性波动大，对营运资金占用明显，公司整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 20.12%。截至 2019 年末，公司资产总额为 657.32 亿元，较上年末增长 20.12%，主要系流动资产增长所致，其中，流动资产占 74.58%，非流动资产占 25.42%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 21.41%。截至 2019 年末，公司流动资产为 490.25 亿元，较上年末增长 26.25%，主要系存货和预付款项增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.71%）、应收账款（占 11.17%）、预付款项（占 16.98%）、存货（占 39.72%）和其他流动资产（占 7.89%）构成。

图 7 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 22.20%。截至 2019 年末，公司货币资金为 72.14 亿元，较上年末增长 2.68%。公司货币资金中使用受限的金额为 11.26 亿元，主要为保证金和冻结款等，受限比例为 1.71，受限程度很低。

2017—2019 年，公司应收账款账面价值逐年增长，年均复合增长 45.55%。截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 54.76 亿元，较上年末增长 12.21%，主要系经营规模扩大所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款组合账面价值为 51.03 亿元，0~6 个月的占 91.26%，7~12 个月的

占 3.70%，整体账龄短。欠款方前五名共计占应收账款余额的 34.64%，集中度一般。公司累计计提应收账款坏账准备 4.24 亿元，计提比例为 7.19%。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 8.33%。截至 2019 年末，公司预付款项为 83.27 亿元，较上年末增长 21.28%，其中账龄在 1 年以内的占 97.80%，整体账龄短；按预付对象归集的期末余额前五名合计占期末余额的 48.03%，其中对第一名单位的预付款余额 25.50 亿元，集中度较高。

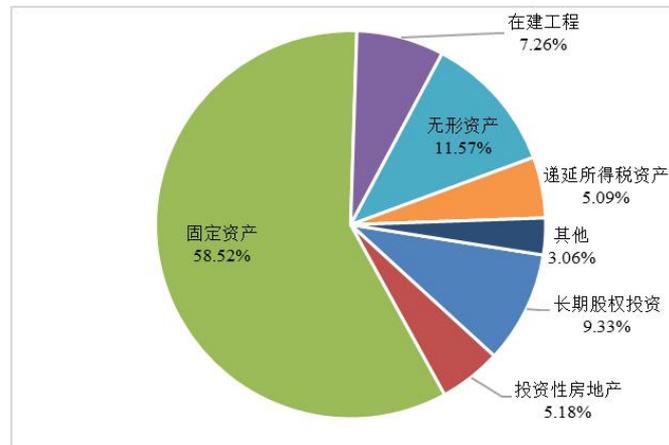
2017—2019 年，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长 26.36%。截至 2019 年末，公司存货账面价值为 194.71 亿元，较上年末增长 25.86%，主要系供应链业务规模扩张，备货相应增加所致。公司存货主要为库存商品（占 89.92%），累计计提存货跌价准备 1.59 亿元，计提比例为 0.81%，考虑到疫情以来大宗商品价格波动较大，存在一定存货跌价风险。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 9.42%。截至 2018 年末，公司其他流动资产为 28.32 亿元，较上年末下降 39.94%，主要系下属子公司象屿小贷收回贷款本金所致。截至 2019 年末，公司其他流动资产为 38.68 亿元，较上年末增长 36.59%，主要系子公司象屿小贷投放贷款增加、象晖能源对股东借款增加 5.43 亿元以及公司增加理财产品所致。公司其他流动资产主要包括预缴税费或进项税 14.00 亿元、贷款业务 13.04 亿元和理财产品 11.08 亿元。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 16.56%。截至 2019 年末，公司非流动资产为 167.08 亿元，较上年末增长 5.15%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.33%）、投资性房地产（占 5.18%）、固定资产（占 58.52%）、在建工程（占 7.26%）、无形资产（占 11.57%）和递延所得税资产（占 5.09%）构成。

图 8 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 9.86%。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 14.04 亿元，较上年末下降 26.80%，主要系公司对象道物流分步实现企业合并，不再计入对联营、合营企业投资所致。截至 2019 年末，公司长期股权投资为 15.58 亿元，较上年末增长 11.00%，主要系对福建象屿壳牌石油有限责任公司追加投资 1.43 亿元所致。公司长期股权投资主要包括厦门集装箱码头集团有限公司 7.52 亿元、哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.22 亿元和福建象屿壳牌石油有限责任公司 2.87 亿元；长期股权投资权益法下确认的投资收益 0.80 亿元。

2017—2019 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 6.64%。截至 2018 年末，公司投资

性房地产账面价值 9.56 亿元，较上年末增长 25.67%，主要系新增象道物流的投资性房地产所致。截至 2019 年末，公司投资性房地产为 8.65 亿元，较上年末下降 9.51%，主要系计提折旧所致。投资性房地产主要为房屋及建筑物（占 57.95%）和土地使用权（占 42.05%），均采用成本法计量，累计计提折旧 2.48 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 27.80%。截至 2019 年末，公司固定资产账面价值为 97.77 亿元，较上年末增长 4.62%。公司固定资产主要包括房屋及建筑物（占 38.75%）、构筑物及其他设施（占 33.46%）和机器设备（占 20.08%）；累计计提折旧 17.15 亿元，固定资产成新率为 84.89%，成新率较高。

2017—2019 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 34.84%。截至 2018 年末，公司在建工程账面价值 12.01 亿元，较上年末增长 80.02%，主要系新增象道物流的在建工程及子公司在建工程转固所致。截至 2019 年末，公司在建工程为 12.13 亿元，较上年末变化不大，主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 5.10 亿元、巩义象道物流有限公司铁路专用线工程 2.99 亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.14 亿元。

2017—2019 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 26.08%。截至 2019 年末，公司无形资产为 19.33 亿元，较上年末增长 7.54%。公司无形资产主要为土地使用权（占 92.09%），按成本法计量，累计摊销 2.22 亿元。

2017—2019 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 15.16%。截至 2019 年末，公司递延所得税资产为 8.51 亿元，较上年末增长 7.65%，主要系信用减值损失和可抵扣亏损产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2019 年末，公司资产受限规模合计 57.61 亿元，包括使用受限的货币资金 11.26 亿元、交易性金融资产 2.91 亿元、固定资产 19.91 亿元、无形资产 5.56 亿元、其他流动资产 10.50 亿元和投资性房地产 6.00 亿元等，合计占公司资产总额的 8.76%，受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 836.28 亿元，较上年末增长 27.23%，主要系流动资产增长所致，其中，流动资产占 79.95%，非流动资产占 20.05%，流动资产占比较上年末上升 5.37 个百分点。应收账款较 2019 年末增长 33.20%，主要系供应链业务规模扩大，采用赊销结算的业务增加所致；预付款项较 2019 年末增长 82.52%，主要系商品采购款增加所致；存货较 2019 年末增长 44.06%，主要系以钢材为主的存货储备增加所致。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2017—2019 年，随着物流供应链业务扩张，公司负债规模逐年增长，债务规模持续增加且以短期债务为主，债务结构有待改善，整体债务负担较重。截至 2020 年 3 月末，受备货周期影响，公司债务规模快速增长，且以短期债务为主，形成一定流动性压力，但符合公司所处行业特征。随着公司积极推进存货去化，实现销售回款，整体负债规模将有所下降，短期偿债压力将有所减轻。

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 22.01%，主要系流动负债增长所致。截至 2019 年末，公司负债总额为 439.36 亿元，较上年末增长 24.56%，其中，流动负债占 82.84%，非流动负债占 17.16%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 16.90%。截至 2019 年末，公司流动负债为 363.99 亿元，较上年末增长 26.05%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 25.75%）、应付票据（占 20.96%）、应付账款（占 31.23%）和预收款项（占 14.77%）构成。

图9 截至2019年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司短期借款逐年下降，年均复合下降10.02%。截至2019年末，公司短期借款为93.74亿元，较上年末下降9.87%，主要为保证借款（占90.83%）。

2017—2019年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长54.13%。截至2019年末，公司应付票据为76.31亿元，较上年末增长32.24%，主要系公司业务规模扩大所致。

2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长58.13%。截至2019年末，公司应付账款为113.68亿元，较上年末增长123.44%，主要为应付货款（占92.40%）。

2017—2019年，公司预收款项波动增长，年均复合增长2.47%。截至2019年末，公司预收款项为53.76亿元，较上年末增长16.95%，主要为预收货款（占98.42%）。

2017—2019年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长61.83%。截至2019年末，公司非流动负债为75.37亿元，较上年末增长17.84%，主要系长期借款和其他非流动负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占60.78%）、应付债券（占13.24%）、长期应付款（占5.33%）和其他非流动负债（占11.27%）构成。

2017—2019年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长108.71%。截至2019年末，公司长期借款为45.82亿元，较上年末增长22.15%，主要由保证借款（占56.68%）和抵押加保证借款（占40.88%）构成。

2017—2019年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长0.23%。截至2019年末，公司应付债券为9.98亿元，较上年末增长0.23%，主要为发行的公司债“17象屿01”。

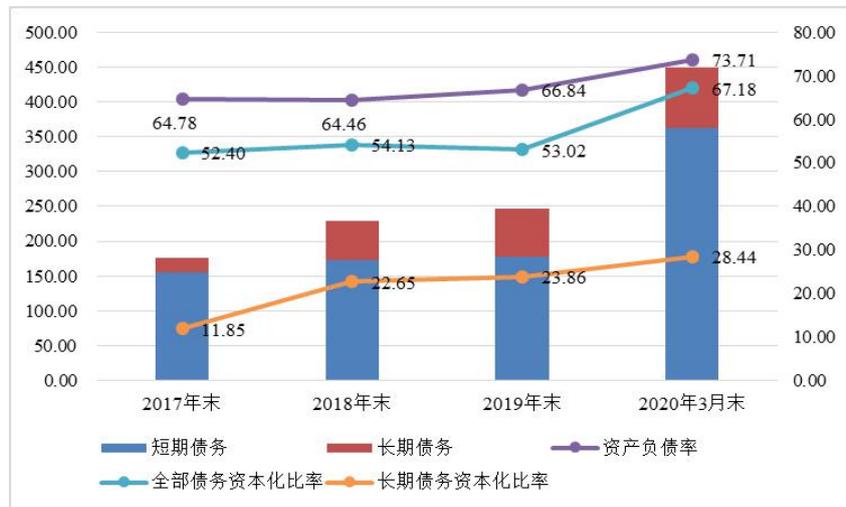
2017—2019年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长89.76%。截至2019年末，公司长期应付款为4.02亿元，较上年末增长14.65%，主要为应付融资租赁款。

2017—2019年，公司其他非流动负债逐年增长，分别为0.00亿元、6.00亿元和8.50亿元。截至2018年末，公司新增的其他非流动负债全部为向控股股东的长期借款。截至2019年末，公司其他非流动负债较上年末增长41.60%，主要为下属子公司厦门国际物流中心开发有限公司作为基础债务人发行象屿集团2019年度第一期资产支持票据获取的信托贷款。

2017—2019年，公司全部债务分别为176.58亿元、229.49亿元和246.00亿元，年均复合增长18.03%。截至2019年末，公司全部债务为246.00亿元，较上年末增长7.19%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务为177.71亿元（占72.24%），较上年末增长3.00%；长期债务为68.29亿元（占27.76%），较上年末增长19.90%，主要系长期借款增加所致。偿债指标方面，2017—2019年，公司资产负债率波动上升，分别为64.78%、64.46%和66.84%；全部债务资本化比率波动上升，分

别为 52.40%、54.13%和 53.02%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为 11.85%、22.65%和 23.86%。

图 10 2017-2019 年及 2020 年 3 月末公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告、联合评级整理

截至 2019 年末，若将计入其他权益工具的 30 亿元永续债务调入长期债务，公司全部债务将增至 276.00 亿元，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 71.41%、59.49%和 34.34%，较调整前分别上升 4.56 个百分点、6.47 个百分点和 10.48 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 616.43 亿元，较上年末增长 40.30%，主要系流动负债增长所致，其中，流动负债占 84.57%，非流动负债占 15.43%。截至 2020 年 3 月末，公司短期借款 193.38 亿元，较上年末增长 106.30%，主要系供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；其他应付款 46.57 亿元，较上年末增长 39.31 亿元，主要系象屿物流及其子公司分别向象屿集团、象屿集团子公司香港象屿投资公司拆入 37.40 亿元和 590 万美元所致；其他流动负债为 40.78 亿元，较上年末增长 40.66 亿元，主要系新发行超短期融资券所致；应付债券为 29.92 亿元，较上年末增长 19.93 亿元，主要系新发行“20 象屿 01”和“20 象屿 02”两期公司债所致。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 450.00 亿元，较上年末增长 82.93%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务为 362.61 亿元（占 80.58%），较上年末增长 104.04%，主要系供应链业务规模扩大，融资规模增加所致；长期债务为 87.39 亿元（占 19.42%），较上年末增长 27.98%，主要系发行公司债券所致。截至 2020 年 3 月末，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 73.71%、67.18%和 28.44%，较上年末分别上升 6.87 个百分点、14.16 个百分点和 4.59 个百分点。债务负担明显加重。

截至 2020 年 3 月末，若将计入其他权益工具的 30 亿元永续债务调入长期债务，公司全部债务将增至 480.00 亿元，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 77.30%、71.66%和 38.21%，较调整前分别上升 3.59 个百分点、4.48 个百分点和 9.76 个百分点。

截至 2020 年 4 月末，公司积极推进存货去化、实现销售回款并偿付部分流动负债，短期借款和其他流动负债较 3 月末明显下降，分别为 165.36 亿元和 34.42 亿元，整体负债规模下降，短期偿债压力有所减轻。

（2）所有者权益

2017—2019 年，随着公司通过外延并购扩张、发行永续中期票据，以及子公司通过市场化债转股引入少数股东现金增资，公司所有者权益规模逐年增长，但权益结构稳定性一般。

2017—2019年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长16.56%。截至2018年末，公司所有者权益合计194.48亿元，较上年末增长21.23%，主要系公司并购象道物流以及未分配利润累积所致。截至2019年末，公司所有者权益合计217.96亿元，较上年末增长12.07%，主要系公司发行永续中期票据使得其他权益工具增加，以及市场化债转股使得资本公积和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为62.32%，少数股东权益占比为37.68%。归属于母公司所有者权益为135.84亿元，股本占15.88%、其他权益工具占22.08%、资本公积占36.44%、其他综合收益占0.21%、盈余公积占1.44%、未分配利润占23.94%。少数股东权益、其他权益工具及未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年3月末，公司所有者权益较上年末增长0.87%，其中，归属于母公司所有者权益占比为62.84%，少数股东权益占比为37.16%。所有者权益结构较上年末变化不大。

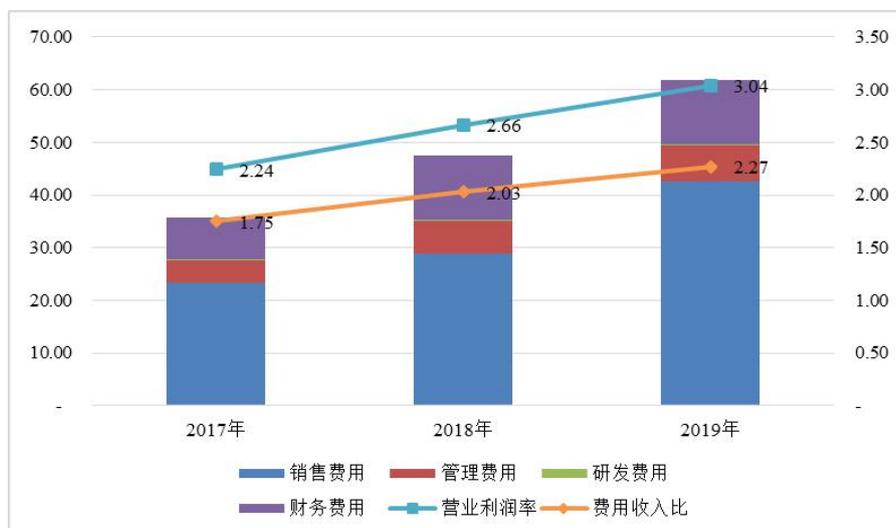
4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，期间费用管控能力良好，资产减值损失有所下降；但以投资收益为主的非经常性损益波动较大，对公司利润稳定性有一定影响。

2017—2019年，随着业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，年均复合增长15.76%；净利润波动增长，分别为9.94亿元、14.45亿元、14.58亿元，年均复合增长21.07%，其中2018年公司净利润同比增长45.32%，主要系公司毛利润增加、期货套期保值及出售股票取得的投资收益较高所致。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长31.81%。2019年，公司期间费用总额为61.89亿元，较上年增长30.18%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为68.79%、11.00%、0.34%和19.87%，以销售费用为主。2017—2019年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长34.89%，主要系公司为提升服务能力，对铝产品等核心产品供应链业务中物流配套服务增加，以及煤炭、农产品业务量增长，相应的运输、港口费用增加所致；公司管理费用逐年增长，年均复合增长26.46%；公司财务费用波动增长，年均复合增长25.56%，主要系融资规模增加所致；公司研发费用逐年增长，年均复合增长12.19%，主要系研发项目投入增加所致。2017—2019年，公司费用收入比分别为1.75%、2.03%和2.27%，公司费用控制能力良好。

图 11 2017—2019 年公司期间费用构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告、联合评级整理

从利润构成来看, 2017—2019年, 公司发生资产减值损失及信用减值损失总额分别为4.62亿元、4.69亿元和2.42亿元, 占营业利润的比重分别为38.23%、27.01%和13.73%, 其中2018年发生金额较大, 主要系公司计提较大金额存货跌价损失和可供出售金融资产减值损失所致, 2019年较上年大幅下降, 主要系2019年末大宗商品价格上升, 市场行情改善所致。2017—2019年, 公司实现投资收益波动较大, 分别为1.81亿元、6.18亿元和-1.76亿元, 占营业利润的比例分别为14.93%、35.60%和-9.95%。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, 受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。

从盈利指标看, 从盈利指标看, 2017—2019年, 公司营业利润率逐年上升, 分别为2.24%、2.66%和3.04%; 公司总资产收益率波动不大, 分别为6.02%、6.13%和5.75%; 公司总资产报酬率波动不大, 分别为5.18%、5.47%和5.04%; 净资产收益率波动不大, 分别为7.35%、8.14%和7.07%。公司整体盈利能力较强。从同行业主要上市公司比较来看, 公司盈利能力指标处于行业中等水平。

表6 同行业上市公司2019年盈利能力情况对比(单位: %)

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
600153.SH	建发股份	6.54	4.63	16.00
600704.SH	物产中大	2.58	6.23	11.15
600755.SH	厦门国贸	3.05	5.23	9.57
002183.SZ	怡亚通	5.53	3.78	1.52
600710.SH	苏美达	6.49	5.84	9.53
中位数		5.53	5.23	9.57
600057.SH	厦门象屿	3.10	4.89	8.61

注: 为了增加可比性, 表中公司指标计算公式与Wind保持一致; Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源: Wind

2020年1—3月, 公司实现营业收入669.27亿元, 较上年同期增长21.20%; 实现净利润3.85亿元, 较上年同期增长8.61%, 其中投资收益3.81亿元, 主要为期货套期保值收益。

5. 现金流

2017—2019年, 公司经营活动现金流状况逐年改善, 收入实现质量较高; 投资活动现金流持续净流出; 随着偿还到期债务金额大幅增加, 筹资活动现金流由净流入转为净流出。2020年一季度, 公司经营活动现金为大额净流出状态, 季度性波动明显, 筹资活动现金流大额净流入, 符合公司所处行业特征。

从经营活动来看, 受经营规模扩大影响, 2017—2019年, 公司经营活动现金流入量逐年增长, 分别为2,390.86亿元、2,641.39亿元和3,001.54亿元, 年均复合增长12.05%。2017—2019年, 公司经营活动现金流出量逐年增长, 分别为2,419.80亿元、2,621.12亿元和2,960.14亿元, 年均复合增长10.60%。综上, 2017—2019年, 公司经营活动现金净额逐年上升, 分别为-28.94亿元、20.28亿元和41.40亿元; 公司现金收入比逐年下降, 分别为117.31%、112.54%和109.81%, 收入实现质量较高。

从投资活动来看, 2017—2019年, 公司投资活动现金流入量逐年增长, 分别为25.73亿元、27.73亿元和28.92亿元, 年均复合增长6.03%。2017—2019年, 公司投资活动现金流出量逐年增长, 分别为41.03亿元、44.07亿元和68.12亿元, 年均复合增长28.85%, 其中2019年较上年增长54.57%,

主要系购买短期理财产品所致。综上，2017—2019年，公司投资活动现金净流出量逐年增长，分别为15.30亿元、16.34亿元和39.20亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量波动增长，分别为502.63亿元、469.78亿元和699.39亿元，年均复合增长17.96%，其中2019年同比增长48.88%，主要为借款和吸收投资收到的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，分别为435.10亿元、453.37亿元和705.39亿元，年均复合增长27.33%，其中2019年同比增长55.59%，主要为偿还债务支付的现金。综上，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为67.53亿元、16.40亿元和-5.99亿元，由净流入转为净流出。

2020年1—3月，公司实现经营活动现金净流出207.85亿元，较上年同期增长81.64%，主要系供应链业务规模扩张，采购备货增加所致；投资活动现金净流入4.26亿元；筹资活动现金净流入208.60亿元，较上年同期增长105.41%，主要系短期借款增加及发行公司债券所致。

6. 偿债能力

近年来，公司长期和短期偿债能力指标表现尚可，同时考虑到公司直接和间接融资渠道畅通，且公司控股股东在融资担保、资金拆借等方面的支持力度强，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率逐年上升，分别为1.25倍、1.34倍和1.35倍；速动比率逐年上升，分别为0.79倍、0.81倍和0.81倍。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019年，公司现金短期债务比逐年上升，分别为0.35倍、0.43倍和0.54倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA逐年增长，分别为24.36亿元、32.79亿元和36.83亿元。2019年，公司EBITDA较上年增长12.31%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占15.83%）、计入财务费用的利息支出（占29.79%）和利润总额（占52.56%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数波动上升，分别为3.16倍、3.54倍和3.19倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比逐年上升，分别为0.14倍、0.14倍和0.15倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至2020年3月末，公司共获得银行授信875.09亿元，尚未使用额度为379.16亿元，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。

截至2019年3月末，公司无对外担保。

截至2020年3月末，公司（含子公司）未决诉讼或仲裁共计80项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），主要系业务合同纠纷。其中，公司作为原告的案件有76件，涉及金额为123,005.70万元；作为被告的案件有4件，涉及金额为1,082.00万元。上述未决诉讼涉及应收账款和其他应收款余额合计49,051.32万元，涉及存货余额2,110.48万元，截至2020年3月末，公司针对上述案件已累计计提坏账准备44,198.64万元及存货跌价准备1,775.48万元，计提较充分。公司从事大宗商品贸易及仓储服务，存在较多的未决诉讼、仲裁，均系日常经营正常产生，预计不会对公司财务状况、业务经营产生重大不利影响。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至2020年9月28日，公司未结清贷款中有逾期利息327.06万元；已结清信贷中，有89笔垫款记录，有223笔关注类和不良类短期借款、7笔关注类贴现、122笔关注类银行承兑汇票、255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，与公司无关，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产总额小幅增长，以非流动资产为主；负债规模略有增长，负债率较低；所有者权益规模保持增长。2019 年，公司本部经营活动现金流为净流出。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 139.66 亿元，较上年末增长 8.72%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产为 34.21 亿元（占 24.50%），非流动资产为 105.45 亿元（占 75.50%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 11.80%）和其他应收款（占 81.98%）构成，非流动资产主要为长期股权投资（占 98.70%）。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 4.04 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 25.85 亿元，较上年末增长 5.97%。其中，流动负债为 10.24 亿元（占 39.62%），非流动负债为 15.61 亿元（占 60.38%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 70.32%）和一年内到期的非流动负债（占 25.92%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 29.26%）、应付债券（占 63.96%）和其他非流动负债（占 6.53%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 18.51%，较 2018 年末下降 0.48 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 113.81 亿元，较上年末增长 9.36%，其中，实收资本占 18.96%、其他权益工具占 26.36%、资本公积占 47.96%、未分配利润占 5.06%、盈余公积占 1.67%。

2019 年，公司本部营业收入为 0.39 亿元，净利润为 11.26 亿元。

截至 2019 年末，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 8.58 亿元和 10.46 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-1.88 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.52 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 3.15 亿元。

八、本期可续期公司债券偿还能力分析

1. 本期可续期公司债券的发行对现有债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务总额为 450.00 亿元，本期拟发行债券规模不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务水平影响不大。

根据现行企业会计准则及相关规定，公司将本期债券分类为权益工具，可有效降低公司资产负债率。

若仍将本期债券募集资金上限（10.00 亿元）计入长期债务，以 2020 年 3 月末财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，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由 73.71%、67.18%和 28.44%上升至 74.02%、67.66%和 30.70%，考虑到公司拟将本期债券部分募集资金用于偿还现有债务，实际债务负担将低于预测值。

截至 2020 年 3 月末，公司存续的永续中期票据和可续期信托贷款合计 30.00 亿元，同时考虑到本期可续期公司债券发行上限 10.00 亿元，若将以上 40.00 亿元全部调整为长期债务，以 2020 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，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 77.57%、72.07%和 40.16%，均较调整前有所上升。

2. 本期可续期公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 36.83 亿元，为本期债券发行额度上限（10.00 亿元）的 3.68 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；公司经营活动现金流入量为 3,001.54

亿元，为本期债券发行额度上限（10.00亿元）的300.15倍，经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高；公司经营活动产生的现金流量净额为41.40亿元，为本期债券发行额度上限（10.00亿元）的4.14倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、经营规模、股东背景等方面的优势，联合评级认为，公司对本期可续期公司债券的偿还能力极强。

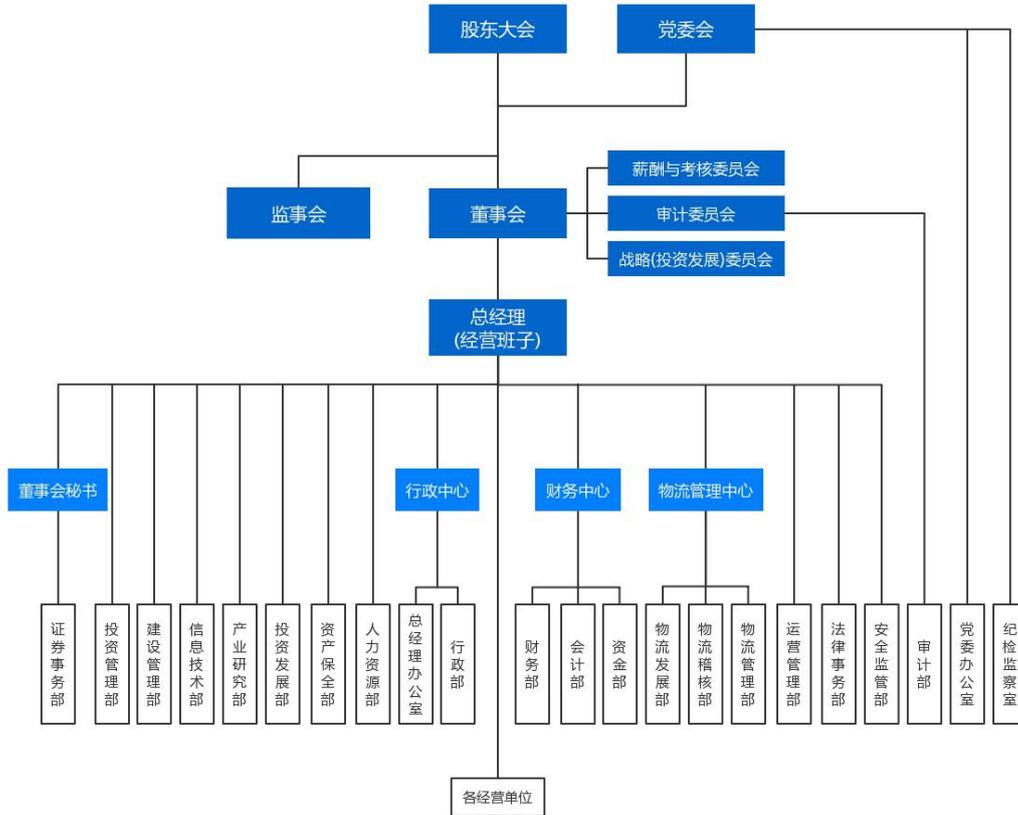
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了公司作为厦门市下属重要的供应链管理与服务商之一，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仍具备显著优势。公司通过控股象道物流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，带动经营质量提升和风控体系完善，公司综合服务能力明显增强。近年来，公司能源化工、金属矿产和农产品业务量稳定增长，收入规模逐步扩大，提质增效成果显现。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动性较大，公司主营业务毛利率水平有待提升，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金形成较大占用，债务规模增长快且以短期债务为主，经营现金流量净额季节性波动大等因素可能对公司信用状况带来不利影响。

未来，随着公司供应链业务提质增效，以及全国性物流平台网络的逐步完善，公司综合竞争力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用以及本期可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月末厦门象屿股份有限公司 组织结构图



附件 2 厦门象屿股份有限公司 主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	455.56	547.22	657.32	836.28
所有者权益 (亿元)	160.43	194.48	217.96	219.85
短期债务 (亿元)	155.00	172.54	177.71	362.61
长期债务 (亿元)	21.57	56.95	68.29	87.39
全部债务 (亿元)	176.58	229.49	246.00	450.00
营业收入 (亿元)	2,032.91	2,340.08	2,724.12	669.27
净利润 (亿元)	9.94	14.45	14.58	3.85
EBITDA (亿元)	24.36	32.79	36.83	--
经营性净现金流 (亿元)	-28.94	20.28	41.40	-207.85
应收账款周转次数 (次)	68.47	57.58	48.89	--
存货周转次数 (次)	17.50	16.05	14.90	--
总资产周转次数 (次)	5.12	4.67	4.52	0.90
现金收入比率 (%)	117.31	112.54	109.81	115.00
总资本收益率 (%)	6.02	6.13	5.75	--
总资产报酬率 (%)	5.18	5.47	5.04	--
净资产收益率 (%)	7.35	8.14	7.07	1.76
营业利润率 (%)	2.24	2.66	3.04	1.64
费用收入比 (%)	1.75	2.03	2.27	1.16
资产负债率 (%)	64.78	64.46	66.84	73.71
全部债务资本化比率 (%)	52.40	54.13	53.02	67.18
长期债务资本化比率 (%)	11.85	22.65	23.86	28.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.16	3.54	3.19	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.14	0.15	--
流动比率 (倍)	1.25	1.34	1.35	1.28
速动比率 (倍)	0.79	0.81	0.81	0.74
现金短期债务比 (倍)	0.35	0.43	0.54	0.24
经营现金流动负债比率 (%)	-10.87	7.02	11.37	-39.87
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.44	3.28	3.68	--

注: 1. 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; 2. 2020 年 1-3 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 其他应付款、长期应付款及其他非流动负债中的债务部分已计入相关债务指标测算; 4. 公司 2017-2019 年度财务数据均源于容诚会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计报告

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/ [(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年厦门象屿股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一年会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

厦门象屿股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。厦门象屿股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注厦门象屿股份有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，如发现厦门象屿股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如厦门象屿股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至厦门象屿股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送厦门象屿股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年十月二十二日