

信用等级公告

联合[2018]329 号

厦门象屿集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对厦门象屿集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

厦门象屿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

厦门象屿集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年四月二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

厦门象屿集团有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：基础发行规模 5 亿元，可超额配售
不超过 5 亿元（含 5 亿元）

债券期限：5 年期，附第 3 年末公司赎回选择
权、调整票面利率选择权和投资者回售选
择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 4 月 2 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	414.12	483.17	729.64	964.38
所有者权益（亿元）	96.54	157.48	226.24	259.47
长期债务（亿元）	65.47	55.68	65.84	130.14
全部债务（亿元）	256.90	230.04	315.14	459.13
营业收入（亿元）	521.73	656.11	1,239.38	1,508.88
净利润（亿元）	5.55	6.91	13.16	10.22
EBITDA（亿元）	21.20	22.24	29.66	--
经营性净现金流（亿元）	-89.46	46.40	-19.37	-65.38
营业利润率（%）	4.38	4.61	4.65	2.76
净资产收益率（%）	7.75	5.44	6.86	--
资产负债率（%）	76.69	67.41	68.99	73.09
全部债务资本化比率（%）	72.69	59.36	58.21	63.89
流动比率（倍）	1.30	1.27	1.23	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.25	1.43	2.39	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.06	1.11	1.48	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.12	2.22	2.97	--

注：1、本报告中数据不加注明均为合并口径；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、公司 2017 年三季度未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债中的应付短期债券已计入公司短期债务；5、计算 EBITDA 的折旧和摊销由公司提供。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”或“象屿集团”）的评级反映了公司作为厦门市国有大型集团之一，在物流供应链领域行业地位突出，在区域环境、经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备较强的竞争优势。近年来，公司金属矿产供应链业务整合升级，房地产业务地理位置较佳，类金融板块成为新的业务增长点。同时，联合评级也关注到进出口贸易业务存在汇率风险、部分贸易和粮食收储业务对资金占用较大、房地产开发及在建工程尚需投资规模较大、债务负担较重、债务结构有待改善等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司农产品深加工、仓储物流基地和贸易园区等在建工程逐步建成投产，公司综合竞争实力有望进一步提高，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司创造了良好的外部发展环境。

2. 公司贸易业务具有较强的渠道优势，综合物流服务能力较强；近年来随着公司对贸易和物流的整合升级，物流供应链板块收入持续增长。

3. 公司房地产项目主要位于福州、上海及周边昆山花桥等地区，地理位置较佳，销售情况良好。

4. 公司现金类资产较充裕，可供出售金

融资产变现能力强，融资渠道畅通。

关注

1. 公司贸易业务大部分通过预付款采购，粮食收储业务的预付粮食款规模较大，预付款项对公司资金将形成较大占用。

2. 公司进出口贸易业务以进口为主，存在汇率风险，汇兑损失对公司利润造成一定侵蚀。

3. 公司在建及拟建房地产项目、物流园区、仓储基地及深加工项目尚需投资的规模较大，公司存在较强的融资需求。

4. 公司债务负担较重、债务结构以短期债务为主，所有者权益结构稳定性较弱，物流供应链业务毛利率较低。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续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

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”或“象屿集团”）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2017年9月底，公司注册资本及实收资本15.76亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

2011年8月，公司核心贸易业务子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功借壳“ST夏新”在上海证券交易所上市，股票代码“600057.SH”。截至2017年9月底，公司对象屿股份的直接及间接持股比例合计54.74%。

公司经营范围：经营管理授权范围内的国有资产；对投资企业的国有资产行使出资者权利，对经授权持有的股份有限公司的国有股权行使股东权利；按照市政府制定的产业发展政策，通过出让、兼并、收购等方式实行资产重组，优化资本配置，实现国有资产的增值；从事产权交易代理业务；按国家有关的法律法规，设立财务公司、租赁公司；从事实业投资；房地产开发与经营、管理，土地综合开发及使用权转让；商贸信息咨询服务，展览、会务、房地产租赁服务；电子商务服务，电子商务平台建设；批发黄金、白银及制品；装卸搬运；其他仓储业（不含须经许可审批的项目）；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；其他未列明零售业（不含须经许可审批的项目）；镍钴冶炼；有色金属合金制造；有色金属铸造。

截至2017年9月底，公司本部设行政中心、投资中心、财务中心、风险中心和信息中心，5大中心下设16个职能部门（见附件1）；纳入公司合并范围的二级子公司共28家；公司在职员工合计4,456人。

截至2016年底，公司合并资产总额729.64亿元，负债合计503.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计226.24亿元，其中归属于母公司所有者权益合计94.79亿元。2016年，公司实现营业收入1,239.38亿元，净利润（含少数股东损益）13.16亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.26亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.37亿元，现金及现金等价物净增加额3.33亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额964.38亿元，负债合计704.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计259.47亿元，其中归属于母公司所有者权益合计112.30亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入1,508.88亿元，净利润（含少数股东损益）10.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.42亿元；经营活动现金流量净额-65.38亿元，现金及现金等价物净增加额44.15亿元。

公司注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区象屿路99号厦门国际航运中心E栋11层01单元；法定代表人：张水利。

二、本期债券及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]328号文核准，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过20亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券采用分期发行方式，其中第一期已于2018年3月15日发行，债券简称“18象屿01”，债券代码“143493.SH”，发行规模为10亿元，债券期限为5年期，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为5.59%。

“厦门象屿集团有限公司公开发行2018年公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”）为本次债券的第二期发行，基础发行规模5亿元，可超额配售不超过5亿元（含5亿元），债券期限5年期，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值100元，按面值平价发行，采取面向合格投资者公开发行的方式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券采用固定利率，票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，5亿元用于补充营运资金，5亿元用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司主要业务为物流供应链，辅以开展房地产及类金融业务。基于此，本报告行业分析将围绕供应链管理服务和房地产行业展开。

1. 供应链管理服务行业

（1）行业概况

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。

从纵向流程上看，供应链就是指由客户（或消费者）需求开始，贯通从产品设计到原材料供应、生产、批发、零售等过程（中间或经过运输和仓储），最终把产品送到最终用户手上的各项业务活动。从横向流程上看，传统供应链上任何环节的运转都是由商流、物流、信息流、资金流这“四流”所驱动。在供应链出现外包后，又出现了新的一条“工作流”，即对供应链上相关参与者的工作程序进行协调，使各环节能够无缝对接，从而使“四流”更加高效合理地运行。

表1 供应链的“五流”与供应链管理的职能

类别	主要功能/内涵	供应链管理能够提供的服务项目
商流	货物在由供应者向需求者转移时，货物与其等价物的交换和货物所有权的转移	参与市场调研、作出需求预测、谈判撮合、作为交易的对手参与货物的买卖交易
资金流	随着商品实物及其所有权的转移而伴随发生的资金往来	商业信用放大、融通仓、货物赊销、代垫税费、代开信用证、外汇支付便利、集中收付款并提供资金流转服务
物流	货物从供应者到最终用户的全程实体形态的流动	运输、仓储、包装、装卸、分拣、供应商库存管理、通关保税、集货、其他增值服务
信息流	商流、资金流、物流的流动影像，分为信息采集、传递和加工处理	条码管理、在途查询、数据报送、供应链管理系统开发
工作流	协调相关参与各方的工作程序，使各环节能无缝对接	人员现场进驻、编制作业指导书、协调多方行动

资料来源：联合评级整理

近年来，供应链对企业运营的重要性日益凸显，逐步发展成为一个独立的经济领域。2014年我国发布的《物流业发展中长期规划（2014~2020年）》，把推动与发展供应链管理列为十二大工程之一。在国家政策的推动和市场需求的刺激下，我国供应链企业不断涌现，特别是珠三角与长

三角已成为供应链管理推动的主力军，根据前瞻产业研究院的预测，到 2020 年，我国供应链市场规模将达到 3.1 万亿美元。

总体看，供应链管理服务行业是现代物流领域专业化分工的产物，有助于提高企业经营管理效率，具有广阔的发展前景。

（2）主要子行业状况

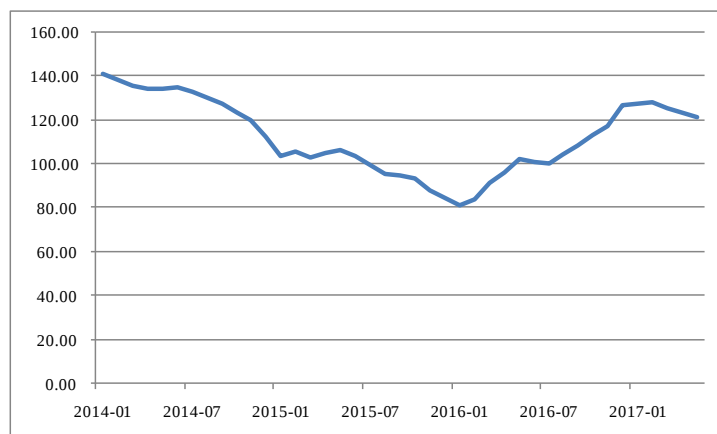
供应链管理服务行业的交易盈利环节发展主要取决于两方面的因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买断赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。随着中国经济增速放缓，煤炭、钢铁、铁矿石等大宗商品市场低迷，倒逼物流企业向供应链管理业务转型并提升效率，同时政府也开始推出支持政策推动供应链管理服务企业，供应链管理行业开始迅速成长。目前，我国供应链管理渗透度较高的行业主要是大宗商品贸易（如钢铁、矿石、煤炭、纸浆），仓储、物流及管理服务是其最基础的三个因素。

大宗商品供应链服务

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。

大宗商品受国际经济形势等多方面因素影响，价格波动较大。近年来，世界经济增速放缓，煤炭、钢铁等行业产能过剩明显，有色金属、黑色金属、石油及其他大宗商品的稀缺性减弱以及世界资源巨头的高度垄断等方面的因素得到缓解，大宗商品行业的长期景气度下行压力较大，其中能源类、钢铁类、矿产类、有色类、橡胶类、油料油脂类、食糖类大宗商品价格指数均呈现下跌趋势。2015 年起，随着供给侧改革的实施，能源、钢铁、建材、有色金属等行业去产能成效显著。2016 年初，受供需错配影响，大宗商品价格到达历史低位后触底反弹，铁矿石、铜、锌、原油、天然气、黄金、白银等商品价格均大幅上涨，大宗商品市场快速升温。2017 年以来，大宗商品价格出现回落，主要系前期黑色系大宗商品价格涨幅过大、出现技术性回调所致。目前，大宗商品价格受政策影响较大，多空因素交织，国内大宗商品价格走势的不确定性较大。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind 资讯

从贸易销售利润率情况来看，2012 年以来贸易行业整体利润率稳中有所下降，但基本保持稳

定，商品贸易行业平均销售利润率约为 8%，物资贸易行业平均销售利润率约为 3%，盈利水平较低。在此环境下，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，对供应链管理带来的成本节约效益的需求更加突出。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，在获得对上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，逐渐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，商业竞争日益激烈，贸易方式灵活多样，使其面临多种风险，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；通过整合产业链，向上端和下端延伸，能够将各种外部的风险内部化，提高企业的稳定性。

整体看，大宗商品同时具备实物和金融属性，受宏观经济增速放缓、部分行业产能过剩等因素影响，大宗商品价格波动较大，传统贸易商的盈利空间日益收窄。在此环境下，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

物流类供应链服务

随着经济总量的迅速增长，我国物流市场的整体规模也迅速扩大，但近年来增速放缓，进入调整转型期；其中，物流需求结构持续优化，工业品物流需求小幅回落。

从 2013 年开始，中国成为世界物流总量第一大国。2014~2016 年，中国物流业总收入分别为 7.1 万亿元、7.6 万亿元和 7.9 万亿元，2016 年同比增长 4.6%，增速较上年提升 0.1 个百分点，保持低速增长；全国社会物流总额分别为 213.5 万亿元、219.2 万亿元和 229.7 万亿元，2016 年同比增长 6.1%，增速较上年提升 0.3 个百分点。2016 年，工业品物流总额较上年增长 6.0%，实现平稳增长，采矿业、高耗能行业物流需求增速回落，装备制造业、高技术产业物流需求增速持续加快；进口物流总额较上年增长 7.1%，增速提升 6.9 个百分点，大宗商品和高新技术产品物流量均有所增长；单位与居民物流总额较上年增长 42.8%，增速提升 7.3 个百分点，电商等新业态物流需求持续高速增长，在“双十一”等促销活动强力推动下，11 月日均快递业务量是上年同期的 1.4 倍，消费物流需求快速增长，物流需求结构进一步优化。物流业总收入的增速低于社会物流总额增速，主要系物流成本下降所致。

近年来，社会物流总费用同样保持低速增长趋势。2016 年，全国社会物流总费用为 11.1 万亿元，较上年增长 2.9%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.9%，较上年下降 1.1 个百分点，经济运行中的物流成本有所下降，但与发达国家相比，仍处于较高水平。

较高的物流费用为供应链管理服务行业提供了广阔的发展空间。成熟的供应链管理系统能够帮助产业链内企业优化采购、装卸、运输、仓储、加工、分销等各个环节，提高供应链节点企业按时交货率，缩短订单周期时间，同时降低人力、物力、财力及风险成本，具体包括规划最优的运输路径，减少无效运输，调节运输负荷，确保大部分集装箱等满载，减少运输资源的浪费；有效衔接供给及需求，加快资源周转，降低库存水平，减少仓库购置成本，提高仓储利用率，从而降低时间成本及财务成本等，并降低风险；同时对分销中心的数量进行规划和精简，降低分销成本；此外，通过电子标签和物联网的信息系统等先进的技术，供应链管理企业能够帮助企业实现订单匹配、货物分类整理、流通加工、包装、质检、分拣、信息共享等一系列程序管理，提升自动化管理水平，在很大程度上减少货物清点、人工操作等环节，从而提升效率及降低成本。

物流服务价格方面，2015~2016 年，中国物流服务价格指数平均值分别为 50.0%和 49.9%，同比分别回落 0.4 个百分点和 0.1 个百分点，反映出在物流需求特别是大宗物流需求规模总体放缓及油价低位运行等多重因素综合影响下，物流服务价格整体处于低位振荡期。

总体看，随着经济总量的迅速增长，我国物流市场的整体规模也迅速扩大，社会物流总费用

也随之增长；社会物流总额的增长和较高的社会物流费用为供应链发展提供了空间。

仓储类供应链服务

仓储是物流行业的重要子行业之一，除从事仓储业务外，同时包含货物储存、保管、中转等仓储服务。近年来我国仓储业企业数量和规模持续增长，但增速有所放缓；人均仓储面积不高，设施与发达国家相比仍有一定差距。2012年以来，我国通用仓储业企业数量持续增长，截至2016年底，营业性通用仓库面积约10亿平方米，仓储业企业数量约3.5万家，人均仓储面积约0.5平方米（美国人均仓储面积约5平方米）。但我国物流总成本占GDP总额的14.9%，远高于美国，我国物流设施与发达国家相比还有一定差距，传统大型仓储企业盈利能力较弱，高标准物流设施不足，仓储工业用地资源减少，传统仓储企业面临一定转型压力。

我国仓储业主营业务收入规模持续增长，增长率趋稳。根据中国仓储协会数据，2016年仓储业主营业务收入约10,683.8亿元，同比增长10.6%，维持近年来10%左右的增速；主营业务利润约1,980.8亿元，同比增长12%；收入利润率为18.7%，同比上升0.2个百分点。

总体看，近年来我国仓储业企业数量和规模持续增长，但人均仓储面积仍较小，设施与发达国家相比仍有一定差距；我国仓储业主营业务收入规模持续增长，增长率趋稳。

（3）行业政策

2014年9月，国务院办公厅发布《物流业发展中长期规划（2014~2020年）》（国发[2014]42号），部署加快现代物流业发展，建立和完善现代物流服务体系，提升物流业发展水平，为全面建成小康社会提供物流服务保障；并且提出，到2020年，要基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系。

2015年7月，商务部颁布《关于智慧物流配送体系建设的实施意见》，提出智慧物流配送体系建设要以“互联网+”理念为指导，把握互联网、物联网背景下的物流业发展规律，以信息化、智能化设备为载体，加强技术创新和商业模式创新，优化供应链管理和资源配置，促进提高效率、降低成本，提升物流业综合服务能力和整体发展水平。

2016年2月，人民银行等八部委印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，指出，要“大力发展应收账款融资”，“推动更多供应链加入应收账款质押融资服务平台”。供应链被认为是解决应收账款问题的一个重要方式。

2016年10月，发改委发布文件《促进民间投资健康发展若干政策措施》，提出“推动动产质押统一登记立法，建立以互联网为基础、全国集中统一的动产和应收账款等财产权利质押登记系统”。此举有利于互联网供应链金融平台做好动产质押融资、应收账款融资等项目的风控，甄别相关权利。

2017年10月，国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（国办发[2017]84号），为加快供应链创新与应用，促进产业组织方式、商业模式和政府治理方式创新，推进供给侧结构性改革，将推进农村一二三产业融合发展，促进制造协同化、服务化、智能化，提高流通现代化水平，积极稳妥发展供应链金融，积极倡导绿色供应链，努力构建全球供应链列为重点任务，并提出一系列保障措施，包括营造良好的供应链创新与应用政策环境、积极开展供应链创新与应用试点示范、加强供应链信用和监管服务体系建设、推进供应链标准体系建设、加快培养多层次供应链人才、加强供应链行业组织建设等。

总体看，我国尚未专门针对供应链制定相应的法律法规，但供应链管理作为物流、金融的领域的重要组成部分，已经得到政府的重视，受到越来越多的政策支持。

（4）行业关注

我国供应链管理服务企业综合服务能力较弱

目前，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，大部分供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小，真正应用供应链管理的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少。

大宗商品交易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。近年来钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

（5）行业发展

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，大宗商品的形势将发生较大变化，传统依靠低价取胜、垄断资源、单打独斗的模式已经不能适应市场发展，大宗商品贸易商开始向产业链的上下游延伸，逐步渗透产业链的各个环节，全方位创造增值机会的同时控制风险。制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强将带动大宗商品供应链服务领域的快速发展，并对综合物流产生较大的推动作用，物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，加速库存商品和运营资金的周转效率，向供应链一体化、信息化和智能化转变，行业内企业不断拓展服务行业，完善服务模式，行业集中度将进一步提升，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

此外，“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实现经济提质增效，对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合，行业集中度将进一步提升。

2. 房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

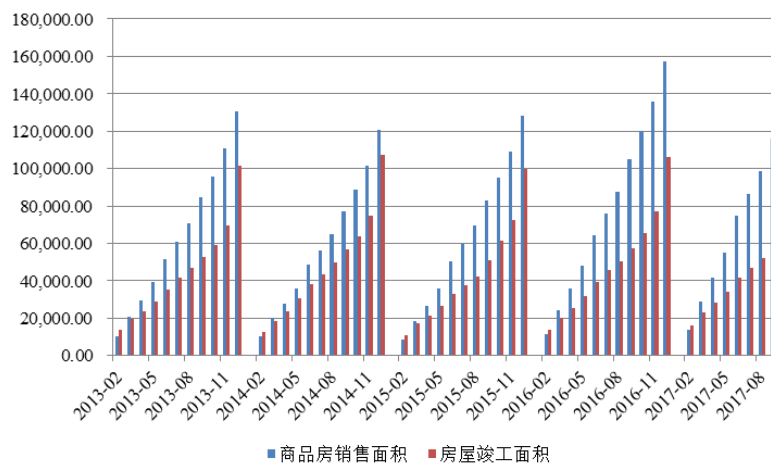
2014年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，全年商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%；商业营业用房竣工12,084万平方米，增长11.3%。

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年 1~9 月，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 116,006.00 万平方米，同比增长 10.30%。其中，住宅销售面积增长 7.60%，办公楼销售面积增长 32.70%，商业营业用房销售面积增长 23.70%；住宅销售额增长 11.40%，办公楼销售额增长 25.20%，商业营业用房销售额增长 31.80%。从供应来看，2017 年 1~9 月，房地产开发企业房屋施工面积 738,065.00 万平方米，同比增长 3.10%；房屋竣工面积 57,694.00 万平方米，增长 1.00%。截至 2017 年 9 月底，商品房待售面积 61,140.00 万平方米，比 8 月末减少 1,212.00 万平方米。其中，住宅待售面积减少 938.00 万平方米，办公楼待售面积减少 67.00 万平方米，商业营业用房待售面积减少 138.00 万平方米。

图 2 近年来全国商品房供求情况



资料来源：Wind 资讯

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%。2015 年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道，截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035 元/平方米，较年初增长 18.22%。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016 年“十一假期”，全国多个一线及重点

二线城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷、限价等多个方面进行调控。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱。2017年3月以来，全国约30个城市发布楼市调控新政，其中厦门、杭州、广州等城市多次发布升级版调控政策，北京从“认房又认贷”开始，在购房资格、入学条件、商住房买卖限制、中介整治等方面填补政策漏洞，调控力度升级，调控地域范围扩大。本轮调控中针对供给端主要采取了两个手段：一是严格规范房屋土地规划用途，严禁“商办公改住”；二是住房限售，即居民家庭新购买的住房在取得不动产证满规定年限后方可转让。限售政策是本轮政策调控中的创新措施，通过限制住房交易后的再次转让，增加了住房持有成本，有力打击了各类炒房和套现的现象。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

（2）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控力度不放松

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价、限贷、限售等多个方面对房地产行业进行调控。2017年中央政治局会议提出要把加快住房制度改革和长效机制建设作为2018年的重点工作之一，未来房地产调控政策有望从临时性、分散性的因城调控进一步发展为适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制，持续调控有望融入制度和长效机制建设中。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提

供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

3. 厦门市区域经济

公司是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，是厦门象屿保税区、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，厦门市区域经济发展状况对公司经营有较大影响。

厦门地处福建省东南部，台湾海峡西岸，与台湾隔海相望。厦门是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是国家计划单列市，享有省级经济管理权限并拥有地方立法权。厦门是中国最重要的国际招商口岸和对台贸易口岸，是外商投资的热点城市。良好的经济环境和地理位置，将为以贸易、物流、地产为主业的象屿集团提供良好的发展机遇。

2014年12月，国务院批准设立福建自贸试验区，范围涵盖厦门、平潭、福州三个片区。其中厦门片区面积最大，总面积43.78平方公里，范围涵盖两岸贸易中心核心区和东南国际航运中心海沧港区区域。自贸试验区的核心区域——中央商务区，作为厦门岛内唯一的自由贸易园区，是离城市经济、文化、生活圈最近的核心区域，具有良好的发展前景。

2014~2016年，厦门市全年地区生产总值（GDP）分别为3,273.54亿元、3,466.01亿元和3,784.25亿元，按可比价格计算，同比增长率分别为9.2%、7.2%和7.9%，增速呈波动下降态势，但仍保持较高水平。2016年，厦门市第一产业增加值23.45亿元，同比下降5.5%；第二产业增加值1,558.62亿元，同比增长5.7%；第三产业增加值2,202.18亿元，同比增长9.8%；三次产业结构为0.6：41.2：58.2，近三年来第三产业占比持续上升，经济结构转型升级取得一定成效。2014~2016年，厦门市公共财政预算总收入分别为909.13亿元、1,001.71亿元和1,083.34亿元，同比增长率分别为10.2%、10.2%和8.2%，保持较高水平。2017年1~10月，厦门市实现地区生产总值3,541.19亿元，同比增长7.4%，增幅较上年同期回落0.9个百分点，其中第二产业增长7.2%，第三产业增长7.6%，部分经济指标面临下行压力。

贸易方面，2014~2016年，厦门市社会消费品零售总额分别为1,072.94亿元、1,168.42亿元和1,283.46亿元，同比增长率分别为10.0%、8.9%和9.8%。2014~2015年，厦门市外贸进出口总值分别为835.53亿美元和832.91亿美元，2015年同比下降0.2%，主要系进口下降所致；2016年，厦门市外贸进出口总值5,091.55亿元，同比下降1.5%，主要系出口下降所致，贸易顺差1,096.89亿元，同比下降25.3%。近三年，厦门市国内贸易维持较快增长，但外贸规模持续小幅下滑。2017年1~10月，厦门市限额以上批发零售企业实现销售额9,617.63亿元，同比增长17.2%，全市实现社会消费品零售总额1,189.19亿元，同比增长13.4%，消费热点持续升温升级；全市实现外贸进出口4,789.59亿元，同比增长15.1%，增幅较上年同期提高18.3个百分点，外贸进出口需求旺盛。

总体看，厦门市地理位置优越，经济维持较快增长，产业结构调整取得一定成效，贸易规模较大，为公司供应链管理业务的发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门市十五大国有集团之一，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，是厦门象屿保税区、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。公司已初步形成了物流供应链（含贸易及

物流)、房地产及土地成片开发和类金融三大业务板块,旗下以现代供应链物流服务业为主营业务的象屿股份已于 2011 年 8 月成功重组上市。公司及下属子公司曾获 2015 全国仓储企业 100 强第 4 名、2015 厦门百强企业第 3 名、2015 厦门服务业百强第 3 名、2016 中国企业 500 强第 207 名、2016 中国服务业企业 500 强第 74 名、2016《财富》中国企业 500 强第 98 名、2016 中国物流企业 50 强第 4 名、2016 中国房地产百强企业第 89 名、2016 中国房地产开发企业稳健经营 10 强等荣誉。

公司贸易业务以大宗商品贸易业务为主,与青山控股集团有限公司、山西太钢不锈钢股份有限公司、振石控股集团有限公司、一重集团大连国际科技贸易有限公司等下游客户建立了良好的合作关系;同时,自 2014 年起在黑龙江产区开展粮食代收和粮食贸易业务,目前仓储能力已超过 1,500 万吨,拥有亚洲最大的单体粮库,辐射周边粮源 2,500 万吨。公司物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、供应链管理(大宗商品采购分拨)为主营的大物流产业群,是厦门象屿保税区、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。公司物流业务的客户包含雪博学津啤酒有限公司、深圳赛格三星股份有限公司、长城汽车股份有限公司等。公司拥有 35.30 万平方米的自营集装箱堆场以及目前华南地区最大的修箱棚,在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过 50 万平方米,拥有拖车 110 余部,5,000 吨级散货船 1 条。

公司下属房地产项目公司具备房地产开发二级资质。公司土地开发及房地产板块包括土地成片开发、城市基础设施建设、住宅房地产项目等,房地产项目定位于刚性需求客户,主要集中在长三角(上海、昆山)地区,并拓展到重庆、长沙、福建南平等区域。近三年,公司下属房地产子公司累计房屋竣工面积 123.12 万平方米,销售面积 105.19 万平方米,实现销售额 176.11 亿元;截至 2017 年 9 月底,土地储备 173.93 万平方米。

公司类金融板块主要涉及不良资产处置、企业托管经营、委托贷款、担保、典当、小额贷款、商业保理、第三方支付、融资租赁、信用保险、财产保险等业务,是福建省唯一从事不良资产经营的国有企业。

总体看,公司营业规模大,经营范围广,行业地位较突出,在贸易、物流等领域具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

截至 2017 年 9 月底,公司董事、监事及高级管理人员共 13 人,具有丰富的行业经验和管理经验,专业素质较高。

公司党委书记、董事长张水利先生,52 岁,本科学历;历任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,公司贸易中心总经理兼副总裁,公司总裁、董事;2016 年 7 月至今担任公司董事长。

公司党委副书记、董事兼总裁陈方先生,54 岁,博士学历;历任福建师范大学助教、讲师、副教授;福建国际经济技术合作公司总经理助理、副总经理;福建中福实业股份有限公司副总经理;厦门象屿建设集团有限责任公司总经理;象屿集团总经理特别助理、党委委员、副总经理。2017 年 2 月起任公司党委副书记、总经理、董事。

截至 2017 年 9 月底,公司在职员工合计 4,456 人。从教育程度来看,高中及以下占 14.45%,中专占 8.95%,大专及本科占 70.29%,研究生及以上占 6.31%。从年龄结构来看,30 岁以下占 42.19%,30~40 岁占 37.66%,40~50 岁占 15.91%,50 岁以上占 4.24%。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，员工构成可满足公司发展需要。

3. 外部支持

公司作为厦门市人民政府批准成立的国有独资公司，成立之初作为厦门市保税区开发建设、内外融资、债权债务的主体，负责象屿保税区的开发建设和国有资产的经营运作及其保值增值，并为区内企业提供社会化、系统化服务。随着厦门市国资委多次增资，公司注册资本从1.38亿元增长至15.76亿元，业务范围持续扩大，成为厦门市大型国有集团之一。

代建业务方面，公司作为厦门市政基础设施建设项目业主招标邀请单位和重大基础设施项目代建单位，受托先后开发建设了象屿保税区一期、象屿保税区15、16号集装箱码头及大量保税区内配套项目，累计开发土地近120万平方米，完成各类建筑约40万平方米、道路及管网建设约15公里。截至2017年9月底，公司主要在建的代建项目共20个，总投资额39.90亿元，已付金额33.96亿元。2016年，公司代建收入4,372万元。

政府补助方面，2014~2016年，公司获得的政府补助分别为9,890.74万元、3,156.85万元和12,992.44万元，主要包括财政局提供的企业扶持发展基金、进出口补助等，分别占当年公司利润总额的11.30%、2.84%和7.61%。公司获得的政府补助规模一般，对公司利润水平影响不大。

粮食收储业务方面，2015年，黑龙江省95%以上的政策性新建仓容指标由子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）获得，中央及黑龙江省在仓库建设方面给予象屿农产一定补贴。

总体看，公司承担了厦门市象屿保税区的开发建设和经营运作，代建业务规模较大，政府补助对公司利润形成一定补充，粮食收储业务可获得仓库建设补贴。

五、管理分析

1. 治理结构

公司作为厦门市政府授权国有资产投资经营一体化公司，已按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

董事会是公司的经营决策机构，由5~13名董事组成，其中董事长1名、副董事长1~2名、职工代表1名，任期三年，可连选连任。董事会成员由出资人按照有关规定和程序任免，职工董事由公司职工代表大会选举产生。

监事会主要负有监督职能，由5名监事组成，其中由出资人按照有关规定和程序任免监事会主席1名、监事2名，由公司职工代表大会选举产生的职工监事2名、其中监事会副主席1名。公司现有监事4人，空缺监事1人，目前监事缺任未对公司日常运营管理造成重大不利影响，公司计划将在适当时间补选监事。

公司设总裁（总经理）1名，副总裁（副总经理）3~6名，总裁（总经理）对董事会负责，副总裁（副总经理）协助总裁（总经理）工作。公司总裁（总经理）、副总裁（副总经理）按照有关规定和程序任免，并由董事会聘任或解聘。总裁（总经理）负责公司日常经营管理活动。

总体看，公司治理结构完善，能够维持公司的日常运行。

2. 管理制度

公司以“风险第一、利润第二、规模第三”为经营宗旨，实施四方一致（购货方、付款方、收货方、发票方）、四权分立、款到发货等管理措施，建立了以货权管理为中心，结合资金管理、合同管理、客户管理的风险控制体系。为提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制定了一

整套内部管理和控制制度，包括《财务负责人管理暂行规定》、《预算管理制度》、《集团担保管理办法》、《集团融资管理办法》、《集团期货管理办法》等。

资金管理方面，公司建立了虚拟内部结算中心，对各子公司实行资金集约管理，并根据其五年财务规划、年度财务预算，每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况。公司对投资企业进行内部评信，确保行业发展的资金需求，业务板块间资金额度不能串用。

投资管理方面，公司投资决策按照集中管理、分层决策的原则进行。各级决策部门在对投资项目的方向定位、内外部环境、投资运营方案、经济可行性等进行全面评估的基础上对具体投资方案作出决策。公司投资管理部负责投资项目的管理，资本运营部负责战略持股项目的论证和实施。

融资管理方面，公司明确了各层级融资工作职责。公司将向金融机构的间接融资以及按法定程序发行的在一定期限内还本付息的有价证券均纳入管理范畴。公司根据年度预算管理的要求编制融资计划，并经公司董事会通过确定年度融资额度。

子公司管理方面，公司注重对子公司加强业务的管理控制，规范成员企业的经营行为，通过资金调配、贷款担保、财务审计与稽核、投资项目审批及业绩考核等手段，指导和影响成员企业的经营，减少成员企业在市场经营中的风险。

担保管理方面，公司设担保管理小组和担保工作小组，担保管理小组作为对外担保的管理决策机构。担保工作小组对被担保人（全资公司除外）的资信状况及该担保事项的收益和风险进行充分分析并向担保管理小组提交书面申请和尽职调查报告，同被担保人提交的担保申请一齐经财务中心资金部、担保管理小组、董事会审议和批准。公司及下属投资公司不得为个人提供担保。

类金融业务风险管理方面，公司建立了较完善的风险预警处理机制和出险项目处理机制。从风险预警来看，公司业务部门应通过日常的贷后/当后/保后跟踪检查及其他各种渠道获取的客户信息，进行分析判断，发现可能影响业务安全的早期信号并上报，后续按规定程序和要求进行处理。从出现项目处理来看，项目出险后，业务部门应立即向风控部等部门及领导汇报，风控部向应急领导小组汇报，应急领导小组根据《出险项目处理措施》的规定，制定并执行处置方案。

总体看，公司各项规章制度较为健全，管理运作较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以供应链管理（贸易及物流）为主业，辅以开展房地产及类金融服务。2014~2016年，公司分别实现营业收入 521.73 亿元、656.11 亿元和 1,239.38 亿元，年均复合增长 54.13%，主要系物流供应链业务规模快速扩大所致；分别实现净利润 5.50 亿元、6.91 亿元和 13.16 亿元，年均复合增长 54.71%，与营业收入基本实现同步增长。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物流供应链	483.84	92.74	3.38	599.23	91.33	3.81	1,190.67	96.07	3.40
房地产	34.18	6.55	23.72	52.60	8.02	20.56	38.57	3.11	48.21
类金融及其他	3.70	0.71	39.42	4.28	0.65	64.56	10.14	0.82	44.59
合计	521.73	100.00	4.96	656.11	100.00	5.55	1,239.38	100.00	5.13

资料来源：公司提供

注：物流供应链业务主要由传统的贸易及物流两部分构成，贸易和物流两部分业务包含少量公司合并口径内的关联业务。

从收入构成来看,2014~2016年,物流供应链业务收入分别为483.84亿元、599.23亿元和1,190.67亿元,收入持续增长,主要系金属材料供应链业务拓展升级、贸易规模显著扩大所致,收入占比分别为92.74%、91.33%和96.07%,均在90%以上,是公司主要收入来源;房地产收入分别为34.18亿元、52.60亿元和38.57亿元,呈波动增长态势,主要受具体结转项目影响,收入占比分别为6.55%、8.02%和3.11%;类金融及其他收入分别为3.70亿元、4.28亿元和10.14亿元,逐年增长,主要系公司逐渐完善金融业务布局,投资规模快速增长所致,但收入占比不足1%,对公司收入影响较小。

从毛利率来看,2014~2016年,物流供应链业务毛利率分别为3.38%、3.81%和3.40%,变化不大;房地产业务毛利率分别为23.72%、20.56%和48.21%,2016年毛利率大幅上升,主要系上海地区房价大幅上涨,公司当年结转的上海项目规模较大所致;受上述因素影响,公司综合毛利率整体变化不大,分别为4.96%、5.55%和5.13%。

2017年1~9月,公司实现营业收入1,508.88亿元,同比增长86.66%,主要系金属矿产贸易收入大幅增加所致;从收入结构来看,物流供应链收入占95.50%,物流供应链仍是公司主要收入来源;从毛利率来看,公司综合毛利率为2.94%,较2016年全年毛利率水平有所下降,主要系金属矿产贸易毛利率下降且毛利率较低的金属矿产贸易收入占比上升所致。

总体看,物流供应链业务是公司主要收入来源,近三年随着金属材料供应链业务的发展,公司营业收入规模快速扩大,毛利率水平基本保持稳定;2017年公司物流供应链业务规模快速扩大,但毛利率水平有所下降。

2. 物流供应链业务

公司物流供应链业务主要由象屿股份运营。公司依托自身物流平台、信息平台、资金规模、营销渠道等协同优势,积极整合资源要素,打造了商流、物流、资金流、信息流四流合一的全价值链服务。公司以服务供应链上下游客户为宗旨,通过帮助上游供应商拓宽分销渠道、协助下游客户建立可靠的采购渠道,提高系统效率,获得协同效应和更大的发展空间。

公司物流供应链业务主要由贸易及物流两部分构成。

(1) 贸易

公司贸易业务以大宗商品贸易为主,2014~2016年,国内贸易收入占比分别为79.89%、73.91%和80.12%,2017年1~9月国内贸易收入占比为81.18%,以国内贸易为主,进出口贸易以进口为主。公司形成了以厦门、上海、天津、广州、重庆、青岛、张家港等城市为核心辐射全国的市场网络和战略布局,海外市场主要集中在亚洲和拉美。在人民币贬值的趋势下,公司以进口为主的进出口贸易模式使得公司面临一定汇率风险。

公司将贸易模式分为传统自营贸易模式和低风险贸易模式两种,以低风险贸易模式为主。近年来,公司逐渐摒弃了以往传统贸易的业务操作模式,传统自营贸易收入比重持续下降,自营贸易收入占比约为30%。在低风险贸易模式下,公司无需承担存货价格敞口风险、存货质量风险或上下家交货风险,盈利模式从以往单纯的价差收入更多地转向供应链增值服务收入。

公司在传统的“大宗商品采购供应、综合物流服务、物流园区平台开发运营”三大服务平台的基础上,已初步构筑了金属矿产供应链、农产品供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链五大核心产品供应链体系,并向产业上下游相关领域适当延伸,逐步培育新的成长点。其中,公司金属矿产贸易品种主要包括钢铁(长材、板材、型材)、有色金属(铜、铝、锌、镍、铬)、各类矿产(矿砂)、煤炭;化工产品主要包括塑料(PE、PP、PVC等)、化工(甲醇、甲苯等)、聚酯原料(PTA、MEG);农副产品主要包括粮食谷物、食品原料(油脂、白糖、奶

粉等）、饲料原料（鱼粉、乳清粉等）；其他产品主要包括木材、平行进口汽车、白色家电、鞋服等非按吨计量的商品。公司各类贸易产品收入情况如下表所示。

表3 公司贸易收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金属矿产	203.96	43.86	347.67	60.94	796.56	69.21	1,022.61	72.62
化工产品	113.30	24.37	94.83	16.62	205.83	17.88	283.41	20.13
农副产品	119.44	25.69	118.58	20.78	75.53	6.56	61.27	4.35
其他产品	28.27	6.08	9.45	1.66	73.01	6.34	40.79	2.90
合计	464.98	100.00	570.52	100.00	1,150.93	100.00	1,408.07	100.00

资料来源：公司提供

注：1、收粮业务保管费用补贴和出库费用补贴收入计入农副产品类别；2、林木类产品收入2014年计入其他产品类，2015年起调整计入农副产品类别。

2014~2016年，公司金属矿产贸易收入分别为203.96亿元、347.67亿元和796.56亿元，年均复合增长97.62%，主要系新增不锈钢供应链和铝产品供应链，以及钢材供应链升级所致；化工产品贸易收入分别为113.30亿元、94.83亿元和205.83亿元，呈波动增长态势，2015年收入减少主要系乙二醇市场行情波动、公司减少部分业务量所致，2016年收入增长主要系PTA贸易收入大幅增长所致；农副产品贸易收入分别为119.44亿元、118.58亿元和75.53亿元，2016年收入减少主要系国家临储政策调整、公司粮食代收总量下降所致；其他产品收入分别为28.27亿元、9.45亿元和73.01亿元，2015年收入减少主要系林木类产品收入调整计入农副产品板块所致，2016年收入增长主要系平行进口汽车收入增长所致。2017年1~9月，公司金属矿产贸易收入1,022.61亿元，化工产品收入283.41亿元，均已超过2016年全年水平，业务规模快速扩大。

从收入占比来看，2014~2016年，金属矿产始终是公司贸易业务的最大收入来源，收入占比分别为43.86%、60.94%和69.21%，占比持续上升；化工产品收入占比波动下降，分别为24.37%、16.62%和17.88%，是公司贸易业务重要收入来源；农副产品收入占比持续下降，分别为25.69%、20.78%和6.56%，2016年不再是公司贸易业务的重要收入来源；其他收入占比波动上升，分别为6.08%、1.66%和6.34%，占比仍较小。2017年1~9月，金属矿产收入占比进一步上升至72.62%，化工产品收入占比上升至20.13%，农副产品和其他产品收入占比不大。

采购方面，公司除了随行就市的一对一谈判外，还与供应商进行协商和探讨，目前公司采购定价方式主要有四种：一是通过连续向同一家上游厂商采购确定长协价格；二是采用二次定价，以到达目的地时的价格计算；三是买断式定价，在找到上游厂家盘货时已确定好下游买家，进而锁定中间利润；四是卖断式定价，但配备期货的套期保值。与同行业企业相比，公司在议价方面具备一定的订单规模优势。

从采购结算来看，公司对于钢材的采购结算主要采取预付货款后发货的形式，其他商品约60%~70%采用预付货款的形式，预付货款的结算模式对公司资金形成一定占用。公司铬铁、镍矿、棕榈油、木材等产品部分通过进口采购，主要采用信用证结算。2016年，公司对前五大供应商的采购集中度为22.79%，集中度风险一般。

销售方面，公司对贸易业务的结算模式实施较为严格的管理和控制，要求下游客户缴存一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将相应提高保证金比例或要求补交保证金；同时，为确保控制货权，公司要求所有采购的货物均储存在指定的仓库，客户交付剩余货款后方可提货，即采用“款到提货”的结算模式。公司商品约30%通过信用证方式结算，约30%通过商

业票据形式,约40%通过现金或银行汇款形式。2016年,公司对前五大客户的销售集中度为13.08%,集中度风险不大。

渠道方面,公司各主要产品已形成了一定渠道优势,市场范围广。金属矿产销售渠道主要分布在华东、华北和华南区域,以江浙沪、天津、唐山、广东为核心辐射周边地区;化工材料销售渠道以河北、上海、福建、广东等地区为核心,搭建起了较完整的全国销售网络;农副产品中,农业全产业链以渤海湾为销售中心,饲料原料产品以上海、天津、广州各分公司为依托,食品原料产品以广州、天津、张家港、厦门四大港口为核心,在全国各区域市场建立起较完善的销售网络。

总体看,公司贸易业务面临一定汇率风险,业务模式以低风险贸易收入为主,贸易品种主要包括金属矿产、农副产品和化工产品等,建立了覆盖全国的渠道网络。公司采购主要采取预付货款,对资金形成一定占用,采购定价方式较灵活,采用多种形式应对价格波动风险;销售主要采取款到提货,风险较低。

金属矿产贸易

公司金属矿产贸易中,钢材收入约占70%,矿产品及提炼物约占20%,其他金属矿产收入约占10%。公司在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市设立钢铁供应链物流平台,整合从原矿开采加工、原矿冶炼到产成品加工、贸易的各环节资源,提供贸易、物流、金融等依托完善的仓储资源体系,为钢厂提供集约化、规模化的分销渠道,为分销商提供一体化信息及物流服务。公司钢材供应链业务流程如下图所示。

图3 公司钢材供应链业务流程



资料来源：公司提供

近年来,公司对钢材供应链进行了升级,推动上下游资源的整合,并向自营出口延展,全链条服务能力明显提升。2015年以来,公司引进专业的钢材自营业务团队,聚焦以信用证业务为核心、相对规范的欧美市场,从开发国外终端客户订单入手,整合国内核心出口钢厂资源与国外终端客户需求相匹配,构建钢材自营出口链条。另一方面,公司持续优化内贸业务结构,向上整合钢厂资源,通过与国内大中型钢厂建立业务合作,不断增加长协业务的比重,向下开发围绕唐山、天津、山东、上海、重庆等市场的核心经销商客户。此外,2016年公司新增不锈钢和铝产品供应链;其中,不锈钢产业链提供镍矿、铬矿代采代销服务,聚焦核心客户提供代理出口服务,串联产业链上下游客户,尝试构建从原材料进口到产成品出口的全产业链服务能力;铝产品供应链聚焦产业核心客户重点开发,调研并成功实施了铝产品的公铁联运物流方案。

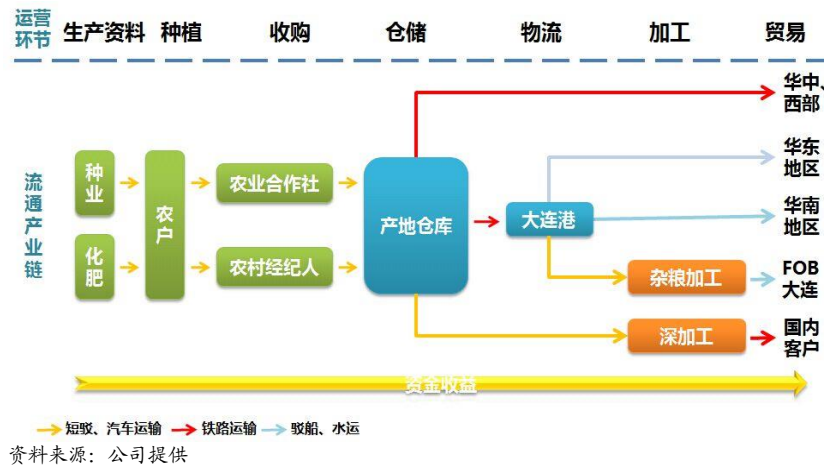
总体看,钢材供应链是公司金属矿产贸易的主要收入来源;公司对钢材供应链管理业务持续

进行升级，新增不锈钢和铝产品供应链管理业务，通过完善的服务挖掘供应链的价值，运营模式不断升级转型。

农业全产业链

2013年9月，象屿股份与东北多年从事粮食供应链业务并形成较大规模的穆氏企业合作，合资成立了象屿农产，象屿股份持股比例80%。象屿农产成立后，公司由传统的农副产品贸易商转型为农业全产业链服务商，业务涵盖种植、收购、仓储、物流、加工、贸易等各环节。

图4 公司农业全产业链业务流程



在种植方面，公司搭建了综合化种植服务平台，与农户进行合作种植，并为农户提供土地流转、订单农业、下游采集、种子、肥料、农药、资金贷款、农机、技术服务支持等全方位的产品贸易和服务。2016年，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮150万亩，取得合作种植与合作收粮投资收益合计1.04亿元，计入投资收益。

粮食收购是公司农业全产业链的核心业务，其中大部分粮食系公司为国家粮库代收，小部分粮食系公司收购后用于粮食加工和贸易。公司在当地政府开秤时间公布后，按照规定的收储价格用现金向农民或农业合作社收购粮食，粮食品种以水稻和玉米为主；2016年玉米临时收储政策取消后，公司收购的粮食品种以水稻为主。

对于代收的粮食，国家粮库在代收完成后支付公司收粮费用补贴，一般于次年年中前全部支付完毕；在财务处理上，该补贴直接抵冲公司收粮成本。2016~2017年收购季，象屿农产代收国储粮食110.43万吨，同比下降85.70%，主要系国家临储政策调整所致。2016年，公司预付粮食款最高占用额不超过46亿元，一般于9~12月预付，于次年年中前陆续收回，使得公司现金流存在季节性，对公司资金形成占用。

在粮食仓储方面，对于代收的粮食，公司根据国家粮库的收粮安排和自身的仓容，一般在入库3年之内轮转出库，上交国家粮库。仓储期间，公司每年可获得保管费用补贴；粮食出库时，公司可获得出库费用补贴。在财务处理上，保管费用补贴和出库费用补贴计入公司营业收入。在粮食仓储阶段，公司面临自然灾害、偷盗等仓储风险。2016年，公司实现粮食仓储收入12.53亿元、烘干收入0.99亿元、装卸收入2.52亿元。

截至2017年9月底，公司粮食仓储能力超过1,500万吨，拥有亚洲最大的单体粮库，可辐射周边粮源2,500万吨，仓库基本处于满仓状态；考虑到粮食政策性轮转出库的进度较慢，公司预计未来1~3年仓容率仍可得到保证。公司目前已启动富锦、北安、绥化共计581万吨粮食仓储基地建设；

未来公司在建仓库建成后，粮食收储能力将进一步提升。

在物流和贸易方面，公司在产区和销区均构建了大型物流网络。在产区，公司构建了横跨三江和松嫩平原的网络化物流平台，以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化七大综合仓储物流中心为核心节点，辐射周边40多个收购网点。在销区，公司设立了大连粮食综合贸易平台，打通了“北粮南运”通道，并逐步向开放式交易平台发展，成为粮食物流交易的集散地。公司与大连港、北良港、营口港合作，粮食可通过铁路专用粮食槽车直达港口。公司粮食铁路运输范围覆盖东北三省，年运力500万吨；公路年运力超过800万吨，可进行公铁海多式联运。

除粮食贸易外，公司还经营食品原料、木材及制品、饲料等农副产品贸易，其中鱼粉、棕榈油、木材等产品贸易量位居市场前列。公司是全国市场份额前十的油脂商品交易商。农副产品贸易收入在公司营业收入中占比较小。

此外，公司积极拓展粮食深加工领域、延伸粮食加工产业链、提高加工转换价值，与黑龙江金谷粮食集团股份有限公司合资设立黑龙江金象生化有限责任公司，截至2017年3月底，公司拥有120万吨/年的粮食深加工能力，加工基地位于富锦和北安。

总体看，2013年9月公司设立象屿农产后，从农副产品贸易商转型为农业全产业链服务商，其中粮食代收代储是核心业务，粮食收储补贴收入成为公司收入重要来源；预付粮食款对公司资金形成较大占用，使公司现金流具有季节性，公司面临一定仓储风险。

化工产品贸易

公司化工产品贸易的主要品种包括PP/PE、PVA、EVA、芳烃、乙二醇等，主要国内供应商包括中国石油化工集团公司、中国石油天然气集团公司、新疆中泰化学股份有限公司等大型化工龙头企业，主要国外供应商包括住友化学株式会社、埃克森美孚公司等。公司化工产品销售网络遍布全国，并延伸到东南亚、中东、非洲等地。公司化工产品下游客户约90%为下游终端工厂，一方面能够降低风险，另一方面能够促进供应链业务的发展。目前，公司乙二醇、苯乙烯的贸易量位居全国前列。此外，公司积极推动保税业务和离岸业务，开发国内保税市场和海外的印度、越南、中东市场和部分非洲国家市场。

近年来，公司针对不同产品的市场行情及时调整业务侧重点，化工产品贸易的产品结构发生较大变化。公司取得了全球PTA龙头企业的浙江逸盛石化有限公司的优先分销权，并与恒力石化股份有限公司保持良好的合作关系，2014~2016年，公司PTA销售金额大幅增长，成为公司化工产品贸易收入的重要来源；受市场行情波动影响，公司减少了乙二醇的业务量，乙二醇销售金额呈下降趋势。2016年，公司化工产品贸易收入合计205.83亿元，其中PTA收入占比49.82%，PE/PP收入占比21.27%，芳烃收入占比9.17%，乙二醇收入占比7.94%，PVC收入占比6.14%。

总体看，近年来公司化工产品结构发生较大调整，PTA销售额大幅增长，带动化工产品贸易收入增长。

平行进口汽车

随着福建自贸区的设立，公司于2015年开展平行进口汽车业务，在汽车国际保税仓的业务基础上，逐步拓展进口代理、内贸代理业务，计划未来打造成集全程物流、保税仓储、展示、商务服务和供应链金融配套为一体的福建最大平行进口汽车综合交易平台。2015年，公司累计进口代理车辆1,511台，总额6,646万美元，实现收入2.60亿元；2016年，公司累计进口代理车辆10,439台，总额45,354万美元，实现收入约36亿元。

总体看，公司平行进口汽车业务迅速发展，汽车供应链有望成为公司未来的业务增长点。

（2）物流

公司在发展贸易业务的过程中，逐渐培植起集物流园区、仓储、内贸海运、运输、配送、国际货运代理、进口清关、码头、堆场等业务为一体的综合物流服务和物流平台运营能力。公司物流业务收入以供应链收入为主，2014~2016年，公司物流收入呈逐年增长趋势，主要系贸易业务快速发展带动货代及综合物流业务扩张所致。其中，2016年公司物流业务中其他收入大幅增长，主要系公司积极拓展工程物流业务所致，工程物流业务包括金融物流、一带一路业务、国际租船等。2017年1~9月，公司实现物流业务收入18.29亿元，毛利率为10.59%。

表4 公司物流业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
货代及综合物流收入	98,210	67.37	12.76	108,469	68.08	10.21	109,446	54.32	12.84
堆场收入	16,347	11.21	24.63	16,725	10.50	22.89	15,095	7.49	31.00
运输装卸收入	9,314	6.39	3.89	7,494	4.70	7.05	6,477	3.21	14.00
仓储收入	3,464	2.38	-2.59	3,799	2.38	7.43	3,789	1.88	0.88
空运收入	1,509	1.04	8.65	918	0.58	18.28	1,241	0.62	16.36
报关收入	325	0.22	90.57	383	0.24	64.82	349	0.17	81.85
其他收入	16,616	11.40	5.50	21,546	13.52	13.14	65,092	32.31	7.51
合计	145,785	100.00	12.46	159,334	100.00	11.90	201,489	100.00	12.43

资料来源：公司提供

公司物流服务业务包括基础性物流服务和综合物流服务，其中，基础性物流服务主要包括港口装卸运输、堆场、报关、仓储、配送等，综合物流服务主要包括货运进出口代理、多式联运、进口清关、港口物流服务、配送等，并可为客户提供一体化物流服务和供应链解决方案。公司拥有厦门五金机电物流集散中心、厦门跨境电商物流中心、厦门象屿物流仓库、晋江物流园区、福州江阴物流园区、上海宝山区罗泾物流园等物流园区。目前，公司正在规划在天津、广州和重庆设立物流中心；上述物流园区开发完成后，公司全国性物流平台网络将更加完善。

公司物流业务中，约65%的业务为承接公司运营的物流园区企业的物流需求及社会其他客户的需求，约25%的业务为承接公司钢材内贸业务形成的物流需求，约10%的业务为承接公司其他贸易业务形成的物流需求。公司物流业务一般采用现结，长期合作的客户可在一定信用额度内按月结算，国际物流业务则结合采用信用证结算。

物流服务能力方面，公司直接和间接持有厦门现代码头有限公司37.50%的股权，该参股公司在厦门象屿保税区二期拥有近42万平方米的工业、仓储用地，可靠泊7万吨货轮，为公司物流板块提供配套服务。公司间接持有厦门集装箱码头集团有限公司10.00%的股权，该公司专用泊位总数25个，岸线总长6,838米，桥吊61台，年通过能力超过1,000万标箱，占厦门全港能力的80%。此外，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场35.30万平方米，拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备。公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过50万平方米，其中自营仓库面积13.18万平方米，主要分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海宝山区及广州黄埔区等。公司在全国17个口岸拥有报关代理服务机构，可提供全国的通关服务。

总体看，公司在全国范围内尤其是福建省内拥有很强的物流服务能力，物流业务主要承接公司运营的物流园区内的企业需求及公司贸易业务需求，与贸易业务相结合为客户提供供应链服务，是公司的重要业务板块。

3. 房地产业务

公司房地产业务主要由下属子公司象屿地产集团集团有限责任公司（以下简称“象屿地产”）运营，房地产项目主要位于上海、江苏昆山、福建南平、重庆、长沙等地，以一线城市的外环和二、三线城市的刚需住宅项目开发为主；2016年公司房地产业务收入中，上海项目收入占比63%，昆山项目收入占比13%，重庆项目收入占比20%。此外，公司还承担了部分厦门市土地成片开发及基础设施代建业务。

（1）土地储备

土地储备方面，公司主要通过市场化招拍挂方式获取土地，拿地价格随市场行情波动。2014~2016年，公司购地支出分别为29.25亿元、16.14亿元和92.86亿元，新增土地储备地上规划建筑面积分别为18.13万平方米、30.12万平方米和103.04万平方米，新增土地储备楼面均价分别为1,613.48元/平方米、5,358.57元/平方米和9,011.95元/平方米。2014年公司新增土地储备位于上海；2015年新增土地储备位于昆山花桥；2016年公司购地支出大幅增长，新增土地储备位于上海、昆山、福州，其中上海奉贤区南桥新城的土地储备两宗，楼面均价分别为22,625.15元/平方米和26,332.79元/平方米，昆山花桥的土地储备一宗，楼面均价为17,478.61元/平方米。公司2016年新增的土地储备成本相对较高，未来若上海、昆山地区的房地产市场出现波动，将对公司产生较大影响。2017年1~9月，公司新增土地储备面积68.55万平方米，主要位于天津、苏州、重庆等公司新进入的二线城市。

截至2017年9月底，公司土地储备面积173.93万平方米，其中位于上海的土地储备占2.10%，昆山占8.80%，福州占32.43%，天津占28.07%，苏州占3.39%，重庆占2.56%，南平占22.65%，主要分布在长三角地区（上海、昆山、苏州）、福建地区（福州、南平）、京津冀地区（天津）和西南地区（重庆），分布较均衡且主要位于二线城市。考虑到公司销售面积，公司土地储备规模尚可。

2005年，南平市政府为吸引房地产开发商进驻，在土地价格方面给予了公司优惠地价（26万元/亩），公司位于南平的土地成本较低。昆山位于上海市外环，其中昆山花桥地区与上海市区地铁相连通，交通便利，“沪九条”政策出台后，昆山花桥地区房价快速上涨；公司于昆山花桥的土地储备拿地时间主要为2013年和2015年，升值潜力较大。

总体看，公司土地储备规模尚可，主要位于二线城市，南平项目土地成本较低，昆山项目升值潜力较大；但公司2016年新增土地储备成本相对较高，未来若上海、昆山地区房地产市场出现波动，将对公司造成较大影响。

（2）项目开发

项目开发方面，2014~2016年，公司新开工面积分别为51.50万平方米、40.84万平方米和23.95万平方米，呈逐年下降趋势；竣工面积分别为35.71万平方米、40.30万平方米和76.73万平方米，呈逐年增长趋势；期末在建面积分别为140.91万平方米、141.45万平方米和88.67万平方米，2016年末在建面积大幅减少，主要系多个项目于11~12月竣工验收所致。

表5 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2014年	2015年	2016年
新开工面积	51.50	40.84	23.95
竣工面积	35.71	40.30	76.73
期末在建面积	140.91	141.45	88.67

资料来源：公司提供

截至2017年9月底，公司在建及拟建项目共25个，总建筑面积812.03万平方米，总投资728.49亿元，尚需投资245.10亿元，公司存在一定的资本支出压力。

总体看，近三年公司期末在建面积呈增长趋势，在建项目尚需投资的规模较大，公司存在一定资金支出压力。

（3）项目销售

2014~2016年，公司地产项目销售面积分别为23.48万平方米、42.74万平方米和38.97万平方米，呈波动增长态势；销售额分别为38.02亿元、67.03亿元和71.06亿元，呈逐年增长趋势；销售均价分别为1.59万元/平方米、1.57万元/平方米和1.83万元/平方米，2016年受上海、昆山地区房价快速上涨影响，销售均价大幅上涨。随着销售额的增长，公司项目销售回款逐年增长，分别为34.16亿元、65.83亿元和69.92亿元。2017年1~9月，公司销售面积24.21万平方米，销售额53.92亿元，销售均价2.23万元/平方米。

表6 公司地产项目销售及结转情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2014年	2015年	2016年
销售面积	23.48	42.74	38.97
销售额	38.02	67.03	71.06
销售均价	1.59	1.57	1.83
销售回款	34.16	65.83	69.92
结转面积	27.60	33.86	16.68
结转收入	34.18	52.60	38.57

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2014~2016年，公司结转面积分别为27.60万平方米、33.86万平方米和16.68万平方米，呈波动下降态势，2016年结转面积较小；结转收入分别为38.02亿元、54.88亿元和37.85亿元，呈波动下降态势，主要系结转面积波动下降态势。

总体看，近三年公司销售面积波动增长，销售金额持续增长，剩余可售面积较充裕，项目去化情况整体较好。

（4）代建业务

城市土地成片开发及代建业务主要由公司下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司运营。公司在厦门市政配套项目建设中，尤其是填海造地、市政道路、水利工程等领域具备较高的技术水平，先后开发建设了象屿保税区一期、象屿保税区15、16号集装箱码头及保税区内配套项目。

公司承建的土地开发业务均是财政性投融资项目，公司不承担项目的融资职能，仅承担代收代付的工作，按财政基建项目财务管理制度设计专用台账，定期上报项目业主管理单位。公司以代建工程投资额的1%~3%收取代建费，代建费按工程进度拨付。代建业务对公司不形成较大规模的资金占用，2016年，公司代建收入1,736.43万元，对公司营业收入影响很小。

总体看，公司承建的代建业务均为财政性投融资项目，无需公司垫资，对公司资金占用不大，代建收入对公司收入影响很小。

4. 类金融业务

近年来，公司陆续介入资产运营、担保、典当等金融行业，但整体规模不大。2015年8月，公司设立厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金控”），以“服务中小企业”为宗旨，通过不良资产处置、企业托管经营、委托贷款、担保、典当、小额贷款、商业保理、第三方支付、

融资租赁、信用保险、财产保险等业务形式，为客户提供多样化的类金融服务。

公司类金融业务以对中小企业的委托贷款、典当和小额贷款业务为主，委托贷款全部为正常类贷款。公司制定了较完善的类金融业务风险控制制度，截至2017年9月底，公司类金融业务不存在坏账情况。

截至2017年9月底，象屿金控总资产61.64亿元，所有者权益25.56亿元；2016年，象屿金控实现营业收入4.73亿元，净利润2.16亿元，对公司利润形成一定补充。象屿金控作为公司产业金融及新金融的平台，一方面服务公司各产业发展，推动公司产资结合、产融结合，并为产业链上下游客户提供多样化的金融增值服务；另一方面通过合资、合作、引进、嫁接等多种形式，逐步向金融全业态发展，争取获取金融全牌照。

总体看，2015年象屿金控成立后，类金融业务快速发展，但在公司收入中占比仍较低；依托公司物流供应链和物流园区，类金融业务有望成为公司未来业务增长点，促进公司产业板块和金融板块的共同发展。

5. 经营效率

2016年，公司金属矿产供应链业务收入快速增长，周转相对较慢的房地产业务和粮食收储业务收入占比下降，公司经营效率指标均有所上升。2014~2016年，公司应收账款周转率分别为29.88次、26.36次和45.60次，存货周转率分别为3.55次、3.79次和5.06次，总资产周转率分别为1.50次、1.46次和2.04次。

总体看，2014~2015年公司经营效率指标较稳定；2016年随着金属矿产供应链业务规模快速扩大，公司经营效率指标上升，经营效率较好。

6. 在建项目

截至2017年9月底，公司除房地产项目以外的主要在建项目共10个，计划总投资额98.65亿元，累计已投资27.44亿元，尚需投资71.21亿元，其中前五大在建项目如下表所示。

表7 截至2017年9月底公司前五大在建项目（单位：亿元、%）

项目	总投资	已投资	投资进度
绥化深加工项目	41.92	0.62	1.47
厦门大嶝对台小额商品交易市场	35.19	9.58	27.22
两岸贸易中心项目（二期）	5.73	5.38	93.90
富锦金谷铁路发放系统项目	5.16	4.13	80.02
富锦金谷80万吨罩棚项目	2.80	1.80	64.19
合计	90.80	21.51	--

资料来源：公司提供

公司主要在建项目为贸易物流园区、东北粮食仓储和铁矿石加工项目。上述项目建成后，公司物流园区运营及供应链业务将进一步发展，粮食仓储及深加工能力将大幅增强，公司经营规模及盈利能力有望持续提升。

总体看，公司在建项目规模较大，存在一定融资需求，建成后公司物流供应链业务规模有望提升。

7. 经营关注

(1) 贸易业务采购模式以预付款为主，形成资金占用

公司贸易业务中收入占比最高的钢材贸易业务采购时主要采取预付款的形式，其他商品中约60%~70%采取预付款，对公司形成资金占用。

(2) 粮食收储业务预付款规模较大且存在仓储风险

公司在进行粮食代收时，需在第四季度向农民预付粮食款，在次年年中前收到补贴款，资金占用的规模较大；粮食仓储时间约2~3年，期间公司面临气候灾害、偷盗等仓储风险。

(3) 进出口贸易面临汇率风险

公司贸易业务中，进出口贸易的比重约为20%，以进口为主，进出口贸易对公司收入有较大影响。近年来尤其是汇改以后，人民币出现较大幅度的贬值，且预期贬值趋势仍然存在，对进口贸易的影响较大。公司主要通过锁定汇率、不留敞口的方式控制汇率风险，但汇率波动风险依然存在。

(4) 房地产开发及在建工程尚需投资规模较大

截至2017年3月底，公司房地产项目尚需投资185.13亿元，除房地产项目以外的其他主要在建项目尚需投资33.12亿元。公司尚需投资的规模较大，存在较强的融资需求。

8. 未来发展

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

具体来看，在物流供应链板块，公司将在进一步夯实和优化商品采购供应、综合物流服务、物流园区开发运营等三大服务平台的基础上，继续巩固并强化原有的农副产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等供应链服务体系，实现多条供应链的全产业链运作，根据投入产出比，调整产业结构，优化资源配置，巩固和提升核心优势品种的市场占有率。

在房地产板块，公司将从地产销售模式向资源整合型、基础设施型、居住建设型和城市营销型为一体的综合城市运营模式转型，实现金融化、资本化、证券化、区域拓展与深耕化发展。住宅业务仍是未来五年的主营业务方向，但同时，公司也将寻求与住宅业务的结合点，培育新的赢利点，逐步向产城一体化的城市运营商转变。

在类金融板块，公司致力于构建象屿金融生态圈，一方面服务公司各产业发展，推动公司产资结合、产融结合，并为产业链上下游客户提供多样化金融解决方案和增值服务；另一方面通过合资、合作、引进、嫁接等多种形式，逐步向金融全业态迈进，获取金融全牌照，为服务自贸区金融创新、对接国内外两个金融市场创造条件。

总体看，公司制定了明确的发展规划，未来在保持现有业务健康发展的同时，将积极推进各板块的整合和转型，符合自身发展需要。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2014年度财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015~2016年财务报表经

希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计，均出具了标准无保留审计意见；2017年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部2014年修订后的会计准则编制。

从合并范围来看，2014年，公司合并范围没有发生变化；2015年，公司合并范围内增加6家子公司；2016年，公司合并范围内增加31家子公司，减少11家子公司。近年来，公司合并范围的变化主要为项目公司的成立与注销，公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额729.64亿元，负债合计503.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计226.24亿元，其中归属于母公司所有者权益合计94.79亿元。2016年，公司实现营业收入1,239.38亿元，净利润（含少数股东损益）13.16亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.26亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.37亿元，现金及现金等价物净增加额3.33亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额964.38亿元，负债合计704.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计259.47亿元，其中归属于母公司所有者权益合计112.30亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入1,508.88亿元，净利润（含少数股东损益）10.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.42亿元；经营活动现金流量净额-65.38亿元，现金及现金等价物净增加额44.15亿元。

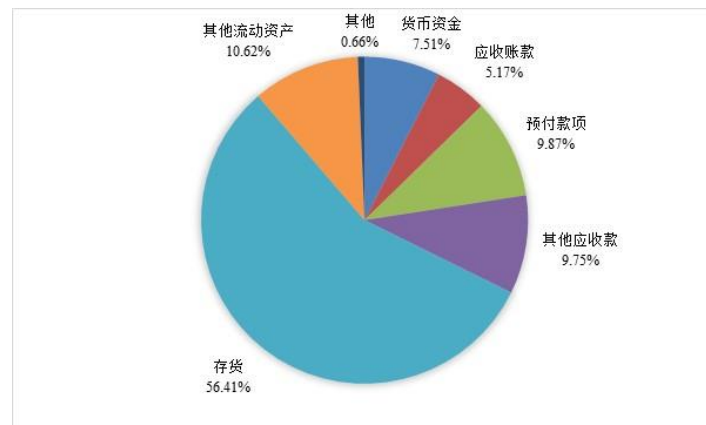
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产规模逐年上升，年均复合增长32.74%，资产构成以流动资产为主。截至2016年底，公司资产总额729.64亿元，较上年底增长51.01%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占71.69%，非流动资产占28.31%。

（1）流动资产

2014~2016年，伴随公司业务规模扩大，公司流动资产年均复合增长27.12%。截至2016年底，公司流动资产523.07亿元，较上年底增长56.72%，主要系存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占7.51%）、应收账款（占比5.17%）、预付款项（占9.87%）、其他应收款（占比9.75%）、存货（占56.41%）和其他流动资产（占10.62%）构成，如下图所示。

图5 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2014~2016年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长36.10%。截至2015年底，公司货币资金较上年底增长75.03%，主要系业务规模扩大所致。截至2016年底，公司货币资金为39.29亿元，较上年底增长5.83%，主要系融资规模扩大所致，增幅缩减主要系公司将盈余资金用于项目投资、库存商品及采购所致；公司货币资金主要由银行存款（占94.42%）、其他货币资金（占5.58%）

¹根据厦门市对国有企业的审计监管要求，需每3年更换一次审计机构。

和少量现金构成，其中使用受限的金额为0.21亿元（占0.43%），主要由因涉诉被冻结的银行存款构成，受限规模较小。

2014~2016年，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长4.70%。截至2016年底，公司应收账款27.04亿元，较上年底增长11.43%，主要系物流供应链业务规模扩大所致；其中前五名余额合计占比23.97%，公司应收账款集中度一般；从账龄来看，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占91.71%）中，1年以内的占89.00%，1~2年的占9.44%，2~3年的占1.51%，3年以上占比0.05%，账龄整体较短；公司累计计提坏账准备2.43亿元，占比8.24%，考虑到账龄较短，坏账准备计提较充分。

2014~2016年，公司预付款项呈逐年减少态势，年均复合减少26.03%，主要系农产供应链业务预付粮食收购款减少所致。截至2016年底，公司预付款项51.65亿元，较上年底基本持平；预付款项年末余额前五名占预付款项年末余额合计数的比例为30.95%，集中度一般。公司预付款项主要包括预付粮食收购款、预付货款、预付工程款等。

2014~2016年，公司其他应收款呈逐年增长趋势，年均复合增长69.30%。截至2015年底，公司其他应收款较上年底增长43.42%，主要系预付拍地保证金增加所致。截至2016年底，公司其他应收款账面价值51.00亿元，较上年底增长99.83%，主要系关联交易规模扩大以及支付合资公司合作项目营运款所致；从账龄来看，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（占6.22%）中，1年以内的占82.23%，账龄整体较短；公司累计计提坏账准备4.39亿元，计提比例为7.92%，其中单项金额重大计提坏账准备3.97亿元，按组合计提坏账的部分为0.29亿元，考虑到公司大部分其他应收款（占84.43%）是关联交易形成的其他应收款、员工备用金、应收出口退税、应收期货保证金、押金和保证金等公司有确凿证据表明不存在减值的应收款项，其他应收款坏账准备计提较充分；前五大其他应收款余额合计占比60.03%，集中度较高，存在一定集中度风险。

表 8 其他应收款年末余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

债务人	款项性质	年末余额	账龄	余额占比
第一名	关联方往来	10.69	1 年以内	19.30
第二名	关联方往来	8.03	1 年以内	14.50
第三名	关联方往来	6.76	1 年以内	12.21
第四名	期货保证金	4.79	1 年以内	8.65
第五名	往来款	2.97	3 年以上	5.37
合计	--	33.25	--	60.03

资料来源：审计报告

2014~2016年，公司存货呈逐年增长趋势，年均复合增长35.47%，主要系房地产开发成本增加所致。截至2016年底，公司存货账面价值为295.08亿元，较上年底增长78.09%，主要由库存商品（占34.75%）、开发成本（占54.74%）和开发产品（占8.75%）构成，其中库存商品主要是公司库存的大宗商品（金属矿产产品、化工产品和农副产品等）；公司存货累计计提跌价准备2.89亿元，针对库存商品和开发产品中的重庆项目计提，公司存货中钢材占比较高，存在进一步跌价风险；开发成本主要集中在上海、昆山、福州等地，地理位置较好，但部分2016年新增项目土地成本较高，未来若当地房地产市场出现较大波动，公司可能面临存货跌价风险。

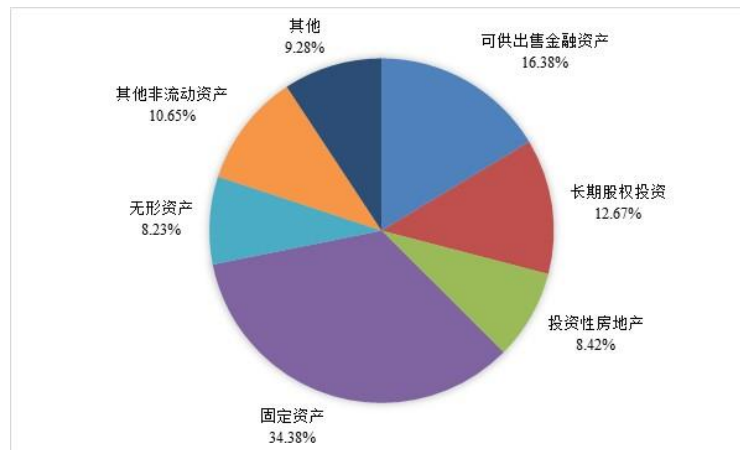
2014~2016年，公司其他流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长311.06%。截至2015年底，公司其他流动资产较上年底增长730.84%，主要系贷款业务规模扩大所致。截至2016年底，公司其他流动资产55.56亿元，较上年底增长103.27%，主要系购买理财产品的规模增长所致；其他流动

资产构成主要由委托贷款(占30.93%)、理财产品(占比40.05%)和预缴及待抵扣税费(占比14.80%)构成。

(2) 非流动资产

2014~2016年,公司非流动资产呈逐年增长态势,年均复合增长51.14%,主要系固定资产增长所致。截至2016年底,公司非流动资产合计206.57亿元,较上年底增长36.28%,主要由可供出售金融资产(占16.38%)、长期股权投资(占12.67%)、投资性房地产(占8.42%)、固定资产(占34.38%)、无形资产(占8.23%)和其他非流动资产(占10.65%)构成。

图6 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司可供出售金融资产主要按照公允价值模式计量。2014~2016年,公司可供出售金融资产呈逐年增长态势,年均复合增长13.65%,主要系持有的股票投资规模增长所致。截至2016年底,公司可供出售金融资产33.84亿元,较上年底增长26.75%;公司主要投资了兴业证券、太阳电缆、中骏置业、滨海泰达等股票,以及多家资管公司、投资公司;可供出售金融资产共计提减值准备60.00万元,占比很小。

2014~2016年,公司长期股权投资呈逐年增长态势,年均复合增长27.59%,主要系对联营企业追加投资所致。截至2016年底,公司长期股权投资为26.17亿元,较上年底增长49.23%,主要系对哈尔滨农村商业银行股份有限公司、厦门象阳投资有限公司和福州丰顺祥投资有限责任公司等追加投资所致;长期股权投资累计计提减值准备539.40万元,占比较小。2014~2016年,公司分别确认长期股权投资收益1.26亿元、1.60亿元和1.67亿元,长期股权投资质量较好。

公司投资性房地产按成本模式计量。2014~2016年,公司投资性房地产呈逐年增长态势,年均复合增长16.76%,主要系在建工程转入所致。截至2016年底,公司投资性房地产账面价值17.40亿元,较上年底增长27.66%,主要系自贸时代广场项目由在建工程转入所致;其中,房屋和建筑物占比78.77%,土地使用权占比21.23%;投资性房地产账面原值19.95亿元,累计计提折旧和摊销2.55亿元。受计量方式影响,公司投资性房地产账面价值存在一定增值空间,资产质量较好。

2014~2016年,公司固定资产呈逐年增长态势,年均复合增长113.14%,主要系公司持续扩大粮食仓储能力所致。截至2016年底,公司固定资产账面价值为71.02亿元,较上年底增长84.56%,主要系农产供应链下属子公司在建工程转入所致;固定资产主要由房屋及建筑物(占64.52%)和机器设备(23.01%)构成;公司计提累计折旧5.92亿元,未计提减值准备,固定资产成新率为92.30%,

处于较高水平。

2014~2016年，公司无形资产呈逐年增长态势，年均复合增长45.46%。截至2015年底，公司无形资产较上年底增长69.28%，主要系土地使用权增加所致。截至2016年底，公司无形资产账面价值为16.99亿元，较上年底增长25.00%，主要系子公司厦门象屿商业发展有限责任公司土地使用权2.41亿元由存货转入及子公司依安县鹏屿商贸物流有限公司转入土地平整费所致；公司无形资产主要由土地使用权（占98.46%）构成。

2014~2016年，公司其他非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长696.32%。截至2015年底，公司其他非流动资产较上年底增长2,112.02%，主要系预付投资款增长所致。截至2016年底，公司其他非流动资产为21.99亿元，较上年底增长186.67%，主要系委托贷款增长所致，公司委托贷款全部为正常类。

截至2016年底，公司受限资产66.50亿元，占公司总资产的9.11%，占比较小，主要由土地、房屋建筑物和在建项目构成（占比93.92%）。

截至2017年9月底，公司资产合计964.38亿元，较上年底增长32.17%，主要系收粮季开始、公司预付粮食款和农副产品存货增加，以及借款规模增长、货币资金增加所致；其中，流动资产占74.35%，非流动资产占25.65%，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产以流动资产为主，货币资金规模尚可，可变现的股票资产规模较大，投资性房地产采用成本计量、存在一定增值空间，资产受限程度较低；但流动资产中粮食代收预付款规模较大，形成资金占用，存货规模较大且面临一定跌价风险；公司整体资产质量尚可。

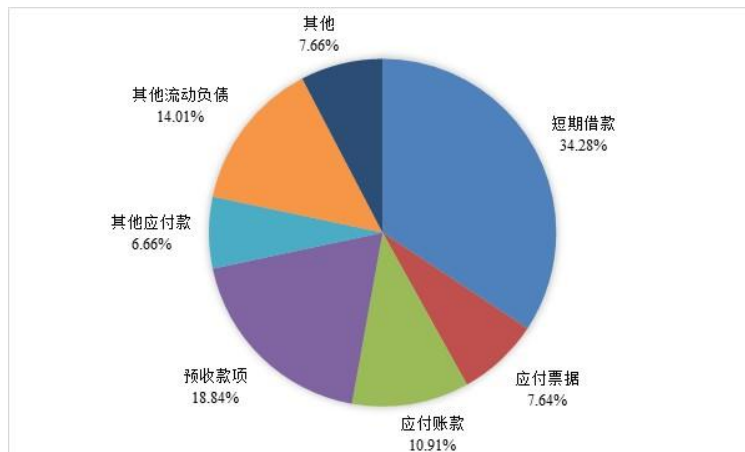
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2014~2016年，公司负债规模年均复合增长25.90%，呈逐年上升态势。截至2016年底，公司负债总额为503.40亿元，较上年底增长54.57%，主要系流动负债增长所致，其中流动负债占比84.67%，非流动负债占比15.33%，以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债规模年均复合增长30.98%，呈逐年增长趋势。截至2016年底，公司流动负债合计426.23亿元，较上年底增长62.61%，主要系应付账款、其他流动负债和预收款项大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占34.28%）、应付票据（占7.64%）、应付账款（占10.91%）、预收款项（占18.84%）、其他应付款（占比6.66%）和其他流动负债（占14.01%）构成。

图7 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长3.29%。截至2016年底，公司短期借款为146.12亿元，较上年底增长22.84%，主要系公司经营规模扩大，融资需求增长所致。公司短期借款主要由保证借款（占49.75%）和信用借款（占42.76%）构成。

2014~2016年，公司应付票据呈逐年增长态势，年均复合增长57.36%。截至2016年底，公司应付票据为32.57亿元，较上年底增长65.62%，主要系公司采购规模扩大，采用票据结算的业务增加所致。公司应付票据由商业承兑汇票（占0.18%）和银行承兑汇票（占99.82%）构成。

2014~2016年，公司应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长57.76%。截至2016年底，公司应付账款为46.50亿元，较上年底增长46.54%，主要系公司贸易行业经营规模扩大，上游供应商给予的赊销额度增加，应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致。

2014~2016年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长79.65%。截至2016年底，公司预收款项为80.30亿元，较上年底增长96.40%，主要系预收客户货款、保证金以及预收房款增加所致。

2014~2016年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长104.97%。截至2016年底，公司其他应付款为28.38亿元，较上年底增长387.70%，主要系关联方往来款增长所致。

2014~2016年，公司其他流动负债呈波动增长态势，年均复合增长13.74%。截至2016年底，公司其他流动负债为56.70亿元，较上年底增长157.94%，主要系公司发行短期债券所致。公司其他流动负债主要由应付短期债券构成（占比96.46%）。

2014~2016年，公司非流动负债规模年均复合增长5.66%，呈波动增长态势。截至2016年底，公司非流动负债合计77.17亿元，较上年底增长21.41%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占54.56%）和应付债券（占30.67%）构成。

2014~2016年，公司长期借款呈波动减少态势，年均复合减少9.94%。截至2016年底，公司长期借款为42.11亿元，较上年底增长13.61%，主要系项目建设融资增长所致；从期限结构来看，3~4年到期的长期借款占比20.50%，4~5年到期的长期借款占比18.10%，5年以上到期的长期借款占比61.40%，公司尚未面临集中支付压力。公司长期借款主要由保证借款构成。

2014~2016年，公司应付债券呈逐年增长态势，年均复合增长32.83%。截至2016年底，公司应付债券为23.67亿元，较上年底增长28.22%，主要系当年新发行债券“16象屿债”与“16象屿MTN002”所致。公司应付债券明细如下表所示。

表9 截至2016年底公司应付债券明细（单位：万元）

债券简称	发行金额	发行日期	债券期限
11厦门象屿债券	90,000	2011/7/8	7年
15年象屿MTN002	50,000	2015/10/26	5年
12年象屿MTN1	45,000	2012/7/23	5年
金融产品债券-99年企业债券	4.30	--	--
金融产品债券-98年企业债券	1.30	--	--
16象屿债	50,000	2016/4/7	7年
16象屿MTN002	50,000	2016/6/23	5年
合计	285,005.60	--	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长10.76%。截至2016年底，公司全部债务315.14亿元，较上年底增长36.99%，主要系短期债务增加所致；其中，短期债务占79.13%，

长期债务占20.87%，以短期债务为主。2014~2016年，公司资产负债率分别为76.69%、67.41%和68.99%，呈波动下降态势，主要系2015年公司发行永续债、所有者权益规模大幅增长所致；全部债务资本化比率分别为72.69%、59.36%和58.21%，逐年下降；长期债务资本化比率分别为40.36%、26.07%和22.53%，逐年下降。公司债务负担较重，但尚属可控。

永续期中期票据和永续期债权借款无固定还款期限，计入“所有者权益-其他权益工具”中。公司于2015年发行总额10亿元的厦门象屿集团有限公司2015年度第一期中期票据（简称“15象屿MTN001”），债券期限5+N年，票面利率5.38%；公司于2016年3月4日发行总额10亿元的厦门象屿集团有限公司2016年度第一期中期票据（简称“16象屿MTN001”），债券期限5+N年，票面利率4.50%。此外，上海兴瀚资产管理有限公司（代表“兴瀚资管-兴晟7号单-客户专项资产管理计划”）向公司投资10亿元用于补充流动资金及置换他行借款事宜，并签署了编号为[2015]兴业-象屿-永续期债券投资001的《永续期债权投资协议》。考虑到永续期中期票据和永续期债权借款的性质及特点，本报告将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）再次进行偿债指标测算。根据测算结果，若将永续期中期票据认定为普通中期票据、将永续期债权借款认定为普通借款，截至2016年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为73.08%、63.72%和32.74%，债务负担较重，但尚属可控。

表10 截至2016年底公司永续中期票据、永续期债权借款调整测算表（单位：%）

项目	调整前	调整至债务
资产负债率	68.99	73.08
全部债务资本化比率	58.21	63.72
长期债务资本化比率	22.53	32.74

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至2017年9月底，公司负债合计704.91亿元，较上年底增长40.03%，主要系短期借款及预收房款增加所致；其中，流动负债占79.91%，非流动负债占20.09%，仍以流动负债为主。截至2017年9月底，公司全部债务459.13亿元，较上年底增长45.69%，主要系业务规模扩大、资金需求增加以及三季度处于收粮季所致；其中，短期债务占71.77%，长期债务占28.23%，仍以短期债务为主。截至2017年9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73.09%、63.89%和33.31%，较上年底分别上升了4.10个百分点、5.68个百分点和10.78个百分点，债务负担较重，但仍属可控；若将公司永续债（44.79亿元）调整计入长期债务，公司调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为77.74%、70.13%和44.82%，债务负担较重。

总体看，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；债务规模波动增长，债务负担较重但尚属可控，债务以短期债务为主，结构有待调整。

（2）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长53.08%。截至2016年底，公司所有者权益为226.24亿元，较上年底增长43.66%，主要系2016年新增其他权益工具所致，其他权益工具主要为中期票据“15象屿MTN001”净募集资金9.85亿元、“16象屿MTN001”净募集资金9.97亿元和上海兴瀚资产管理有限公司投资的永续期债券投资10.00亿元。截至2016年底，公司少数股东权益131.45亿元，较上年底增长42.27%，主要系操作产业基金、合资公司战略投资者的引入所致；归属于母公司所有者权益合计94.79亿元，占所有者权益比重为41.90%，其中，实收资本占16.63%，其他权益工具占31.46%，资本公积占15.13%，其他综合收益占8.07%，盈余公积占1.08%，未分配利润占27.35%。公司实收资本和资本公积占比较低，权益稳定性有待提升。

2014~2016年，公司实收资本逐年增长，年均复合增长6.48%，主要系公司股东厦门市国资委多次认缴新增资本金所致，其中2014年分两次合计认缴0.80亿元，2015年分三次合计认缴1.76亿元，2016年一次认缴0.10亿元。截至2016年底，公司实收资本15.76亿元。厦门市国资委对公司支持力度较大，近三年持续进行增资。

截至2017年9月底，公司所有者权益合计259.47亿元，较上年底增长14.69%，主要系发行永续债及少数股东权益增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占43.28%，少数股东权益占56.72%，少数股东权益占比仍较高；归属于母公司所有者权益中，实收资本占14.03%，其他权益工具（永续债）占39.89%，资本公积占12.68%，其他综合收益占6.55%，盈余公积占0.91%，未分配利润占25.70%，实收资本和资本公积占比较低，权益稳定性有待提升。

总体看，公司少数股东权益占比较高，实收资本和资本公积占比较低，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长54.13%；2016年，公司实现营业收入1,239.38亿元，同比增长88.90%，主要系供应链业务规模扩大所致。2014~2016年，公司营业利润、利润总额、净利润均呈逐年增长态势，年均复合增长率分别为32.60%、39.23%和53.89%；2016年，公司营业利润、利润总额、净利润分别为13.60亿元、17.08亿元和13.16亿元，分别较2015年增长43.18%、64.67%和90.29%。2016年归属于母公司的净利润为7.26亿元。

2014~2016年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长21.13%；2016年，公司期间费用为33.25亿元，同比增长18.09%，主要来自销售费用的增加。具体来看，销售费用为17.56亿元，同比增长51.34%，主要系新增美国平台开展木材供应链业务后运输等销售运营费用增加，以及供应链业务规模增加使得相关的费用支出增加所致；管理费用为5.56亿元，同比增长26.00%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用为10.12亿元，同比减少16.60%，主要系汇兑损失减少所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为4.34%、4.29%和2.68%，呈逐年小幅下降趋势，公司费用控制能力有所提升，费用控制能力较强。

2016年，公司投资亏损1.01亿元，较2014~2015年的收益状态大幅减少，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益减少以及公司不再控制原子公司上海银佳房地产有限公司、上海谨潇企业管理咨询有限公司和上海新谱管理咨询有限公司，在丧失控制权时确认投资收益-1.50亿元所致。2014~2015年，公司投资收益占营业利润的比分别为112.00%和106.91%，对利润影响较大。2016年，公司营业外收入3.77亿元，同比增长222.86%，主要系政府补助增加所致，公司收到的政府补助主要系企业扶持发展基金，可持续性较强。2014~2016年，公司营业外收入占利润总额的比重分别为13.66%、11.26%和22.08%，营业外收入对公司利润有一定影响。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率分别为4.38%、4.61%和4.65%，呈逐年小幅上升态势；总资本收益率分别为5.63%、4.59%和4.78%，呈波动下降态势，主要系债务规模波动增长所致；总资产报酬率分别为5.66%、4.56%和4.31%，呈逐年下降趋势，主要系资产规模快速增长所致；净资产收益率分别为7.75%、5.44%和6.86%，呈波动下降态势，主要系发行永续债后所有者权益快速增长所致。公司盈利能力指标尚可。

2017年1~9月，公司实现营业收入1,508.88亿元，同比增长86.66%，主要系金属矿产贸易收入大幅增加所致；实现净利润10.22亿元，同比增长62.45%，其中归属于母公司所有者的净利润4.42

亿元。

总体看，近年来公司营业收入和净利润持续增长，费用控制能力较强，投资收益和营业外收入对公司利润有一定影响，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2016年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为614.69亿元、764.86亿元和1,511.73亿元，年均复合增长56.82%，主要系公司大宗商品供应链业务扩张导致销售商品现金流入增加所致；经营活动现金流出呈逐年增长态势，分别为704.15亿元、718.46亿元和1,531.11亿元，年均复合增长47.46%，主要系经营规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。受上述因素影响，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为-89.46亿元、46.40亿元和-19.37亿元，2016年公司经营活动现金流从净流入转为净流出。从收入实现质量来看，公司的现金收入比呈波动上升的趋势，近三年分别为109.06%、111.86%和115.70%，收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入量逐年增长，分别为30.94亿元、43.08亿元和101.59亿元，年均复合增长81.21%，主要系公司收回投资理财产品、收回期货保证金和处置可供出售的金融资产等收到的现金增长所致；投资活动现金流出量逐年增长，分别为41.24亿元、70.63亿元和216.24亿元，年均复合增长129.00%，主要系公司对业务上下游产业的投资延伸所致。受上述因素影响，投资性活动现金流量净额分别为-10.30亿元、-27.55亿元和-114.65亿元，净流出规模逐年扩大。

从筹资活动情况来看，2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流入量呈波动增长态势，分别为556.08亿元、471.87亿元和795.67亿元，年均复合增长19.62%，主要系取得金融机构借款增加所致；筹资活动现金流出量呈逐年增长态势，分别为454.64亿元、475.80亿元和658.46亿元，年均复合增长20.35%，主要系偿还金融机构借款所致。受上述因素影响，2014~2016年，筹资活动现金流量净额分别为101.44亿元、-3.93亿元和137.20亿元，2016年公司筹资活动现金流从净流出转为净流入状态，公司存在较强的融资需求。

2017年1~9月，公司经营活动现金净流出65.38亿元，净流出规模较大主要系处于三季度处于收粮季所致；投资活动现金净流出36.30亿元；筹资活动现金净流入146.71亿元，公司融资需求强烈。

总体看，公司经营活动现金流波动较大，2016年转为净流出状态，收入实现质量尚可；公司投资活动支出规模不断增长，近三年呈净流出状态；公司主要通过取得金融机构借款、债券方式进行筹资，存在较强的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率呈逐年下降态势，近三年分别为1.30倍、1.27倍和1.23倍，主要系短期借款增加所致；速动比率呈逐年下降态势，近三年分别为0.66倍、0.64倍和0.53倍。2014~2016年，公司现金短期债务比分别为0.12倍、0.22倍和0.16倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力波动上升，但对短期债务的覆盖能力一般。公司经营活动现金流量净额波动较大，对流动负债的覆盖能力较弱。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA呈逐年上升态势，年均复合增长18.27%，主要系利润总额增长所致；2016年公司EBITDA为29.66亿元，其中计入财务费用的利息支出占比30.51%、利润总额占比57.58%、折旧占比9.91%、摊销占比2.00%。2014~2016年，公司EBITDA

利息保障倍数分别为1.25倍、1.43倍和2.39倍，呈逐年增长态势，对利息的保障能力尚可；EBITDA全部债务比分别为0.08倍、0.10倍和0.09倍，对全部债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年9月底，公司获得的银行授信额度合计1,166.44亿元，已使用授信额度622.89亿元，未使用授信额度543.55亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司象屿股份是A股上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码G10440306001166004），截至2017年10月31日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，已结清信贷中有4笔关注类贷款、2笔关注类贸易融资类贷款、1笔关注类银行承兑汇票和9笔关注类信用证，主要系银行内部系统与中国人民银行系统对接之间发生问题所致。

截至2017年9月底，公司共有未决诉讼109起，涉及诉讼标的金额合计16.16亿元，占净资产的6.23%，公司面临一定的或有负债风险。

截至2017年9月底，公司对外担保余额为36.49亿元，占所有者权益的14.06%，其中子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额4.37亿元，子公司象屿地产为购房者提供的按揭贷款担保余额15.99亿元，为合资公司的银行融资提供的担保余额16.14亿元。考虑到公司对外担保的性质，或有负债风险一般。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到公司作为厦门市国有大型贸易集团企业之一，并在政府支持和综合物流区域地位等方面保持显著优势，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2017年9月底，公司全部债务459.13亿元，本次债券规模不超过20.00亿元，本期拟发行债券规模不超过10.00亿元，对公司债务水平影响不大。

以2017年9月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为10.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将为73.37%、64.39%和34.98%，分别上升了0.28个百分点、0.50个百分点和1.67个百分点，债务负担小幅加重，债务结构有所改善。若将公司永续债认定为长期债务，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将分别为77.97%、70.54%和46.20%。考虑到部分募集资金将用于偿还债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

考虑到“18象屿01”已于2018年3月15日发行，假设本次债券募集资金净额为20.00亿元，本次债券发行后，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将为73.64%、64.87%和36.57%，分别上升了0.55个百分点、0.98个百分点和3.26个百分点，债务负担小幅加重，债务结构有所改善。若将公司永续债认定为长期债务，本次债券发行后，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将分别为78.19%、70.93%和47.52%。考虑到部分募集资金将用于偿还债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以2016年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为1,511.73亿元，对本期债券发行额度（10.00亿元）的保护倍数为151.17倍；公司2016年EBITDA为29.66亿元，对本期债券发行额

度（10.00亿元）的保护倍数为2.97倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券的保护程度较高。

考虑到“18象屿01”已于2018年3月15日发行，以2016年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为1,511.73亿元，对本次债券发行额度（20.00亿元）的保护倍数为75.59倍；公司2016年EBITDA为29.66亿元，对本次债券发行额度（20.00亿元）的保护倍数为1.48倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度较高。

综合上述分析，并考虑到公司作为厦门市国有大型集团之一，行业地位突出，区域竞争力较强，业务快速发展，融资渠道畅通，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

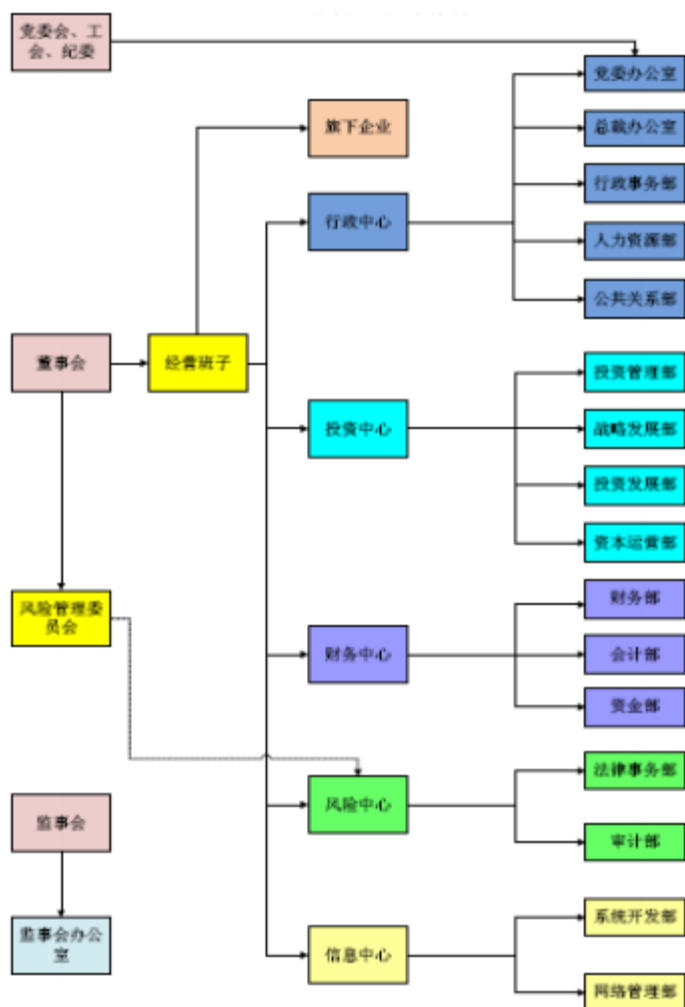
九、综合评价

公司作为厦门市国有大型集团之一，在物流供应链领域行业地位突出，在区域环境、经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备较强的竞争优势。近年来，公司金属矿产供应链业务整合升级，房地产业务地理位置较佳，类金融板块成为新的业务增长点。同时，联合评级也关注到进出口贸易业务存在汇率风险、部分贸易和粮食收储业务对资金占用较大、房地产开发及在建工程尚需投资规模较大、债务负担较重、债务结构有待改善等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司农产品深加工、仓储物流基地和贸易园区等在建工程逐步建成投产，公司综合竞争实力有望进一步提高，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 厦门象屿集团有限公司 组织结构图



附件 2 厦门象屿集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	414.12	483.17	729.64	964.38
所有者权益 (亿元)	96.54	157.48	226.24	259.47
短期债务 (亿元)	191.57	174.51	249.36	329.53
长期债务 (亿元)	65.33	55.52	65.78	129.60
全部债务 (亿元)	256.90	230.04	315.14	459.13
营业收入 (亿元)	521.73	656.11	1,239.38	1,508.88
净利润 (亿元)	5.55	6.91	13.16	10.22
EBITDA (亿元)	21.20	22.24	29.66	--
经营性净现金流 (亿元)	-89.46	46.40	-19.37	-65.38
应收账款周转次数 (次)	29.88	26.36	45.60	--
存货周转次数 (次)	3.55	3.79	5.06	--
总资产周转次数 (次)	1.50	1.46	2.04	--
现金收入比率 (%)	109.06	111.86	115.70	118.12
总资本收益率 (%)	5.63	4.59	4.78	--
总资产报酬率 (%)	5.66	4.56	4.31	--
净资产收益率 (%)	7.75	5.44	6.86	--
营业利润率 (%)	4.38	4.61	4.65	2.76
费用收入比 (%)	4.34	4.29	2.68	2.22
资产负债率 (%)	76.69	67.41	68.99	73.09
全部债务资本化比率 (%)	72.69	59.36	58.21	63.89
长期债务资本化比率 (%)	40.36	26.07	22.53	33.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.25	1.43	2.39	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.10	0.09	--
流动比率 (倍)	1.30	1.27	1.23	1.27
速动比率 (倍)	0.66	0.64	0.53	0.67
现金短期债务比 (倍)	0.12	0.22	0.16	0.34
经营现金流动负债比率 (%)	-36.01	17.70	-4.55	-11.61
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.06	1.11	1.48	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.12	2.22	2.97	--

注：1、2017 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2、其他流动负债中的应付短期债券已计入公司短期债务；3、计算 EBITDA 的折旧和摊销由公司提供。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 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

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 厦门象屿集团有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第二期）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，在每年厦门象屿集团有限公司年报公告后的两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。

厦门象屿集团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。厦门象屿集团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集团有限公司的相关状况，如发现厦门象屿集团有限公司或本次（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。

如厦门象屿集团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，可宣布信用等级暂时失效，直至厦门象屿集团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集团有限公司、监管部门等。

