

# 厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公 开发行永续期公司债券（第二期）跟踪评级报告 (2021)

---

项目负责人：向 岚 [lxiang@ccxi.com.cn](mailto:lxiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨 娟 [jyang@ccxi.com.cn](mailto:jyang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 29 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2506 号

## 厦门象屿集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 象屿 Y2”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 象屿 Y2”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了 2020 年以来随着公司商品采购分销业务的持续扩张，收入规模快速增长；综合物流服务体系逐渐完善以及备用授信规模较大，拥有直接融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到外部环境的不利影响；债务上升较快且结构仍有待优化；类金融业务涉诉规模较大以及公司本部债务快速增长，杠杆水平偏高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

象屿集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,159.74	1,393.67	1,700.25	1,911.95
所有者权益合计（亿元）	358.66	435.55	475.78	486.83
总负债（亿元）	801.09	958.12	1,224.48	1,425.12
总债务（亿元）	539.36	573.10	809.51	975.26
营业总收入（亿元）	2,414.61	2,841.82	3,748.35	941.02
净利润（亿元）	25.06	25.91	30.73	12.71
EBIT（亿元）	46.95	54.62	66.24	21.53
EBITDA（亿元）	54.57	64.55	79.72	--
经营活动净现金流（亿元）	35.20	33.52	32.95	-167.24
营业毛利率(%)	3.58	4.40	2.83	3.79
总资产收益率(%)	4.52	4.28	4.28	4.77*
资产负债率(%)	69.07	68.75	72.02	74.54
总资本化比率(%)	60.06	56.82	62.98	66.70
总债务/EBITDA(X)	9.88	8.88	10.15	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.34	2.40	2.50	--
象屿集团（母公司）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	301.17	290.96	375.30	393.28
所有者权益合计（亿元）	116.89	136.07	134.19	127.52
总负债（亿元）	184.28	154.89	241.10	265.76
总债务（亿元）	175.99	143.54	227.97	256.05
营业总收入（亿元）	0.33	0.30	0.76	0.04
净利润（亿元）	3.47	0.76	7.68	2.66
经营活动净现金流（亿元）	2.16	-0.36	-8.28	0.57
资产负债率(%)	61.19	53.23	64.24	67.57
总资本化比率(%)	60.09	51.34	62.95	66.75

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **随着公司大宗商品采购分销业务的持续扩张，收入规模快速增长。**公司持续开拓业务范围及渠道，2020 年以来，金属矿产及农产品等业务规模提升公司大宗商品采购分销服务业务规模增长，规模优势显著，收入亦快速增长。

■ **综合物流服务体系逐渐完善。**公司拥有丰富的物流资源，目前已形成综合物流、农产品物流和铁路物流三大物流服务体系，2020 年，上述三大物流服务体系分别实现收入 43.23 亿元、5.68 亿元和 8.66 亿元。公司综合物流服务能力和资源整合能力很强，

### 同行业比较

2020 年部分贸易企业主要指标对比表

公司名称	主要贸易品种及其收入占比	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
厦门建发	冶金原材料（55.27%）、农林产品（26.07%）	4,369.68	72.65	4,423.72	108.01
国贸控股	黑色矿产（41.67%）、有色矿产（29.53%）	1,535.56	67.23	4,021.26	54.42
象屿集团	金属矿产（66.38%）、能源化工（21.71%）	1,700.25	72.02	3,748.35	30.73

注：“厦门建发”为“厦门建发集团有限公司”简称；“国贸控股”为“厦门国贸控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

日益完善的物流网络对贸易业务发展提供了重要的支撑作用。

■ **备用授信规模较大，拥有直接融资渠道。**公司拥有良好的银企关系，截至 2021 年 3 月末，公司获得国内多家银行授信额度为 1,734.02 亿元，尚未使用余额 810.60 亿元。同时，控股子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”，600057.SH）作为上市公司，可在资本市场进行权益融资，公司拥有直接的股权融资渠道。

### 关注

■ **外部环境的不利影响。**公司供应链管理业务易受外部环境变化以及大宗商品价格波动等因素的影响。同时，房地产业务仍然面临严厉的政策调控，未来政策调控的大方向预计将继续保持，但地方政府或根据当地市场情况对调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧。

■ **债务上升较快，债务结构有待优化。**公司业务规模的不断扩大带来较大的新增资金需求，债务规模快速增加。截至 2021 年 3 月末，公司总债务规模达 975.26 亿元，其中短期债务为 647.46 亿元，中诚信国际对公司债务结构改善情况保持关注。

■ **类金融业务涉诉规模较大。**截至 2021 年 3 月末，公司类金融业务标的金额超过人民币 5,000 万元的未决诉讼（仲裁）涉诉金额共计 9.35 亿元，涉及委托贷款和保理等业务，目前案件多处于执行阶段，相关案件处置进展有待关注。

■ **公司本部债务快速增长，杠杆水平偏高。**2020 年以来，公司本部债务规模增速较快，截至 2021 年 3 月末，本部资产负债率和总资本化比率分别为 67.57% 和 66.75%，杠杆水平偏高。

### 评级展望

中诚信国际认为，厦门象屿集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**房地产政策调控及大宗商品超预期波动等因素大幅侵蚀经营性业务利润；外部融资环境收紧，流动性困难或杠杆水平持续升高，偿债压力进一步加大等。

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
18 象屿 Y2	AAA	AAA	2020/06/28	5.00	5.00	2018/07/24-2021/07/24 (3+N)	有条件赎回、票面利率选择权、利息递延、发行人续期选择权、

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，“18 象屿 Y2”募集资金均已使用完毕，实际使用情况与发行时披露的用途一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏

观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度

增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

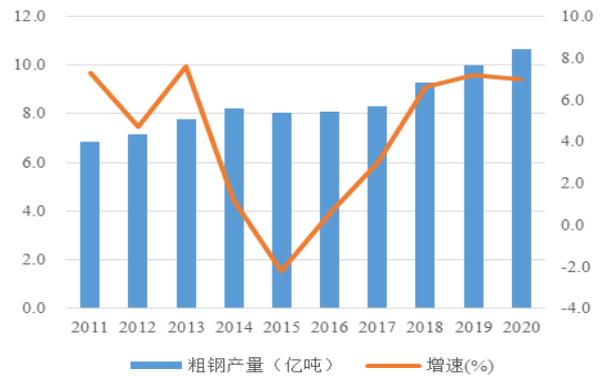
## 近期关注

**2020年以来，新冠肺炎疫情致使上半年钢铁下游需求弱化，钢铁企业利润普遍下行；下半年以来，主要下游行业复工复产为钢材需求量带来强劲支撑，经营情况显著回暖，但全年盈利水平仍同比降低**

2020年，全国经济经历新冠肺炎疫情冲击，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，上半年钢铁行业景气度显著下滑。但随着疫情得到有效控制，复工复产有序推进，下半年以来行业景气度迅速回升；得益于钢价上涨驱动，加之近年来企业通过设备技改及添加辅料等手段提升生产效率，粗钢产量较上年进一步提升，2020年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为8.88亿吨、10.65亿吨和13.25亿吨，同比分别增长4.3%、7.0%和10.0%，粗钢产量再创历史新高。根据2021年4月通知，国家发展改革委、工业和信息化部将于2021年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作，其中钢铁去产能“回头看”将重点检查2016年以来各有关地区相关工作落实情况；粗钢产量压减工作将在去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，确保2021年全国粗钢产量同比下降。中诚信国际认为该项举措将有助于化解行业内过剩产能，抑制粗钢产量增长。此外，工信部于2021年5月发布的新《钢铁行业产能置换实施办法》中提出要大幅提高钢铁置换比例、扩大大气污染防治重点区域、

明确置换范围、严守不新增产能红线，停滞超一年半的产能置换工作将于2021年6月1日起重启。

图1：2011~2020年我国粗钢产量及增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

价格方面，由于疫情导致下游行业停工停产，2020年一季度钢价整体走弱，中国钢材价格指数延续下行趋势，于5月初降至96.62点，达到近年来低位；但随着国内疫情得到有效控制，建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑，钢价呈现稳步上升趋势，并于12月末升至近年来高点。2021年以来，受补库存需求拉动，以及“碳中和”目标及3月唐山限产对市场预期造成影响，钢价经历1~2月小幅下滑后迅速上升，4月初钢材价格指数已升至140.67点。

图2：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

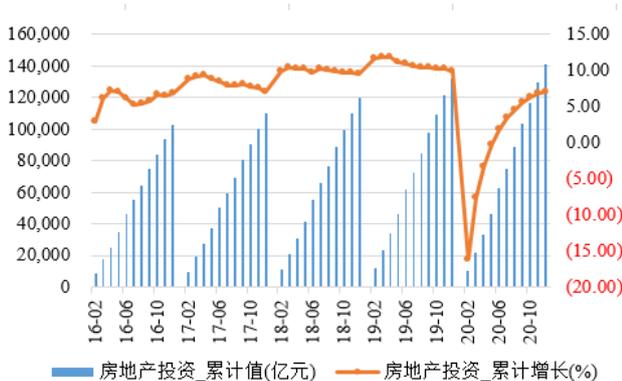
**2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全**

## 年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

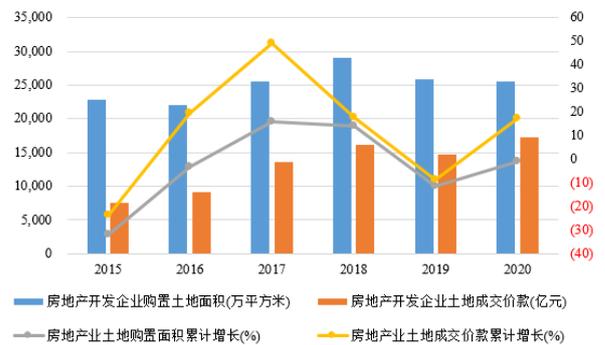
图 3：近年来全国房地产开发投资情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 4：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

## 2020年，公司金属矿产及农产品贸易规模扩大，带动大宗商品采购分销收入同比显著增长；但2021年以来，大宗商品价格波动剧烈，需关注价格波动对公司经营的影响

公司大宗商品采购分销服务业务的主要运营主体为上市子公司象屿股份。大宗商品采购分销服务业务是公司主要的收入来源，贸易模式以自营为主。贸易品种主要包括能源化工、金属矿产以及农产品三大类。近年来，公司沿产业链上下游不断拓展产品品类，打通上下游渠道，业务收入逐年增长，2020年，公司黑色金属、有色金属、煤炭及粮食等品类业务规模持续增长，带动当期业务收入大幅增长。

表 1：近年来大宗商品采购分销服务业务分品种收入情况（单位：亿元）

品种	2018	2019	2020	2021.1~3
能源化工	647.27	676.25	760.46	217.02
金属矿产	1,404.95	1,699.85	2,325.08	562.30
农产品	171.50	233.07	397.38	85.85
其他	36.75	29.38	19.99	3.04
合计	2,260.47	2,638.55	3,502.91	868.21

资料来源：公司提供

金属板块方面，公司大力推广全程供应链管理服务模式和大型基建项目工程物资一体化供应模式，2020年新开拓西王特钢项目，在供应链服务收益的基础上参与分享增值收益，并先后中标深圳地铁、厦门地铁、京秦高速等大型项目，供应钢材超过180万吨；公司响应国家“一带一路”战略，在

印尼投资建设 250 万吨不锈钢一体化冶炼项目，截至 2020 年末已部分投产，预计 2021 年内全面达产，达产后将进一步带动公司收入及利润增长；公司在铝产品内贸业务基础上拓展了铝土矿、氧化铝进口和铝制品出口业务，形成稳定的铝产品国际采销渠道。能源化工板块，2020 年，受中澳贸易摩擦影响，

在进口煤受到政策限制的背景下，公司依托铁路物流资源加大力度拓展内贸煤和蒙煤业务，开发港口煤炭交易，煤炭内贸业务量同比增长 30% 以上。农产品板块方面，公司深耕粮食贸易，产品从东北地区拓展到内蒙古、河南、山东，在北粮南运方面快速发展，粮食交易量大幅增长。

表 2：公司大宗商品采购分销服务业务概况

项目	销售渠道分布	销售方式
能源化工	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。	直接销售给下游厂家为主。一部分 MEG 与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。
金属矿产	主要分布在华东、华北、华中和华南区域。华东地区以江、浙、沪为主，上海作为分销中心；华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主；华中地区以河南为主，向周边区域延伸；华南地区以广东为主，向周边区域延伸。 此外，公司还将销售渠道拓展至西安及周边地区。	直接销售给下游厂商为主。一部分钢材采用分销或者对锁方式。
农产品	玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立销售中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供优质粮食资源； 饲料原料类以上海、天津、广州各分公司为依托，辐射华东华中、华北、东北、西北、华南西南各地市场； 油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心，分别向华南、华东、华北和福建市场进行全方位辐射，市场遍布全国主要油脂消费大省。	直销给下游重点客户，一部分向贸易商销售。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司大宗商品采购分销服务的业务模式未发生变化，与上下游的结算方式包括款到发货、银行承兑汇票等，对少量通过风险评估的客户给予一定的赊销额度。此外，为确保控制货权，公司对所采购的货物均要求储存在指定仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。从上下游的集中度来看，供应商方面，2020 年，前五大供应商采购金额合计为 756.08 亿元，合计采购金额占采购总额的比例为 21.25%，主要是全程供应链模式中的生产型企业，公司与上述企业合作年限较长，风险相对可控。下游客户方面，2020 年，公司前五大下游客户销售金额合计为 410.44 亿元，合计销售收入占比为 11.40%，公司下游客户较为分散，对单一客户的依赖程度低。

中诚信国际认为，2020 年，公司金属矿产和粮食等品种业务量提升，带动大宗商品采购分销服务业务规模保持增长，规模优势显著，但较快的增长速度或对公司贸易业务风险控制及资金管理提出

更高要求。此外，中诚信国际也关注到，2021 年以来，受市场供需及国内监管政策等多重因素影响，大宗商品价格波动剧烈，需关注价格波动对公司经营的影响。

**公司大宗商品物流服务能力与资源整合能力强，2020 年，综合物流服务能力进一步提升，物贸联动效果显著；铁路物流服务收入显著下降，该板块业绩恢复情况需持续关注**

公司大宗商品物流服务目前已形成综合物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系三大物流体系。2020 年，受益于大宗贸易量增长及综合物流服务体系进一步完善，物贸联动效果显著，公司综合物流服务收入总体呈平稳增长态势。

表 3：公司大宗商品物流服务板块收入构成（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
综合物流服务	37.73	35.13	43.23	12.79
农产品物流服务	9.77	7.76	5.68	1.01
铁路物流服务	8.81	12.88	8.66	2.33

合计	56.31	55.77	57.57	16.12
----	-------	-------	-------	-------

注：表中合计数与该列数据之和存在差异，系四舍五入影响。

资料来源：公司提供

综合物流服务方面，截至 2020 年末，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 38.48 万平方米，在全国各地拥有自营仓库面积超过 59.91 万平方米，在厦门及福州口岸拥有 100 余辆拖车，在全国 17 个口岸拥有自己的报关代理服务机构，同时公司在区域核心城市厦门、泉州、福州、上海、天津、唐山等地开发建设并经营专业物流园区，已初步形成了全国性的物流园区网络。此外，公司参股的厦门现代码头有限公司具有较强的货物吞吐能力，可以同公司的供应链业务产生良好的协同效应，为公司业务的发展提供有力支撑。受益于服务能力提升及贸易量上升带来的协同效应，加之物流业务种类丰富以及区域内物流需求的增长，2020 年，公司综合物流服务收入大幅增长。农产品物流服务方面，截至 2020 年末，公司在粮食产区建设了九大综合仓储物流中心，并以此为核心节点配备烘干和铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车 1,250 余节，辐射周边 90 多个收购网点，2020 年，受管理国储粮食库存减少及补贴标准下降影响，农产品物流服务收入进一步下降。铁路物流服务方面，公司于 2018 年控股象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”），自此公司铁路物流服务业务得以拓展。目前公司在陕西咸阳、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（配备铁路专用线），拥有 20 个铁路货运站（含自有及租赁），配套约 37 条铁路专用线、逾 240 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3.3 万个自备集装箱，年运力超 1,600 万吨。2020 年，因高速通行费减免政策及国际油价低位震荡等原因，铁路运输货物量减少，铁路物流服务板块营业收入减少至 8.66 亿元。

中诚信国际认为，公司综合物流服务能力和资源整合能力较强，与其他贸易企业相比，具备较为突出的物流资源优势。公司依托于厦门自贸区和象

屿保税区的区位优势，通过在关键物流节点开发建设物流平台，汇聚了丰富的社会物流资源，为供应链业务开展提供了有力支撑。但 2020 年铁路物流服务收入大幅减少，该板块业绩恢复情况需持续关注。

### 2020 年，公司房地产销售面积及销售金额总体仍保持稳定；需关注集中供地政策出台后公司土地储备变化情况

公司房地产业务由全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）运营，所开发的房地产项目主要位于上海及周边（昆山、太仓、常熟）、重庆、天津、福建等地，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。公司主要采用合作开发方式，从拿地到销售的周期一般为 12~15 个月。

从经营指标来看，2020 年，因上年所储备的土地开始动工，新开工面积同比大幅增长，但 2021 年一季度，因 2020 年新增土地拿地时间接近年尾，尚未开始动工，故新开工面积暂为 0。2020 年，竣工面积同比大幅增长，主要来自重庆、常熟、苏州和南平等区域项目，公司根据项目推进节奏滚动开发，故 2021 年一季度暂无竣工。销售情况来看，受销售项目区域变化影响，2020 年，公司签约销售金额 96.50 亿元，较上年略有下降。截至 2021 年 3 月末，公司完工及在建房地产项目总建筑面积 950.25 万平方米，总投资额 896.89 亿元，尚需投资 184.95 亿元。

表 4：近年来公司房地产板块主要经营指标

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
新开工面积（万平方米）	68.89	44.84	94.72	0.00
竣工面积（万平方米）	65.24	68.43	118.21	0.00
签约面积（万平方米）	49.39	49.97	45.56	20.43
签约金额（亿元）	122.46	102.87	96.50	59.76
销售均价（万元/平方米）	2.48	2.05	2.12	2.92
新增土地储备面积（万平方米）	6.93	18.23	10.00	2.96

注：表中数据统计范围包括并表项目和非并表项目的全口径数据。

资料来源：公司提供

表 5：截至 2021 年 3 月末公司房地产项目明细

（万平方米、亿元）

区域	总建筑面积	总投资	已投资
----	-------	-----	-----

非并表项目			
南平	135.01	50.78	32.69
上海	47.13	63.95	59.17
昆山	71.72	58.66	54.00
福州	92.63	105.89	54.64
天津	177.46	84.34	31.62
苏州	34.52	64.85	53.50
张家港	8.04	5.63	1.15
小计	566.52	434.10	286.78
并表项目			
湖南	11.27	4.93	4.92
重庆	80.19	70.44	68.47
昆山	119.12	127.33	113.32
上海	103.89	191.01	183.67
太仓	14.99	16.22	14.37
常熟	26.30	38.10	35.61
唐山	27.97	14.76	4.81
小计	383.74	462.78	425.16
合计	950.25	896.89	711.94

资料来源：公司提供

土地储备方面，2020 年新增土地储备 10.00 万平方米，位于唐山市，系并表项目。截至 2021 年 3 月末，公司未售计容建筑面积合计 283.64 万平方米，主要分布在南平、天津、重庆、苏州和上海。

此外，公司还承担基础设施和公共工程代建业务，由厦门象屿港湾开发建设有限公司（以下简称“象屿港湾”）负责经营。象屿港湾累计已开发土地近 120 万平方米，完成各类建筑约 40 万平方米及道路与管网建设约 15 公里。截至 2021 年 3 月末，公司在建的代建项目有集美北路（集灌路-中洲路）、灌口中路（新亭-324 国道）一期工程、灌前路（集美北大道-海翔大道段）等道路工程项目，合计投资总额达 80.86 亿元。

从盈利情况来看，2020 年，公司房地产板块确认收入 71.33 亿元，同比增长 10.45%，其中重庆项目占比 35%、江苏项目占比 62%；同期，房地产板块实现净利润 8.06 亿元，对公司利润形成有力补充。

中诚信国际认为，公司房地产业务主要围绕长三角、福建、重庆、天津等经济较为发达的一、二线城市，区域分布情况良好。2020 年，签约销售面积及销售金额较上年基本保持稳定，中诚信国际将

<sup>1</sup> 该数据为象屿金控口径，象屿金控与象屿集团内企业之间的保理业

持续关注公司房地产项目建设进度推进情况。此外，2021 年以来多地出台集中供地政策，对房地产企业资金调配和投资研判能力提出更高要求，中诚信国际将对公司未来房地产板块的发展速度保持关注。

### 受益于业务快速发展，公司类金融板块收入及利润同比大幅提升；但类金融板块风险控制情况需持续关注

公司类金融业务以产融结合为战略发展方向，主要分为产业金融、消费金融和资产管理三大业务领域，主要运营主体为子公司厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金控”）。截至 2021 年 3 月末，象屿金控总资产 155.23 亿元，总负债 82.50 亿元，所有者权益 72.73 亿元；2020 年实现营业收入 12.65 亿元，实现净利润 6.25 亿元，受益于各项业务快速发展，公司收入及净利润分别同比增长 91.38% 和 90.55%。

表 6：近年来象屿金控收入构成情况（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1-3
产业金融	1.68	2.58	5.20	1.97
消费金融	0.64	1.50	2.45	0.71
资产管理	0.77	1.69	4.56	0.83
其他	1.69	0.83	0.43	0.06
合计	4.78	6.61	12.65	3.57

注：其他业务收入主要是不动产租赁和咨询服务；各分项加总与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

产业金融方面，公司围绕产业链上下游核心客户开展委托贷款和商业保理，截至 2021 年 3 月末，委托贷款和保理业务存量余额分别为 48.83 亿元和 33.13 亿元<sup>1</sup>，较 2019 年末分别增加 9.87 亿元和 6.02 亿元，同期末逾期金额分别为 8.52 亿元和 1.28 亿元。消费金融方面，公司围绕二手房及二手车开展小额贷款业务，截至 2021 年 3 月末贷款余额为 8.32 亿元，逾期金额为 1.24 亿元，需持续关注业务风险管控情况。资产管理业务方面，2020 年象屿金控收购不良资产 15.94 亿元，同比减少 43.85%，主要受新冠疫情影响尽调工作有所延后所致，当期资产管理业务回笼资金 19.53 亿元，确认收入 4.56 亿元，业务未进行抵消。

均较上年显著增长,其中收入增长主要由于 2019 年拓展业务收入于 2020 年确认所致。

截至 2021 年 3 月末,公司类金融业务标的金额超过人民币 5,000 万元的未决诉讼(仲裁)涉诉金额合计为 9.35 亿元,主要涉及委托贷款和保理等业务。其中,2019 年 10 月,因中海外恒泰(厦门)投资管理有限公司逾期未归还借款,象屿金象作为原告分三案提起诉讼请求,总涉案金额约 3.95 亿元,目前案件已一审完毕正在执行中;2019 年 6 月,因广州华骏实业有限公司逾期未还借款,象屿金象提起诉讼,涉案金额 3.00 亿元,目前案件二审完毕正在执行中。中诚信国际将对相关案件执行进展及偿债进度保持关注。

**中诚信国际认为**,随着类金融业务三大业务发展方向的确,该板块盈利能力不断增强,但中诚信国际也将持续关注委托贷款和商业保理等涉诉案件的处置进展以及类金融业务后续的风险控制情况。

### 公司持有优质金融资产股权,流动性较好,且可对收益形成良好补充

出于业务合作、战略合作以及获取投资回报等目的,公司展开对外股权投资业务。通过原始股投资、参与定增配股以及二级市场买卖等方式,公司持有兴业证券股份有限公司(以下简称“兴业证券”,601377.SH)和国都证券股份有限公司(以下简称“国都证券”,870488.OC)等上市公司股权;还涉足与公司主业相关联的工业和其他服务业等,参股企业有福建南平太阳电缆股份有限公司和厦门国际物流港有限责任公司等。截至2021年3月末,公司持有的金额较大的股票资产市值合计为16.35亿元,该部分流动性较强的资产为公司带来了较好的投资收益。

**表 7: 截至 2021 年 3 月末持有部分公司股票情况**  
(万股、亿元)

股票简称	持有股数	市场价值
建发股份	2,249.05	1.89
东方盛虹	1,749.23	2.47
天山铝业	2,183.21	1.97
*ST 安通	241.13	0.11
科思科技	27.36	0.27
兴业证券	9,415.70	7.96
神火股份	1,092.08	1.04
国都证券	3,858.21	0.61
滨海泰达物流	1,000.00	0.03
<b>合计</b>	<b>21,815.97</b>	<b>16.35</b>

注:除上表之外,剩余金额为在活跃市场中没有报价且其公允价值不能可靠计量,按照成本计量的权益工具投资。

资料来源:公司提供

## 财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的标准无保留意见的 2018 年审计报告、经容诚会计师事务所<sup>2</sup>(特殊普通合伙)审计并出具的标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制,均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据。

### 2020 年,大宗商品采购分销业务规模提升带动公司收入大幅增长,经营性业务利润亦持续提升

供应链业务是公司的核心业务,近年来该板块收入占公司营业总收入比重均在 95% 以上。2020 年,公司金属矿产和农产品供应链业务规模扩大,因此当期实现营业收入 3,748.35 亿元,同比大幅增长 31.90%,同时公司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,导致当期公司营业毛利率被显著拉低。2021 年一季度,公司实现营业收入 941.02 亿元,同比增长 38.19%,主要系上年同期业务开展受到疫情影响较大所致;公司优化商品结构和客户结构,深化供应链综合服务模式,加之大宗商品价格上涨,公司享受到一定

<sup>2</sup> 公司审计团队离开致同会计师事务所(特殊普通合伙)加入容诚会计师事务所(特殊普通合伙),容诚会计师事务所(特殊普通合伙)在证券业务资质等方面均符合中国证监会的有关要求,具备提供审计服务的经

验与能力,为保持审计工作的连续性公司聘任容诚会计师事务所(特殊普通合伙)为公司 2019 年度财务报表审计机构。

的价格弹性，当期营业毛利率有所回升。

**表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
物流供应链	2,340.08	2,724.12	3,602.15	893.88
房地产	29.88	64.58	71.33	11.38
其他	44.66	53.12	74.88	35.76
<b>营业总收入</b>	<b>2,414.61</b>	<b>2,841.82</b>	<b>3,748.35</b>	<b>941.02</b>
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
物流供应链	2.75	3.10	1.95	2.73
房地产	31.47	41.74	13.54	8.65
其他	28.29	25.33	34.86	28.69
<b>营业毛利率</b>	<b>3.58</b>	<b>4.40</b>	<b>2.83</b>	<b>3.79</b>

注：其他业务主要包括制造业（玉米深加工项目及印尼镍铁加工项目）及类金融业务，同时物流供应链及房地产板块合并抵消产生的收入抵减均在此板块反映。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020年，因执行新收入准则，部分物流运输费调整至营业成本核算，当期销售费用大幅下降；但随着公司规模扩大，管理费用支出加大；同时，有息债务规模增长使得利息支出相应增加，财务费用显著上升。在上述因素的共同作用下，公司期间费用规模同比下降，且受益于收入大幅增长，公司期间费用率有所降低。2021年一季度，因营收情况较好，期间费用率进一步下降。

利润方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润。2020年，受物流供应链业务规模扩大和配套物流服务体系日趋完善影响，公司经营性业务利润保持稳定增长。同期，公司投资收益同比有所增加，主要由持有的各类金融资产及股权投资等贡献且保持增长。同期，资产减值损失较上年增加，主要系贸易量提升后库存商品跌价准备计提金额增加，同时开发成本有新增计提跌价准备<sup>3</sup>。此外，执行新金融工具准则后，公允价值变动损益增加。2021年1~3月，由于供应链业务效益提升、印尼镍钴冶炼项目和农产品深加工等项目效益体现，公司利润总额同比大幅增长181.73%。2020年，营业总收入增长较快，EBITDA利润率指标小幅下降。

<sup>3</sup> 2020年，开发成本计提跌价准备2.50亿元，主要因政府限制销售价格，公司对房地产项目一次性计提跌价准备。

<sup>4</sup> 印尼镍钴冶炼厂建设和配套项目运营主体是子公司PT Obsidian

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	66.86	82.14	75.31	17.07
期间费用率(%)	2.77	2.89	2.01	1.81
经营性业务利润	16.36	29.73	32.62	18.32
投资收益	20.00	7.17	8.74	0.09
资产减值损失	7.18	3.04	8.32	3.65
公允价值变动收益	-0.56	-0.44	4.74	-0.30
利润总额	30.15	34.66	38.02	14.42
EBITDA	54.57	64.55	79.72	--
EBITDA 利润率(%)	2.26	2.27	2.13	--

注：将信用减值损失纳入资产减值损失核算，损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020年，受业务拓展及工程投入等因素影响，公司资产规模继续保持增长；合并口径及母公司财务杠杆率均偏高，需关注公司债务规模控制情况

资产方面，随着业务规模扩大，2020年末，公司资产规模同比增长22.00%。流动资产方面，由于公司加大融资力度，2020年末，货币资金及交易性金融资产等明显增加。受益于大宗商品贸易规模扩大，期末存货及预付款项金额均同比大幅增长。截至2020年末，其他流动资产中包含贷款45.99亿元、预缴及待抵扣税费18.37亿元及资产包20.22亿元等。非流动资产方面，长期股权投资主要是合作开发项目的房地产子公司，此外持有的其他金额较大的股权还有厦门农村商业银行股份有限公司9.04亿元、厦门集装箱码头集团有限公司7.38亿元、哈尔滨农村商业银行3.34亿元、厦门金融租赁有限公司2.33亿元；2020年，来自长期股权投资的现金股利或红利共计5.59亿元，主要由参股房地产子公司贡献。印尼镍钴冶炼厂及150万吨/年玉米深加工等项目部分转固，固定资产亦有显著增长。截至2020年末，在建工程主要包括印尼镍钴冶炼厂建设和配套项目97.48亿元、铁路专用线工程（含安阳、巩义及息烽）10.76亿元、象屿集团大厦1.37亿元等，当期印尼镍钴冶炼厂建设和配套项目<sup>4</sup>转固32.34亿元，同时新增投入61.91亿元。截至2021年3月末，由于大宗商品存货增加以及执行新收入准则后

Stainless Steel，2020年，该项目实现部分投产，收入来自钢坯销售。2020年，该项目共实现营业收入69.72亿元，净利润3.26亿元。

将租赁资产确认为使用权资产，总资产规模较年初增长 211.70 亿元。

负债方面，公司负债由有息债务及经营性负债构成，2020 年末，公司负债规模增长主要由于外部融资大幅增加所致。经营性负债方面，应付账款、预收款项及合同负债主要是贸易业务开展产生，其他应付款主要为往来款 73.76 亿元、押金及保证金 11.18 亿元。截至 2020 年末，公司总债务规模为 809.51 亿元，较上年末增长 41.25%，其中短期债务占比 65.64%。2021 年 3 月末，随着业务量的提升，总债务及总负债规模进一步增长。整体来看，2020 年以来，公司债务增速较快，且以短期债务为主，中诚信国际将持续关注公司债务规模管理及资金平衡情况。

公司所有者权益中的其他权益工具和少数股东权益占比较大。由于少数股东投入资本以及公司通过产业基金、权益类工具收到的投资增加，加之厦门市国资委向公司增资 4.99 亿元，2020 年末，公司所有者权益规模进一步增长。中诚信国际关注到，公司所有者权益中永续债占比较大，若将永续债调整至有息债务，截至 2021 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 79.90% 和 73.72%，杠杆水平偏高，较高的财务杠杆增加了公司的财务风险，中诚信国际将对公司债务规模控制情况保持关注。

**表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	142.24	125.42	194.24	172.58
交易性金融资产	--	23.85	52.36	66.54
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.01	0.00	19.55	--
存货	368.27	386.01	410.98	513.99
预付款项	69.71	85.85	113.58	182.19
其他流动资产	64.22	100.56	101.65	97.79
长期股权投资	65.74	77.38	77.88	80.57
固定资产	119.66	158.96	197.58	193.07
在建工程	68.86	118.56	115.55	116.62
可供出售金融资产	22.75	13.75	14.30	--
债权投资	--	--	--	36.95
其他非流动金融资产	--	0.04	0.24	17.38

<b>总资产</b>	<b>1,159.74</b>	<b>1,393.67</b>	<b>1,700.25</b>	<b>1,911.95</b>
应付账款	64.94	147.46	138.37	134.73
预收款项	114.12	109.83	28.16	0.55
合同负债	--	--	86.66	141.37
其他应付款	54.66	67.33	94.80	97.24
<b>总负债</b>	<b>801.09</b>	<b>958.12</b>	<b>1,224.48</b>	<b>1,425.12</b>
<b>总债务</b>	<b>539.36</b>	<b>573.10</b>	<b>809.51</b>	<b>975.26</b>
短期债务/总债务	56.30	60.43	65.64	66.39
其他权益工具	93.00	116.90	111.53	102.53
少数股东权益	195.59	235.64	268.01	278.96
<b>所有者权益</b>	<b>358.66</b>	<b>435.55</b>	<b>475.78</b>	<b>486.83</b>
资产负债率	69.07	68.75	72.02	74.54
总资本化比率	60.06	56.82	62.98	66.70
应收账款周转率	66.57	52.41	48.05	35.79*
存货周转率	6.83	7.20	9.05	7.70*

注：1、2021 年 3 月末，因执行新金融工具准则，“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”以及“可供出售金融资产”调整至“交易性金融资产”和“其他非流动金融资产”核算；2、带\*数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从资产周转率指标来看，受益于房地产项目加快销售及贸易业务快速周转，2020 年以来存货周转率有所上升；由于公司物流供应链业务应收账款规模增长较快，应收账款周转率有所下降。

### 2020 年，公司经营活动现金流保持净流入，但投资支出较大，资金缺口通过筹资活动补足；由于债务规模大幅增长，偿债指标有所弱化

2020 年，由于供应链业务和房地产业务资金回笼，当期经营活动现金仍保持净流入；同期，因投资印尼镍钴冶炼加工等工程、支付项目合作款项及购买短期理财产品，投资活动现金仍呈净流出态势，但流出规模同比下降；由于经营业务和投资业务的资金需求加大，公司借款及发债规模增加，筹资活动现金大幅净流入。2021 年一季度，因供应链业务具有季节性特征，公司经营活动现金流呈大幅净流出。

偿债指标方面，2020 年，由于公司债务规模增长速度较快，经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本金的保障能力有所下降，但均可覆盖利息支出。2021 年一季度，经营活动现金流大幅净流出，相关指标波动较大。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	35.20	33.52	32.95	-167.24
投资活动净现金流	-87.16	-127.21	-100.30	-19.94
筹资活动净现金流	94.04	59.25	139.13	169.32
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.06	0.04	-0.69*
经营活动净现金流/利息支出	1.51	1.25	1.03	-20.44
总债务/EBITDA	9.88	8.88	10.15	--
EBITDA 利息保障倍数	2.34	2.40	2.50	--

注：带“\*”指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020 年以来，母公司债务规模快速增长，财务杠杆处于较高水平；中诚信国际将对母公司杠杆水平控制情况保持关注

公司业务分布于下属子公司，母公司主要承担统筹管控职能，因此收入规模很小，现有收入主要来自租金、托管公司咨询服务费等。2020 年，母公司实现利润总额 8.26 亿元，主要来自子公司分红、股票处置收益及公允价值变动收益、理财收益等。

从资产负债表来看，母公司的资产主要由与子公司等关联方之间的往来款以及对子公司的长期股权投资构成。2020 年末，母公司总资产规模较上年末增长 84.34 亿元，主要系持有股票增加以及与子公司之间的往来款；总负债较上年末增长 86.22 亿元，主要系长短期借款和超短期融资券；所有者权益较上年末变化不大。财务杠杆方面，截至 2021 年 3 月末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 67.57% 和 66.75%，此外，若考虑母公司所有者权益中的永续债，则财务杠杆比率还将进一步推升。整体来看，母公司债务规模偏高，中诚信国际将对母公司层面的杠杆水平控制情况保持关注。

**表 12：近年来母公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	11.53	5.37	3.74	42.85
交易性金融资产	--	--	--	22.02
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.01	0.00	13.24	--
其他应收款	135.91	122.38	149.89	108.19
可供出售金融资产	15.81	7.68	44.18	--
长期股权投资	123.53	140.37	150.55	159.37
其他非流动金融资产	--	--	--	51.27
<b>总资产</b>	<b>301.17</b>	<b>290.96</b>	<b>375.30</b>	<b>393.28</b>

总负债	184.28	154.89	241.10	265.76
总债务	154.86	143.54	227.97	256.05
短期债务/总债务	49.20	57.47	74.34	65.61
其他权益工具	93.00	116.90	111.53	102.53
所有者权益合计	116.89	136.07	134.19	127.52
资产负债率	61.19	53.23	64.24	67.57
总资本化比率	60.09	51.34	62.95	66.75

注：2021 年 3 月末，因执行新金融工具准则，“可供出售金融资产”调整至“交易性金融资产”及“其他非流动金融资产”核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，由于母公司对子公司拆借资金规模增加，当期经营活动现金流净流出规模同比大幅增长；由于母公司收购少数股东持有的股权，当期投资活动现金流呈大幅净流出态势；受母公司层面债务融资规模大幅上升影响，筹资活动现金流呈大幅净流入态势。同期，母公司经营活动现金流无法对债务本息提供有效保障。

**表 13：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	2.16	-0.36	-8.28	0.57
投资活动净现金流	-63.63	15.61	-59.97	25.36
筹资活动净现金流	65.52	-21.42	66.62	13.18
经营活动净现金流/总债务	0.01	-0.003	-0.04	0.01*
经营活动净现金流/利息支出	0.27	-0.05	-1.11	--

注：带“\*”号数据经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 充足的外部授信和畅通的融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；对外担保风险可控；但未决诉讼金额较大需要关注

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司及其子公司未决诉讼总金额合计 24.61 亿元，主要系未逾期未收回的贷款、委托贷款及保理款等。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 22.89 亿元。其中子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额 4.05 亿元，下属象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 16.98 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 1.85 亿元。公司对外担保主要与业务正常开展有关，或有负债风险可控。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 224.02 亿元，占总资产的比例为 11.72%，其中受限货币资

金 36.08 亿元，抵押的土地使用权及房屋建筑物等资产账面净值约 187.94 亿元。此外，子公司象屿股份为上市公司，公司对象屿股份持股比例为 53.44%，所持股份中 7.01% 已被质押。

授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司从银行获得综合授信总额为 1,734.02 亿元，尚未使用余额 810.60 亿元。同时，象屿股份作为上市公司，在资本市场拥有直接股权融资渠道。

**过往债务履约情况：**根据公司提供资料，截至 2021 年 5 月 31 日，公司本部及下属子公司无逾期借款或其他不良信用记录。根据公开信息查询结果，公司本部及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

## 外部支持

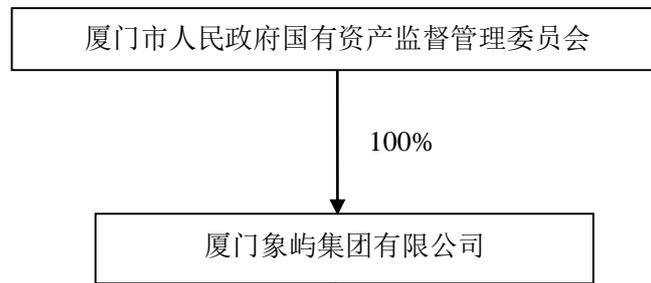
### 厦门较好的区位优势对公司主营业务发展构成有力支撑；2020 年，股东增资对增强公司资本实力起到一定补充作用

厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一。近年来，厦门市产业结构不断优化，加上固定资产投资增长较快，经济发展形势良好，且外贸竞争力位居全国前列；同时，厦门自贸片区是福建自贸试验区最大的片区，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。中诚信国际认为，厦门作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件。此外，2020 年，公司收到财政拨款 4.99 亿元，计入资本公积，并确认与政府补助相关的收益 2.06 亿元，计入其他收益，上述支持对公司资本实力及利润起到一定补充作用。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持厦门象屿集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 象屿 Y2”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：厦门象屿集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



子公司名称	持股比例
厦门象屿金象控股集团有限公司	100.00%
象屿地产集团有限公司	100.00%
厦门象屿股份有限公司	53.44%
黑龙江金象生化有限责任公司	59.12%

注：1、上表仅列示部分主要子公司名单；2、持股比例为直接及间接持股比例总和。



资料来源：公司提供

## 附二：厦门象屿集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,422,389.38	1,254,165.52	1,942,353.84	1,725,772.65
应收账款净额	481,092.06	603,444.21	956,667.48	1,147,017.06
其他应收款	408,048.20	625,539.84	899,573.91	1,113,558.72
存货净额	3,682,721.58	3,860,076.53	4,185,617.44	5,220,720.74
长期投资	884,864.49	911,718.13	924,148.77	1,349,017.24
固定资产	1,196,587.52	1,589,610.81	1,975,806.81	1,930,748.50
在建工程	688,632.76	1,185,639.05	1,155,482.85	1,166,158.59
无形资产	239,778.29	298,789.14	355,456.90	365,164.93
总资产	11,597,421.96	13,936,652.02	17,002,546.91	19,119,502.52
其他应付款	546,636.46	673,258.31	947,957.46	972,398.18
短期债务	3,036,856.60	3,463,018.47	5,313,648.14	6,474,562.92
长期债务	2,356,753.23	2,268,007.29	2,781,496.96	3,278,026.57
总债务	5,393,609.82	5,731,025.76	8,095,145.10	9,752,589.49
净债务	3,971,220.44	4,476,860.24	6,152,791.26	8,026,816.84
总负债	8,010,861.47	9,581,150.53	12,244,755.60	14,251,241.97
费用化利息支出	168,033.47	199,629.89	282,157.39	71,161.57
资本化利息支出	64,764.61	68,916.42	36,729.64	10,670.32
所有者权益合计	3,586,560.48	4,355,501.48	4,757,791.31	4,868,260.55
营业总收入	24,146,079.51	28,418,162.30	37,483,543.89	9,410,191.75
经营性业务利润	163,603.72	297,329.23	326,183.85	183,241.36
投资收益	200,000.29	71,715.59	87,367.62	919.65
净利润	250,644.47	259,103.37	307,328.30	127,076.94
EBIT	469,537.91	546,235.08	662,397.81	215,320.89
EBITDA	545,656.79	645,453.21	797,221.94	--
经营活动产生现金净流量	352,036.00	335,229.03	329,487.41	-1,672,423.60
投资活动产生现金净流量	-871,577.88	-1,272,051.59	-1,003,019.41	-199,350.53
筹资活动产生现金净流量	940,379.83	592,540.95	1,391,286.83	1,693,172.85
资本支出	726,829.14	853,747.03	847,471.04	164,197.94
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	3.58	4.40	2.83	3.79
期间费用率(%)	2.77	2.89	2.01	1.81
EBITDA 利润率(%)	2.26	2.27	2.13	--
总资产收益率(%)	4.52	4.28	4.28	4.77*
净资产收益率(%)	7.84	6.52	6.74	10.56
流动比率(X)	1.39	1.27	1.21	1.22
速动比率(X)	0.73	0.72	0.76	0.73
存货周转率(X)	6.83	7.20	9.05	7.70*
应收账款周转率(X)	66.57	52.41	48.05	35.79*
资产负债率(%)	69.07	68.75	72.02	74.54
总资本化比率(%)	60.06	56.82	62.98	66.70
短期债务/总债务(%)	56.30	60.43	65.64	66.39
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.06	0.04	-0.69*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.12	0.10	0.06	-1.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.51	1.25	1.03	-20.44
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.00	-2.52	-1.74	--
总债务/EBITDA(X)	9.88	8.88	10.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.19	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.34	2.40	2.50	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.02	2.03	2.08	2.63

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债和长期应付款科目中的有息债务调整至长期债务，将衍生金融负债和其他流动负债科目中的有息债务调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，部分财务指标无法计算。

### 附三：厦门象屿集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	115,300.66	53,653.13	37,403.01	428,475.93
应收账款净额	6.21	36.86	46.66	23.90
其他应收款	1,359,116.42	1,223,842.51	1,498,931.95	1,081,856.07
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,393,410.62	1,480,569.55	1,947,312.64	2,106,398.02
固定资产	905.32	810.34	759.33	691.22
在建工程	0.00	1,129.76	13,719.57	15,524.34
无形资产	360.14	38,051.14	37,038.27	36,750.95
总资产	3,011,728.01	2,909,627.28	3,752,982.75	3,932,848.49
其他应付款	72,893.09	103,110.66	119,024.29	92,593.58
短期债务	865,834.03	824,956.80	1,694,741.84	1,679,954.57
长期债务	894,047.40	610,485.17	584,917.04	880,551.74
总债务	1,759,881.43	1,435,441.98	2,279,658.88	2,560,506.31
净债务	1,644,580.77	1,381,788.85	2,242,255.87	2,132,030.38
总负债	1,842,794.75	1,548,878.52	2,411,034.19	2,657,616.69
费用化利息支出	79,114.72	72,278.11	74,695.56	22,264.98
资本化利息支出	466.59	158.17	158.68	0.00
所有者权益合计	1,168,933.27	1,360,748.76	1,341,948.56	1,275,231.80
营业总收入	3,308.75	3,043.57	7,576.62	422.57
经营性业务利润	-23,495.97	-25,044.17	-12,256.39	-8,419.48
投资收益	58,756.92	38,888.21	77,298.04	25,441.48
净利润	34,711.67	7,642.60	76,836.65	26,606.86
EBIT	113,824.52	79,920.91	157,290.68	43,113.17
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	21,566.29	-3,593.17	-82,753.04	5,660.68
投资活动产生现金净流量	-636,337.99	156,143.30	-599,663.62	253,593.48
筹资活动产生现金净流量	655,194.52	-214,197.67	666,166.54	131,818.76
资本支出	3,847.56	4,142.55	13,102.49	3,512.70
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	25.05	-16.66	65.77	-4.10
期间费用率(%)	727.19	798.71	226.03	1,922.17
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	4.24	2.70	4.72	4.49*
净资产收益率(%)	3.56	0.60	5.69	8.13
流动比率(X)	1.56	1.44	0.93	0.98
速动比率(X)	1.56	1.44	0.93	0.98
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	928.50	141.32	181.42	47.91*
资产负债率(%)	61.19	53.23	64.24	67.57
总资本化比率(%)	60.09	51.34	62.95	66.75
短期债务/总债务(%)	49.20	57.47	74.34	65.61
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	-0.003	-0.04	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.02	0.00	-0.05	0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.27	-0.05	-1.11	0.25
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-5.33	-10.99	-10.33	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将母公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，部分财务指标无法计算。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。