



厦门象屿集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0796 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果	厦门象屿集团有限公司	AAA/稳定
---------------------	-------------------	---------------

本次跟踪债项及评级结果	22 象屿 G2、22 象屿 G1、20 象屿 Y4、20 象屿 G2	AAA
--------------------	-------------------------------------	------------

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”或“公司”）股东支持力度很大、供应链运营规模优势显著、综合物流服务体系相对完善及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到外部环境变化使供应链管理及相关房地产业务面临一定不确定性、债务水平增长较快及成本上涨对制造业板块利润形成一定影响等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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，或资产质量明显恶化等。

正 面

- 2022年，厦门市政府将下辖港口航运相关资产及股权划拨至象屿集团，大幅增厚其资本实力
- 跟踪期内，供应链业务保持显著的规模优势
- 综合物流服务体系进一步完善
- 公司与金融机构保持良好合作关系，融资渠道畅通

关 注

- 周期性行业波动以及地产行业环境的变化使得公司业务发展的不确定性增加
- 跟踪期内，受供应链及地产板块较快扩张影响，公司债务规模进一步上升
- 2022年下半年以来，原材料成本上涨过快对印尼项目盈利产生负面影响

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn
项目组成员：刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：
 电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100

财务概况

象屿集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,708.29	2,098.40	2,928.39	3,322.07
所有者权益合计（亿元）	476.69	628.53	831.49	860.31
负债合计（亿元）	1,231.59	1,469.87	2,096.90	2,461.77
总债务（亿元）	928.30	1,032.58	1,361.97	1,681.64
营业总收入（亿元）	3,748.35	4,843.83	5,626.22	1,333.92
净利润（亿元）	30.73	58.42	48.41	12.80
EBIT（亿元）	61.94	103.56	98.91	--
EBITDA（亿元）	75.42	122.42	127.18	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	32.95	28.66	128.52	-267.60
营业毛利率（%）	2.83	3.34	2.89	2.73
总资产收益率（%）	3.99	5.44	3.94	--
EBIT 利润率（%）	1.65	2.14	1.76	--
资产负债率（%）	72.10	70.05	71.61	74.10
总资本化比率（%）	71.77	64.50	63.90	68.38
总债务/EBITDA（X）	12.31	8.43	10.71	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.85	2.77	2.27	--
FFO/总债务（X）	0.02	0.07	0.05	--
象屿集团（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	375.29	418.31	575.72	602.85
所有者权益合计（亿元）	134.18	87.46	150.38	174.82
负债合计（亿元）	241.10	330.86	425.35	428.03
总债务（亿元）	341.47	378.06	459.46	496.16
营业总收入（亿元）	0.76	0.22	1.23	0.46
净利润（亿元）	7.68	2.50	8.82	3.87
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-8.28	3.59	-75.63	-71.50
营业毛利率（%）	65.77	-27.18	68.77	70.07
资产负债率（%）	64.25	79.09	73.88	71.00

注：1、中诚信国际根据象屿集团提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年合并口径财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主要贸易品种	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	应收账款 周转率(X)	存货周转率 (X)
国贸控股	钢材>3,000 万吨、铁矿石>8,000 万吨、粮食谷物>1,200 万吨	3,222.01	72.11	6,934.60	52.89	50.50	7.09
厦门建发	钢材>5,300 万吨、纸张纸浆>1,200 万吨、粮食>3,000 万吨	7,235.63	72.32	8,473.74	103.78	53.16	2.29
物产中大	钢 6,002.14 万吨、铁矿砂 4,165 万吨、煤炭销售 5,321 万吨	1,450.51	68.30	5,765.49	60.52	40.77	17.59
象屿集团	黑色金属约 7,675 万吨、动力煤约 5,396 万吨、铝约 2,174 万吨	2,928.39	71.61	5,626.22	48.41	45.81	7.20

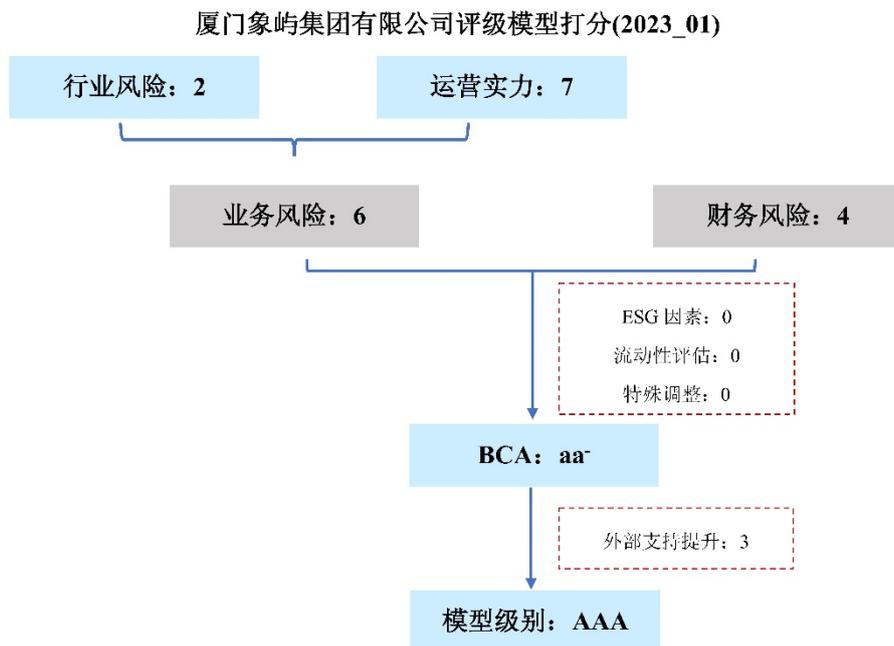
中诚信国际认为，象屿集团深耕钢铁、铝、煤炭、农产品等细分领域，并拥有自建物流服务网络等优势，与同业相比，公司聚焦制造企业客户，供应商集中度略高于同行业；伴随着地产业务快速扩张，公司债务规模增长较快且杠杆水平较高。

注：“国贸控股”为“厦门国贸控股集团有限公司”简称；“厦门建发”为“厦门建发集团有限公司”简称；“物产中大”为“物产中大集团股份有限公司”简称。

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
20 象屿 Y4	AAA	AAA	2022/06/27	5.40	5.40	2020/09/14~2023/09/14 (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
20 象屿 G2	AAA	AAA	2022/06/27	6.00	6.00	2020/03/12~2027/03/12 (5+2)	赎回、票面利率选择权、回售
22 象屿 G1	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2022/02/24~2025/02/24 (2+1)	赎回、票面利率选择权、回售、偿债保障承诺
22 象屿 G2	AAA	AAA	2022/06/27	8.50	8.50	2022/02/24~2027/02/24 (3+2)	赎回、票面利率选择权、回售、偿债保障承诺

评级模型



方法论

中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2022_03

■ 业务风险：

象屿集团属于批发贸易行业，中诚信国际认为中国批发贸易行业风险评估为较高；象屿集团供应链业务规模优势显著，市场竞争优势明显，并已建立稳定的供应链网络体系，具备完善的供应链集成服务能力，客户向制造业客户逐步集中。公司供应链业务运营效率很高，但随着地产业务快速扩张，周转效率有所下降。整体来看，象屿集团业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

跟踪期内，象屿集团仍保持较高利润水平，随着业务展开其有息债务规模亦快速扩大，但凭借象屿集团较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力尚可。财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，象屿集团具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

公司是厦门国资委全资企业，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。2022 年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，并将下辖的港口航运相关资产及股权划拨注入公司，进一步增厚公司资本，体现了当地政府对公司很强的支持意愿和支持能力，外部支持调升 3 个子级。

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 2023 年 3 月末，22 象屿 G2、22 象屿 G1、20 象屿 Y4、20 象屿 G2 募集资金均已使用完毕，实际使用情况与发行时披露的使用用途一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

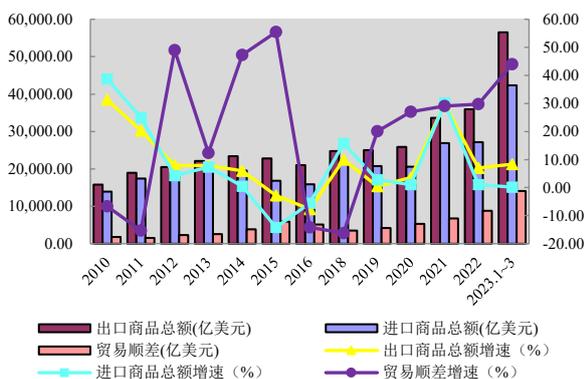
近期关注

中诚信国际认为，2022 年，外贸环境仍然复杂，但我国货物出口超预期高增长，是支撑经济增长的重要因素。内贸方面，2022 年黑色产品价格大幅回调，对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2022 年，我国进出口总额实

现 6.31 万亿美元，同比增长 4.4%；其中，货物出口总值 3.59 万亿美元，同比增长 7.0%；货物进口总值 2.72 万亿美元，同比增长 1.1%；贸易顺差 8,770.0 亿美元，同比增长 30.9%。2022 年，我国进出口总值首次突破了 40 万亿元人民币关口，在 2021 年高基数的基础上继续保持稳定增长，连续 6 年保持世界第一货物贸易大国地位。2023 年 1~3 月，我国进出口总值达 9.9 万亿美元，较上年同期增长 4.8%。

图 1：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

图 2：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大。2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。大宗商品价格波动和高位运行的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量

进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望（2023 年 3 月）》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，象屿集团增添港口建设及发展功能，同时其供应链及地产等板块保持较快发展势头，而印尼冶炼项目利润贡献较上年减少。中诚信国际将对供应链业务面临的相关风险及资金平衡情况、房地产业务补货情况、类金融涉诉及港口航运板块未来规划及投资情况保持关注。

跟踪期内，象屿集团增添港口建设及发展功能，并划入港口航运相关资产及股权，资本实力显著增强；中诚信国际将持续关注象屿集团港口建设板块后续经营及投资情况。

截至 2023 年 3 月末，象屿集团业务领域涵盖大宗商品供应链、城市开发运营、综合金融服务和港口航运五大职能。

表 1：2022 年公司主要子公司情况（亿元）

子公司	主要营业收入板块	持股比例	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
象屿股份	大宗商品贸易、物流	50.93%	1,150.56	363.92	5,381.48	37.78	62.23
象屿地产	商品房销售	100.00%	849.29	211.49	54.90	4.57	70.03
象屿金控	产业金融、消费金融、资产管理	100.00%	216.40	93.82	19.92	7.35	-9.37
金象生化	粮食加工、收购销售	59.12%	121.24	16.51	112.60	0.34	--
象盛镍业	不锈钢冶炼	51.00%	391.33	83.13	279.45	4.05	--

注：1、象屿股份为厦门象屿股份有限公司简称、象屿地产为象屿地产集团有限公司简称、象屿金控为厦门象屿金象控股集团有限公司简称、金象生化为黑龙江金象生化有限责任公司简称、象盛镍业为厦门象盛镍业有限公司简称。2、象屿股份持股比例为 2023 年 3 月末数据，其余为 2022 年末数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，并将港口航运相关资产及股权划拨至公司，同年 7 月，福建省人民政府国有资产监督管理委员会将其持有的福建省港口集团有限责任公司 35.96% 股权无偿划转至象屿集团。2022 年，公司划入净资产共计约 58.59 亿元，资本实力显著增强。厦门国际邮轮母港集团有限公司（以下简称“邮轮母港集团”）为港口航运核心经营单位，截至 2022 年末，邮轮母港集团总资产达 37.52 亿元，所有者权益 11.66 亿元，2022 年度实现营业收入 2.28 亿元，净利润亏损 0.74 亿元。2023 年一季度，受益于旅游行业逐步复苏，邮轮母港集团实现营业收入 1.69 亿元，实现净利润 733.94 万元，实现扭亏为盈。未来，公司将积极参与厦门市港口发展战略，打造区域性邮轮母港并大力推动港航建设，中诚信国际将对未来港口板块的投资规划保持关注。

公司还承担填海造地、水工工程、市政道路等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。象屿港湾受政府委托负责对代建项目实施全过程管理，公司不负责垫资，而是以代建工程投资额的 0.4%~3% 收取代建费，截至 2023 年 3 月末，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。同期末，公司在建的代建项目包括集美北路（集灌路---中洲路）、莲河片区造地一

期围堰及吹填蔡厝地块、中洲滨海城学校二期（同安一中滨海校区高中部）等项目，合计投资总额达 80.86 亿元，其中未竣工项目总投资 7.59 亿元。

此外，象屿股份拟向招商局集团有限公司、山东省港口集团有限公司及象屿集团非公开发行 A 股股票，募集金额约 32.20 亿元，募集资金将用于补充流动资金及偿还债务，其中象屿集团拟认购资金为人民币 12.20 亿元。中诚信国际将对象屿股份非公开发行事项进展保持关注。

跟踪期内，公司持续优化客户结构，进一步提升制造业客户比重，保持供应链业务较快扩张，规模优势显著；但大宗商品价格波动较大，对公司的资金平衡及风险控制能力提出更高要求。

公司供应链管理业务主要由象屿股份负责运营，具体贸易模式为公司为客户提供采购分销、物流、供应链金融、信息咨询、加工等在内的供应链综合服务。2022 年，公司供应链运营业务仍保持显著的规模优势，但营业收入增速较上年同期放缓，主要系大宗商品市场价格波动下行等因素影响。

跟踪期内，公司仍以内贸为主，其中象屿股份在湖北省设立湖北楚象供应链集团有限公司，围绕整合湖北省当地煤炭、汽车产业、光电子产业、大宗商品以及农产品等资源，开展一体化、定制化的供应链综合服务业务。此外，跟踪期内，象屿股份区域总部落户成都，进一步完善公司在西南地区布局。海外方面，2022 年象屿股份国际化业务总额约 247 亿美元，其中进出口总额超 160 亿美元，其中出口业务总额大幅增长 56%。

从品种来看，公司贸易品种主要包括金属矿产、农产品、能源化工及新能源四大类，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、谷物原粮”六大核心品类。

金属矿产供应链方面，跟踪期内，黑色金属供应链经营货量、营业收入均有所下滑，但在提高焦煤、焦炭比重后，该板块期现毛利润保持上升；同期，不锈钢供应链发挥渠道优势，丰富产品结构，经营业绩保持较快增长。受产品结构调整影响，铝供应链经营货量下降，但公司持续进行产品结构调整，探索新品种新市场，该品种盈利能力明显提升。

农产品供应链方面，跟踪期内，公司以轻资产合作模式加快业务布局，并首次启动华北地区夏粮小麦收购，收购量跃居河南省第三，逐步形成东北、华北双极收储格局；但由于市场化原粮收购占比提升、毛利率较高的竞拍粮收购占比下降，毛利有所下滑。

能源化工供应链方面，公司的煤炭产品具有很强的市场竞争力，2022 年象屿股份煤炭供应链总进口量全国占比约 8%，并入选国家第一批电煤重点保供企业名单。跟踪期内，煤炭供应链大力拓展国内外客户资源以提升市场份额，经营货量和营业收入均大幅增长。

新能源供应链方面，跟踪期内，公司坚持锂电及光伏供应链的专业化经营方向，锂电和镍钴板块实现主流磷酸铁锂正极材料厂商合作全覆盖，碳酸锂供应量居全国前五，锂盐经营量居全国第三，钴进口量全国占比超 10%。光伏板块服务覆盖产业链多品种辅材，已形成涵盖海内外采销、EPC 渠道、电站开发、物流服务的多维业务生态。

表 2：2022 年象屿股份核心商品经营情况（万吨、亿元、%）

类别	经营货量		营业收入		期现毛利	
	数量	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
金属矿产	11,665	-5.65	3,491	8.02	54.90	30.85
其中：黑色金属	7,675	-10.40	1,171	-14.17	24.21	19.85
不锈钢	1,606	19.07	1,122	44.61	17.29	15.47
铝	2,174	-8.18	1,033	4.89	10.96	102.12
农产品	1,764	19.39	520	12.45	14.12	-22.19
其中：谷物原粮	1,446	29.44	341	26.87	10.13	3.34
能源化工	6,345	19.56	919	34.87	16.25	13.60
其中：动力煤	5,396	24.00	467	68.98	11.15	14.04
新能源	21	22.21	251	176.23	4.76	162.65

资料来源：象屿股份 2022 年报，中诚信国际整理

从客户结构来看，2022 年，公司坚持以制造业企业作为主要目标客群，制造业企业客户数量及服务量占比分别提升至 50%和 60%以上。从大客户数量来看，截至 2022 年末，公司客户数量超 1.4 万家，其中年业务规模大于 3 亿元的客户数量超 400 家，大客户占比持续提升。此外，公司聚焦资源型和产业型战略客户，并与中国华能、美国 ADM、力拓集团、嘉吉公司、安佑集团、澳大利亚永钢、奥古斯塔矿业集团、德信钢铁、中唐特钢、得丰焦化等新签战略/长协协议。

从上下游的集中度来看，供应商方面，2022 年，象屿股份前五大供应商采购金额合计 978.10 亿元，合计采购金额占采购总额的比例为 18.34%，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，2022 年，象屿股份前五大下游客户销售金额合计为 467.01 亿元，合计销售收入占比为 8.68%。**中诚信国际关注到**，公司采用“虚拟工厂”模式开展供应链服务业务，其上下游多为民营企业或其相关贸易企业，公司除对其提供了供应链服务外亦提供金融服务，尽管公司已采取工厂驻点和控制货权等方式防范风险，但风险防控效果有待进一步观察。

跟踪期内，公司大宗商品经营服务的结算方式未发生变化，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，跟踪期内，公司未发生重大信用风险事件。

中诚信国际关注到，2022 年 6 月以来，受地产端风险事件影响，钢材、铁矿石等大宗商品价格大幅下降，大宗商品价格剧烈波动的背景在风险控制方面对公司提出更高要求。虽然公司盈利模式已从传统赚取价差转为综合服务，并采用衍生工具对冲价格风险，但行业价格波动的背景下，公司面临的价格风险、信用风险仍值得关注。

跟踪期内，公司保持很强的综合物流服务能力 and 资源整合能力，突出的物流资源优势为供应链业务的开展提供了有力支撑。

公司在业内率先构建以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，并加快全球化物流布局，为加速构建全球供应链服务体系提供有力支撑。公司物流业务目前已形成综合物流服务、农产品物流服务和铁路物流服务三大物流体系。2022 年，物流板块收入同比增长 4.54%，主要系综合物

流服务带动。

表 3：2022 年象屿股份物流收入构成（亿元）

	2020	2021	2022
综合物流服务	43.23	58.27	63.97
农产品物流服务	5.68	3.71	3.12
铁路物流服务	8.66	11.56	9.79
合计	57.57	73.55	76.88

资料来源：象屿股份 2022 年报，中诚信国际整理

综合物流服务方面，截至 2023 年 3 月末，公司在厦门、福州和上海的五个港区拥有自营堆场 43.27 万平方米，在全国各地拥有自营仓库面积超过 68.36 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、晋江、福州、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。跟踪期内，公司加强国际航线和国际班列运营能力建设，“中国—越南”“中国—泰国”航线年货运量超 2.7 万 TEU，“中国—印尼”航线年货运量超 460 万吨，新拓展北欧、北美、西非等跨大洋航线；国内物流方面，公司沿海及长江流域年运量超 2,500 万吨。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、物流链条较为完整以及区域内物流需求增长，2022 年以来，公司综合物流服务业务发展状况良好。

农产品物流服务方面，截至 2023 年 3 月末，公司在粮食产区建设了七大粮食收购平台，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。截至 2022 年末，象屿集团自有和合作仓容已超过 1,500 万吨，辐射周边粮源 2,500 万吨。2022 年，公司农产品物流收入有所下滑主要系国储业务量下降影响，但得益于毛利率较高的省储粮业务和期货交割库仓储业务快速发展，其盈利空间得以提升。

铁路物流服务方面，运营主体为象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）。目前公司拥有 14 个铁路货运场站（含自有及租赁），配套约 47 条铁路专用线、逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库、约 2.5 万个自备集装箱，年运力超 3,500 万吨。2022 年，铁路物流受建材市场运输需求下行、国内物流不畅等因素影响，营业收入有所下滑。

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，与其他供应链企业相比，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。

2022 年以来，象屿地产继续深耕长三角区域，保持较快的发展节奏并实现销售持续增长；但行业景气度波动、扩张节奏及上海区域补库压力对公司地产业务的影响仍有待关注。

公司房地产业务的运营主体为象屿地产，所开发的房地产项目主要位于长三角、天津、海西等地，以一二线城市为主，产品立足于刚需和首改；公司主要采用合作开发方式，开发周期为 12~15 个月。2022 年，公司整体保持较快的开发节奏，新开工面积和竣工面积同比分别增长 16.73%和 95.40%。截至 2023 年 3 月末，公司项目在建面积 437.86 万平方米，对资金投入量有一定要求，在建项目主要分布在上海和厦门等城市。

表 4：公司房地产业务运营情况（万平方米）

指标	2020	2021	2022	2023.Q1
新开工面积	60.20	182.65	213.20	10.35
竣工面积	118.21	39.98	78.12	0.00
期末在建面积	149.62	292.30	427.51	437.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，在房地产市场低迷的背景下，受益于前期在上海较大的拿地力度，象屿地产销售实现逆势增长，全口径签约销售金额增长达 73.47%，但销售权益占比有所下降。由于当期销售城市集中于上海，签约销售均价进一步上升。2023 年一季度公司全口径销售金额同比保持增长。

表 5：近年来公司房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.Q1
销售面积（全口径）	45.56	60.96	105.75	40.36
销售金额（全口径）	96.50	158.71	360.37	157.57
销售均价（全口径）	2.12	2.60	3.41	3.90
销售面积（权益口径）	30.83	38.67	54.60	21.72
销售金额（权益口径）	68.36	101.71	177.31	84.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，2022 年公司全口径销售金额排名前五的城市分别为上海、苏州、福州、南京和宁德，占比分别为 72.60%、12.34%、8.02%、3.19%和 1.31%，合计占比 97.46%。2023 年一季度，上海和苏州的全口径销售金额占比分别为 82.69%和 6.81%。从单城表现来看，2022 年公司于上海市的全口径签约销售金额排名位列第七。

2022 年，公司坚持在同一区域实现滚动开发的策略，获取土地 8 宗，全口径拿地金额合计约 204.44 亿元，其中上海 6 宗、厦门 1 宗、苏州 1 宗，区域集中度很高；公司拿地方式为合作拿地，合作方中国央企占比 60%以上。2022 年公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例为 56.73%，拿地力度较 2021 年有所下降。由于新获取项目的城市等级高，新增土储平均楼面地价有所提升。2023 年一季度，公司未获取新项目。考虑到 2023 年销售计划进一步增长，公司仍需通过新增项目储备以维持目前的规模优势。截至 2023 年 3 月末，公司土地储备总建筑面积为 254.25 万平方米，权益土地储备总建筑面积为 141.24 万平方米。以 2022 年签约销售面积计算，可满足未来约 2 年的签约销售需求，但销售贡献很大的上海区域面临较大的补库压力。

表 6：近年来公司土地储备变化情况（单位：万平方米、亿元）

经营指标	2020	2021	2022	2023.Q1
新增土储面积	27.97	253.08	121.59	--
期末土储面积	204.39	319.60	294.91	254.25
土地购置支出	4.76	260.81	204.44	--

注：经营指标口径为全口径数据。表中期末土地储备面积包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积。

资料来源：公司提供

此外，象屿地产还在上海、江苏、厦门分别尝试长租公寓业务，主要通过公开市场拿地、收购、合作开发、整合市场资源等方式运营开发，目前长租公寓贡献收入仍然较小。后续象屿地产将继续拓展长租业务，需对该项目的后续资金平衡及运营情况保持关注。

中诚信国际认为，在行业景气度下行的背景下，象屿地产依托国企背景及资金优势保持较快发

展，并在长三角区域逐步建立起品牌及规模优势，但快速发展的房地产业务推升了象屿集团整体的债务水平，且目前地产行业景气度仍处于修复期而象屿地产销售权益占比有所下降，中诚信国际将对公司房地产板块的扩张速度、销售策略及拿地情况保持关注。

跟踪期内，象屿金控围绕产融结合目标开展业务，发展势头良好且当期未发生较大规模的逾期事件，但考虑到其前期逾期规模仍然较大，尚需关注逾期项目起诉和清收回款进展以及后续风险控制能力的提升情况。

象屿金控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。

表 7：近年来象屿金控收入构成情况（亿元）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
产业金融	5.20	8.43	11.02	3.06
消费金融	2.45	3.27	5.50	1.54
资产管理	4.56	3.11	2.84	0.30
其他	0.43	0.20	0.55	0.04
合计	12.65	15.02	19.92	4.94

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

从投放余额分布来看，委托贷款业务、商业保理、融资租赁（船舶）为主的产业金融占比较大，受益于近年来委托贷款余额整体呈增长态势，2022 年其利息收入进一步上升，客户行业仍主要分布在供应链物流、黑色金属和焦炭等，与象屿集团核心产业关联度较高。保理业务在行业竞争和风险日益加剧、合规监管趋严等大环境下，围绕象屿集团的上下游客户取得业务突破，实现产融有效联动。此外，以售后回租为主的融资租赁 2022 年以来亦保持较好的投放。

表 8：近年来象屿金控产业金融情况（亿元）

板块	具体指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
委托贷款	期末委托贷款余额	45.51	63.95	74.94	68.84
	其中：产业金融在贷余额	36.36	55.39	70.48	64.38
	其他委托贷款在贷余额	9.15	8.56	4.46	4.46
	当期发生额	18.20	33.31	34.70	12.97
	利息收入	2.36	4.62	7.09	1.74
保理业务	当期保理业务数（笔）	440	540	634	405
	当期保理业务金额	90.65	111.21	121.53	70.25
	期末保理业务余额	34.13	16.25	12.75	54.53
融资租赁	营业收入	2.26	2.41	2.58	0.97
	当年融资租赁款投放额	10.54	17.58	22.29	3.66
	期末融资租赁本金余额	13.71	22.52	30.81	29.59
	收取租息收益	2.01	3.08	5.12	1.49

资料来源：象屿金控提供，中诚信国际整理

消费金融方面，受房地产行业政策影响，2022 年以来小贷业务规模收缩较为明显，贷款发生额下降大幅，未来仍需持续关注行业政策对业务开展的影响及风险管控情况。此外，公司汽车金融业务发展较快，当期实现营业收入 4.51 亿元。

表 9：近年来象屿金控小贷业务情况（亿元）

主要指标	2020	2021	2022	2023.3
当年贷款发生额	101.68	73.89	40.73	3.59
期末贷款余额	6.40	4.52	4.40	4.59

利息收入	0.93	0.57	0.70	0.12
------	------	------	------	------

资料来源：象屿金控提供，中诚信国际整理

2022 年资产管理业务收购金额处于近年来较高水平，并适度拓展福建省外资源，布局成都团队以进入当地不良资产市场。此外，受益于资产处置能力不断提升，2022 年以来象屿金控持续实现较大额资金回笼 31.63 亿元。由于部分业务合作模式由自营资产包转为长期股权投资形式并体现为投资收益，2022 年不良资产处置收入进一步下降。

表 10：近年来象屿金控小贷业务情况（亿元）

主要指标	2020	2021	2022	2023.1~3
当期收购不良资产金额	15.94	29.57	28.56	6.61
收购不良资产账面余额	20.34	33.85	26.35	29.27
其中：自营资产包	11.36	19.23	12.07	16.15
垫资包	8.98	14.62	14.27	13.11
当期资金回笼	19.53	19.24	31.63	4.00
不良资产处置收入	4.56	3.11	2.84	0.30
其中：自营资产包	3.69	1.89	1.26	0.11
垫资包	0.87	1.22	1.57	0.18

资料来源：象屿金控提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司逾期项目主要为涉诉项目，集中在委托贷款和商业保理业务。2022 年公司新增计提减值金额下降至 1.08 亿元。中诚信国际认为，公司逾期及涉诉项目主要发生在 2019 年及以前，此后，通过加强风险管控，聚焦产业金融转型，涉诉事项减少；同时对风险项目减值计提充分性相对较好，但考虑到产业金融、消费金融板块部分业务逾期贷款余额仍较高，尚需关注逾期项目起诉和清收回款进展以及后续风险控制能力的提升情况。

表 11：近年来公司业务逾期和不良情况（亿元）

		2020	2021	2022	2023.3
委托贷款	期末逾期贷款	8.52	8.52	4.46	4.46
	期末贷款损失准备	1.13	3.08	3.62	3.62
保理	不良率(%)	3.76	7.90	10.15	2.35
小额贷款	期末逾期贷款余额	0.68	0.63	0.48	0.48
	风险准备金提取金额	0.14	0.11	0.13	0.08
融资租赁	不良率(%)	0.22	0.25	0.26	--
	损失准备	0.13	0.21	0.34	0.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

印尼不锈钢冶炼项目受成本快速上涨影响利润下降较为明显，玉米深加工项目实现平稳发展，中诚信国际将持续关注上述板块后续经营情况。

公司供应链全产业链业务还包括镍钴冶炼、玉米深加工等延伸制造业。为响应国家“一带一路”战略，积极拓展海外市场，公司在印度尼西亚合作投资设立年产 250 万吨不锈钢的一体化冶炼项目。项目的境内运营主体为象盛镍业，境外运营主体为 PT OBSIDIAN STAINLESS STEEL，该项目旨在充分利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产，成品主要销往中国及亚洲市场，项目总投资额 180.63 亿元，已于 2022 年达产。

受原材料镍价格快速上涨影响，跟踪期内印尼镍钴冶炼项目效益下滑幅度较大，2022 年累计销售不锈钢 111.67 万吨、销售镍铁块 63.44 万吨，销售结构受市场环境有所调整。2022 年累计销售收入约 257.58 亿元，实现净利润约 2.30 亿元人民币。2023 年一季度累计销售不锈钢 8.07

万吨、销售镍铁块 24.25 万吨，2023 年一季度累计销售收入约 48.80 亿元，实现净利润约 0.27 亿元人民币。中诚信国际将持续关注印尼项目的后续盈利情况。

玉米深加工业务的主要运营平台为子公司金象生化，该公司下属的金象生化富锦公司和北安公司分别具有 85 万吨、100 万吨玉米深加工产能，下属的绥化公司具有 150 万吨玉米精深加工产能，形成了以酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖 70 万吨、发酵用糖 30 万吨，以及发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸 10 万吨、年产色氨酸 1 万吨。跟踪期内，金象生化保持平稳发展，净利润达 0.34 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，象屿集团供应链及地产等板块保持快速扩张态势，较大的资金需求推动债务规模稳步上升，但公司保持畅通的融资渠道，对其偿还债务起重要支撑作用。

2022 年以来，供应链业务扩张带动公司营收规模保持上升态势，但印尼冶炼项目利润下降使得整体利润小幅下滑，资产减值损失对公司利润的侵蚀情况亦有待关注。

供应链全产业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 97% 以上。由于毛利率较低的物流供应链业务占比较高，公司整体毛利率偏低。分业务来看，2022 年，受印尼冶炼项目利润下降等因素影响，供应链业务毛利水平同比下滑。房地产业务方面，2022 年，当期结转项目盈利能力较高影响带动当期房地产板块毛利率大幅上升。同时，类金融板块获利能力强，为公司的盈利能力提供有力补充。2023 年 1~3 月，由于高毛利率的房地产业务当期贡献毛利较小，整体毛利率进一步下降。

表 12：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链全产业链	3,653.30	2.29	4,743.38	2.98	5,527.02	2.27
房地产	71.33	13.54	71.38	7.45	54.90	30.86
类金融	12.65	95.17	15.02	94.72	19.92	92.99
其他	11.08	4.32	14.04	6.84	24.38	6.30
营业总收入/营业毛利率	3,748.35	2.83	4,843.83	3.34	5,626.22	2.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2022 年，公司销售费用和管理费用随业务规模扩大呈上升态势；同期公司财务费用下降主要系汇兑损益影响。总体来看，2022 年公司期间费用规模整体小幅上升，但由于营业收入增长较快，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和投资收益。2022 年，公司经营性业务利润下降主要系冶炼项目当期经济效益不佳所致，进而拉低公司利润总额和盈利指标。投资收益 2022 年大幅上升主要系处置长期股权投资所致。资产减值损失主要包括存货跌价损失等，2022 年资产减值损失较上年增加，主要系象屿股份和象屿地产计提存货跌价准备所致。2023 年以来，受印尼项目利润仍然较低影响，象屿集团利润总额低于上年同期，此外资产减值计提规模较大导致象屿股份利润增长速度有所放缓。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	27.43	27.82	31.95	7.06
管理费用	14.62	20.75	26.51	6.43
财务费用	32.72	34.47	27.00	11.56
研发费用	0.54	0.67	1.27	0.42
期间费用合计	75.31	83.72	86.74	25.47
期间费用率(%)	2.01	1.73	1.54	1.91
经营性业务利润	32.62	76.69	71.21	10.11
投资收益	8.74	3.44	11.39	-0.22
资产减值损失	7.36	7.00	9.64	7.15
信用减值损失	0.96	4.16	3.17	0.69
公允价值变动收益	4.74	2.72	-6.58	8.34
利润总额	38.02	71.60	66.19	10.84
EBIT	61.94	103.56	98.91	--
EBIT 利润率	1.65	2.14	1.76	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来，地产业务快速扩张带动公司资产规模大幅增长，同时股东资产注入等因素增强了其资本实力。中诚信国际将持续关注债务规模持续升高、杠杆水平较高、存货资产质量及权益稳定性弱化等因素对公司资产质量的影响。

近年来公司持续加大对地产业务投入带动总资产规模扩张，截至 2022 年末，公司总资产较期初增长 39.55%。公司资产以流动资产为主，主要由存货、货币资金、应收账款及预付款项和其他应收款等构成。具体来看，存货主要为贸易库存商品以及开发成本，2022 年以来二者均有所扩大。因地产销售规模大幅增长及象屿股份净收回投资增多，2022 年末货币资金上升幅度较大。同期，受供应链业务规模扩大影响，公司应收账款增长较快，而预付账款受钢材价格下跌因素影响而增幅较小。其他应收账款主要为供应链业务暂付款和地产往来款，受地产业务快速扩张，其他应收款大幅增长。从资产周转率指标来看，2022 年以来存货周转率因地产业务快速扩张有所下降；同期公司赊销规模增大，应收账款周转率小幅下降，但仍保持在较好水平。

非流动资产主要由其他非流动金融资产、长期股权投资、固定资产及在建工程等构成。其他非流动金融资产主要为公司持有的股票投资，其大幅增长主要系划入福建省港口股权所致。公司长期股权投资主要包括对合营及联营企业投资，2022 年投资规模进一步增加主要系新增多家联营企业¹所致。2022 年，固定资产增加主要系镍铁不锈钢项目转固及港口板块资产转入等因素影响。2023 年一季度，公司扩大大宗商品采购规模，存货大幅增长带动总资产规模进一步扩大。

2022 年公司负债总额亦有所上升，其中流动负债占负债总额比重在 70%左右，主要由有息债务及应付账款构成。随着业务规模的扩大，公司向供应商的采购规模有所增加，加之公司投资规模较大、资金需求上升，带动公司有息债务和应付账款规模上升。债务结构方面，公司债务以短期为主；截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 1,681.64 亿元，短期债务为 1,076.0 亿元，因公司所处行业特性原因，短期债务占比较高。

截至 2022 年末，公司权益规模增长较快，主要系股东注入资产及地产并表项目增加少数股东权益

¹ 2022 年新增联营企业厦门西海湾邮轮城投资有限公司、上海招屿置业有限公司等。

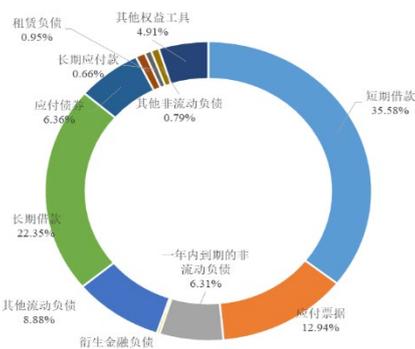
益快速上升所致。此外，权益中仍包含一定规模的永续产品，其权益稳定性有待关注。受益于权益规模的上升，杠杆水平小幅下降但仍保持较高位。

表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
存货	410.98	591.18	926.28	1,129.08
货币资金	194.50	257.25	381.97	413.51
应收账款	93.74	96.33	135.26	178.92
其他应收款	89.08	81.17	169.08	198.85
预付款项	113.34	170.57	177.01	223.70
长期股权投资	79.03	80.85	97.64	97.51
投资性房地产	29.59	29.61	48.12	55.66
固定资产	186.54	299.62	380.62	373.25
在建工程	115.55	54.82	46.73	44.19
其他非流动金融资产	11.12	46.88	113.29	115.91
总资产	1,708.29	2,098.40	2,928.39	3,322.07
合同负债	112.80	117.92	353.40	444.37
应付账款	138.38	170.10	199.76	170.50
其他应付款	91.80	135.82	130.44	132.72
总负债	1,231.59	1,469.87	2,096.90	2,461.77
短期债务	535.30	603.39	788.68	1,076.00
长期债务	392.99	429.19	573.29	605.64
总债务	928.30	1,032.58	1,361.97	1,681.64
实收资本或股本	17.76	17.76	17.76	17.76
其他权益工具	111.53	60.30	62.10	82.57
资本公积	22.31	34.45	101.81	102.60
未分配利润	208.78	188.56	273.53	299.09
少数股东权益	267.91	439.97	557.96	561.22
所有者权益	476.69	628.53	831.49	860.31
资产负债率	72.10	70.05	71.61	74.10
总资本化比率	71.77	64.50	63.90	68.38
存货周转率	9.20	9.34	7.20	5.05*
应收账款周转率	49.24	50.36	45.81	32.70*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受地产业务销售回款良好等因素影响，公司经营获现能力明显改善，但债务规模的上升使得偿债指标表现一般；凭借其较好的内部流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力强。

2022 年，由于房地产业务销售回款增多及供应链业务继续贡献稳定的现金净流入等因素影响，公司经营活动净现金流转为大幅净流入。同期，公司投资需求仍然较旺盛，投资活动现金流净流出规模仍然较大。筹资活动净现金流保持较大净流入主要系公司举债支持业务发展所致。2023 年 1~3 月，受供应链业务季节性等因素影响，公司经营活动净现金流呈净流出态势；受房地产业务支付合作项目往来款和购买理财较上年同期减少影响，投资活动净现金流净流出明显收窄；公司资金需求较大，筹资活动现金流为大幅净流入，集中于供应链板块融资。

2022 年，公司债务规模仍然很大，经营活动净现金流及 EBITDA 的偿债指标表现一般，但受益于经营活动现金流改善，其对利息支出可形成良好的覆盖。良好的银企关系亦为公司提供了有力偿债支持。未来，虽面临复杂多变的市场环境，但公司供应链业务和房地产业务或将继续保持扩张态势，投融资需求仍较大，中诚信国际将对公司的资金铺排情况保持关注。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	32.95	28.66	128.52	-267.60
投资活动净现金流	-100.30	-118.57	-126.78	-5.05
筹资活动净现金流	139.13	123.13	117.45	291.35
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	-0.01	-0.01	0.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.81	0.65	2.29	--
总债务/EBITDA	12.31	8.43	10.71	--
EBITDA 利息保障倍数	1.85	2.77	2.27	--
FFO/总债务	0.02	0.07	0.05	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部情况

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。2022 年，母公司实现利润总额 8.82 亿元，主要来自成本法核算子公司收益及处置长期股权投资产生的投资收益。

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。截至 2022 年末，母公司总资产规模较上年末增长 157.41 亿元，其中长期股权投资增加主要系对并表子公司的投资增加²及划入邮轮母港集团等子公司所致；其他应收款主要系对象屿地产、印尼冶炼项目及象屿金控的拆借款。总负债较上年末增长 94.49 亿元，而所有者权益较上年末大幅增长主要系收到注资所致。财务杠杆方面，截至 2023 年 3 月末，母公司总资本化比率为 83.88%。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 16：近年来公司本部财务情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	0.76	0.22	1.23	0.46
期间费用合计	1.71	7.09	9.47	1.08
经营性业务利润	-1.23	-7.17	-8.62	-0.77
投资收益	7.73	9.37	16.21	0.80
利润总额	8.26	1.92	8.82	1.40

² 其中对象屿金控增资 8.0 亿元、对象屿投资有限公司增资 11.88 亿元、对厦门象晨投资合伙企业（有限合伙）增资 10.0 亿元。

总资产	375.29	418.31	575.72	602.85
其中：货币资金	3.74	3.97	30.12	44.78
其他应收款	149.89	129.46	183.09	182.70
长期股权投资	150.55	184.37	218.95	218.48
总负债	241.10	330.86	425.35	428.03
短期债务	171.45	140.43	207.24	241.71
长期债务	170.02	237.64	252.22	254.44
总债务	341.47	378.06	459.46	496.16
所有者权益	134.18	87.46	150.38	174.82
资产负债率	64.25	79.09	73.88	71.00
总资本化比率	93.78	93.30	83.88	84.32
经营活动净现金流	-8.28	3.59	-75.63	-71.50
投资活动净现金流	-59.97	-23.48	50.38	61.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

或有事项方面，截至 2023 年 3 月末公司合并口径的对外融资担保余额（不含房地产阶段性按揭担保及担保公司的担保业务）为 15.57 亿元，其中：象屿地产对非并表合资公司融资担保 3.94 亿元，公司为厦门西海湾邮轮城投资有限公司项目融资担保 11.52 亿元，担保风险相对可控。

截至 2023 年 3 月末公司受限资产合计为 413.14 亿元，占当期末总资产的 12.44%，主要为存货、货币资金和固定资产等。

截至 2023 年 3 月末，公司及下属子公司涉及的重大未决诉讼仲裁事项共 6 起，涉诉金额共计 10.30 亿元，均已采取资产保全措施或计提坏账准备，预计对公司财务无重大影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

- 2023 年，预计象屿集团供应链业务规模或将保持增长态势。
- 2023 年，预计象屿地产房地产业务拿地仍较保持一定规模，债务规模或将继续上升。
- 2023 年，预计象屿集团仍然保持良好的偿债能力。

预测

表 17：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率(%)	64.50	63.90	62~63
总债务/EBITDA(X)	8.43	10.71	11~12

资料来源：中诚信国际预测

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，象屿集团的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

截至 2022 年末，公司货币资金扣除保证金等受限部分后为 327.44 亿元；截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 2,613.69 亿元，未使用的授信额度为 1,064.18 亿元，具备很强的财务弹性。公司债务主要由银行贷款和公开发行业务等构成。考虑到公司未使用授信充足，且债务融资工具发行顺畅，公司仍具备很好的流动性。

公司资金流出主要用于供应链管理业务及房地产业务开展和债务的还本付息，由于公司主营业务规模扩张，近年来公司资本开支快速增加，预计未来仍将维持在一定规模。此外，2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 174.95 亿元。综上所述，公司未来仍面临一定的资本支出压力，但由于公司银企关系良好，公开市场融资较为顺畅，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

表 18：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	6 个月以内	6 个月~1 年	1 年~2 年	2 年以上
合并口径	518.71	325.72	149.35	361.02
银行贷款	386.62	291.25	117.38	255.34
债券融资	121.00	30.00	26.00	86.67
其他有息负债	11.09	4.48	5.98	19.01

注：未含应付票据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环境保护，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位，在日常生产经营中认真执行《中华人民共和国环境保护法》等环保方面的法律法规。公司房地产开发业务面临着建设施工可能发生安全事故及对环境产生损害的问题，对此，公司精准化加强工程项目过程安全管理，持续完善大安全管理体系。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性较好；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司作为厦门市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，已按照《公司法》要求建立了董事会和监事会，法人治理结构较为完善。为了有效提高内部管理效率、防范企业运营风险，公司分别针对采购、销售等不同的业务环节，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施。公司投资活动遵循分级决策、统一管理的基本原则，本

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

部及子公司对本级投资活动作出决策，公司投资管理部履行监督管理职责。公司对融资实行统一管理，按行业对子公司额度进行切块，行业间额度不能串用。同时，公司财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，分别为集团财务中心、各业务板块核心公司财务部及各业务板块派出机构财务部，在资金管理制度的制定和执行、资金预算和结算管理、资金筹措和调剂及内部风险控制等领域管理效果良好。

根据战略规划目标，公司将致力于成为具有全球竞争力的、以供应链为核心的综合性投资控股集团。公司将提升集团核心主业的行业地位，坚持“立足供应链、服务产业链、创造价值链”的战略思维，不断增强资源的整合力，提升国际化程度；进一步加强从投资驱动向价值驱动的转变，使产业运营和资本运作双轮驱动的特征更加明显；最大化整合资源，实现协同效应、规模效应和叠加效应，服务于供应链及相关多元化产业。

外部支持

股东注入港口相关股权和资产有助于提升公司资本；厦门市国资委对公司的支持意愿和支持能力均很强。

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。

2022 年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，并将港口航运相关资产及股权划拨注入公司，进一步增厚公司资本。2022 年 7 月 6 日，根据厦门港务发展股份有限公司公告，福建省港口集团有限责任公司 35.96% 股权被无偿划转至象屿集团。2022 年，公司划入净资产规模约 59 亿元，大幅提升了公司的资本实力，上述事项体现出当地政府对公司的支持能力和支持意愿。

同行业比较

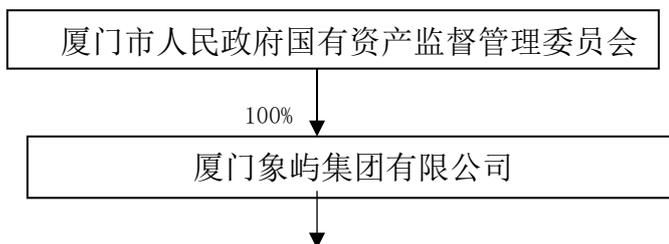
中诚信国际选取了厦门国贸控股集团有限公司、厦门建发集团有限公司和物产中大集团股份有限公司作为象屿集团的可比公司，均为批发贸易行业第一梯队企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，象屿集团深耕钢铁、铝、煤炭、农产品等细分领域，并拥有自建物流服务等优势，与同业相比，公司聚焦制造企业客户，供应商集中度高于同行业水平；公司供应链业务发展较快且对外投资规模持续上升，债务规模增长较快且杠杆水平偏高。

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。维持“22 象屿 G2、22 象屿 G1、20 象屿 Y4、20 象屿 G2”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 2023 年 3 月末）



子公司名称	合计持股比例	子公司名称	合计持股比例
厦门象屿投资有限公司	100.00%	象佳兴投资咨询有限公司	100.00%
香港象屿投资有限公司	100.00%	厦门国际邮轮母港集团有限公司	100.00%
厦门象屿金象控股集团有限公司	100.00%	厦门市象屿创盛投资合伙企业（有限合伙）	85.00%
象屿地产集团有限公司	100.00%	厦门象盛投资合伙企业（有限合伙）	40.02%
厦门象屿股份有限公司	50.93%	厦门象彩投资合伙企业（有限合伙）	30.07%
黑龙江金象生化有限责任公司	59.12%	厦门自贸投资发展有限公司	100.00%
厦门象屿兴泓科技发展有限公司	51.00%	厦门象晨投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
厦门象盛镍业有限公司	51.00%	榆林象道物流有限公司	60.00%
厦门象屿产业发展集团有限公司	100.00%	厦门象玖投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
香港象屿采颐有限公司	100.00%	厦门象昆投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
福建象屿壳牌石油有限责任公司	51.00%	厦门铁路物流投资有限责任公司	55.56%



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：亿元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	194.50	257.25	381.97	413.51
应收账款	93.74	96.33	135.26	178.92
其他应收款	89.08	81.17	169.08	198.85
存货	410.98	591.18	926.28	1,129.08
长期投资	114.23	170.87	253.61	250.81
固定资产	186.54	299.62	380.62	373.25
在建工程	115.55	54.82	46.73	44.19
无形资产	35.55	38.49	41.14	41.07
资产总计	1,708.29	2,098.40	2,928.39	3,322.07
其他应付款	91.80	135.82	130.44	132.72
短期债务	535.30	603.39	788.68	1,076.00
长期债务	392.99	429.19	573.29	605.64
总债务	928.30	1,032.58	1,361.97	1,681.64
净债务	773.85	845.65	1,052.89	1,268.13
负债合计	1,231.59	1,469.87	2,096.90	2,461.77
所有者权益合计	476.69	628.53	831.49	860.31
利息支出	40.67	44.13	56.13	--
营业总收入	3,748.35	4,843.83	5,626.22	1,333.92
经营性业务利润	32.62	76.69	71.21	10.11
投资收益	8.74	3.44	11.39	-0.22
净利润	30.73	58.42	48.41	12.80
EBIT	61.94	103.56	98.91	--
EBITDA	75.42	122.42	127.18	--
经营活动产生的现金流量净额	32.95	28.66	128.52	-267.60
投资活动产生的现金流量净额	-100.30	-118.57	-126.78	-5.05
筹资活动产生的现金流量净额	139.13	123.13	117.45	291.35
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	2.83	3.34	2.89	2.73
期间费用率(%)	2.01	1.73	1.54	1.91
EBIT 利润率(%)	1.65	2.14	1.76	--
总资产收益率(%)	3.99	5.44	3.94	--
流动比率(X)	1.22	1.30	1.29	1.25
速动比率(X)	0.78	0.75	0.70	0.66
存货周转率(X)	9.20	9.34	7.20	5.05*
应收账款周转率(X)	49.24	50.36	45.81	32.70*
资产负债率(%)	72.10	70.05	71.61	74.10
总资本化比率(%)	71.77	64.50	63.90	68.38
短期债务/总债务(%)	57.67	58.44	57.91	63.99
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.01	-0.01	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.01	-0.02	0.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.81	0.65	2.29	--
总债务/EBITDA(X)	12.31	8.43	10.71	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.20	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.85	2.77	2.27	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.52	2.35	1.76	--
FFO/总债务(X)	0.02	0.07	0.05	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务，将资产支持专项计划金额由长期应付款科目调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理；由于缺乏部分数据，部分指标无法计算。

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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	3.74	3.97	30.12	44.78
其他应收款	149.89	129.46	183.09	182.70
长期投资	196.39	247.51	333.80	335.75
固定资产	0.08	0.07	1.11	1.09
在建工程	1.37	3.97	0.09	0.06
无形资产	3.70	3.62	0.57	0.57
总资产	375.29	418.31	575.72	602.85
其他应付款	9.93	11.73	26.09	10.51
短期债务	171.45	140.43	207.24	241.71
长期债务	170.02	237.64	252.22	254.44
总债务	341.47	378.06	459.46	496.16
净债务	337.73	374.09	429.34	451.38
总负债	241.10	330.86	425.35	428.03
所有者权益合计	134.18	87.46	150.38	174.82
营业总收入	0.76	0.22	1.23	0.46
经营性业务利润	-1.23	-7.17	-8.62	-0.77
投资收益	7.73	9.37	16.21	0.80
净利润	7.68	2.50	8.82	3.87
经营活动产生现金净流量	-8.28	3.59	-75.63	-71.50
投资活动产生现金净流量	-59.97	-23.48	50.38	61.16
筹资活动产生现金净流量	66.62	20.12	51.40	25.00
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	65.77	-27.18	68.77	70.07
期间费用率（%）	226.03	3,223.28	771.03	236.26
总资产收益率（%）	4.34	3.49	5.44	--
流动比率（X）	0.93	1.04	0.96	0.97
资产负债率（%）	64.25	79.09	73.88	71.00
总资本化比率（%）	93.78	93.30	83.88	84.32
短期债务/总债务（%）	50.21	37.14	45.11	48.72

注：1、2023 年一季报未经审计；2、因缺乏相关数据，2023 年 1~3 月部分指标无法计算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
资本结构	
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
经营效率	
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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。
bbb	在无外部特殊支持下，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。
bb	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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。
ccc	在无外部特殊支持下，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。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

主体等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn