



厦门象屿集团有限公司

2024 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[2024]跟踪 2191 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 6 月 28 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	“20 象屿 G2”、“22 象屿 G2”	AAA
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。	
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、供应链业务市场竞争力强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得业务发展面临一定不确定性、跟踪期内收入及盈利规模同比下降以及债务规模持续增加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	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>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导致利润持续大幅下滑或偿债能力明显恶化，金融服务风险控制出现重大漏洞或受其他因素影响，致使资产质量严重恶化侵蚀利润，财务杠杆大幅上升，流动性压力大幅增加等。</p>	

正面

- 股东持续注入资产和资金，支持力度很大
- 供应链业务市场竞争力强，客户结构持续优化
- 公司与金融机构保持良好合作关系，融资渠道畅通

关注

- 复杂的外部环境使得公司业务发展的不确定性增加
- 跟踪期内公司收入及盈利规模呈下降态势
- 债务规模持续增加

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：孔令媛 lykong@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,098.40	2,928.39	3,315.88	3,470.91
所有者权益合计（亿元）	628.53	831.49	874.90	939.91
负债合计（亿元）	1,469.87	2,096.90	2,440.98	2,531.00
总债务（亿元）	1,102.64	1,415.90	1,621.57	1,772.95
营业总收入（亿元）	4,843.83	5,626.22	4,904.98	1,107.52
净利润（亿元）	58.42	48.41	9.95	0.24
EBIT（亿元）	103.93	104.15	58.66	--
EBITDA（亿元）	122.80	132.43	91.93	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	28.66	128.52	87.63	-146.21
营业毛利率（%）	3.34	2.89	2.66	2.19
总资产收益率（%）	5.46	4.14	1.88	--
EBIT 利润率（%）	2.15	1.85	1.20	--
资产负债率（%）	70.05	71.61	73.61	72.92
总资本化比率（%）	68.37	65.94	69.21	70.48
总债务/EBITDA（X）	8.98	10.69	17.64	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.59	2.26	1.39	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.05	0.01	--
象屿集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	418.31	575.72	584.62	619.31
所有者权益合计（亿元）	87.46	150.38	179.26	202.55
负债合计（亿元）	330.86	425.35	405.36	416.76
总债务（亿元）	378.06	459.46	473.91	511.88
营业总收入（亿元）	0.22	1.23	2.20	0.59
净利润（亿元）	2.50	8.82	7.96	-1.35
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.59	-75.63	-26.51	1.84
营业毛利率（%）	-27.18	68.77	70.56	77.76
资产负债率（%）	79.09	73.88	69.34	67.29

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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。3、中诚信国际分析时将公司合并口径计入“其他流动负债”、和“衍生金融负债”中的债务计入短期债务，将“长期应付款”、“其他非流动负债”、“其他权益工具”和“少数股东权益”中的债务计入长期债务；将母公司口径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，将母公司发行的永续债券调整至长期债务。

同行业比较（2023 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	金属及金属矿产 10,631.16 万吨、 能源化工 6,351.34 万吨、农林牧渔 2,414.77 万吨	3,566.25	71.96	6,075.32	20.59	40.99	5.23
厦门建发	冶金原材料 12,017.61 万吨、农林 产品 4,193.63 万吨	8,872.48	70.61	7,834.28	174.41	33.86	2.03
物产中大	钢 6,770.93 万吨、化工产品 1,377.51 万吨、煤炭 5,725.16 万吨	1,661.35	69.10	5,801.61	57.00	38.16	15.54
象屿集团	金属矿产 13,127 万吨、农产品 2,035 万吨、能源化工 7,317 万吨	3,315.88	73.61	4,904.98	9.95	30.34	4.84

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；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。跟踪期内，由于市场需求不足、大宗商品价格承压、公司资产和信用减值损失计提增加及制造业项目亏损等因素影响，利润规模低于同业企业。

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。国贸控股主要贸易品种经营货量数据仅包含厦门国贸集团股份有限公司数据。

本次跟踪情况

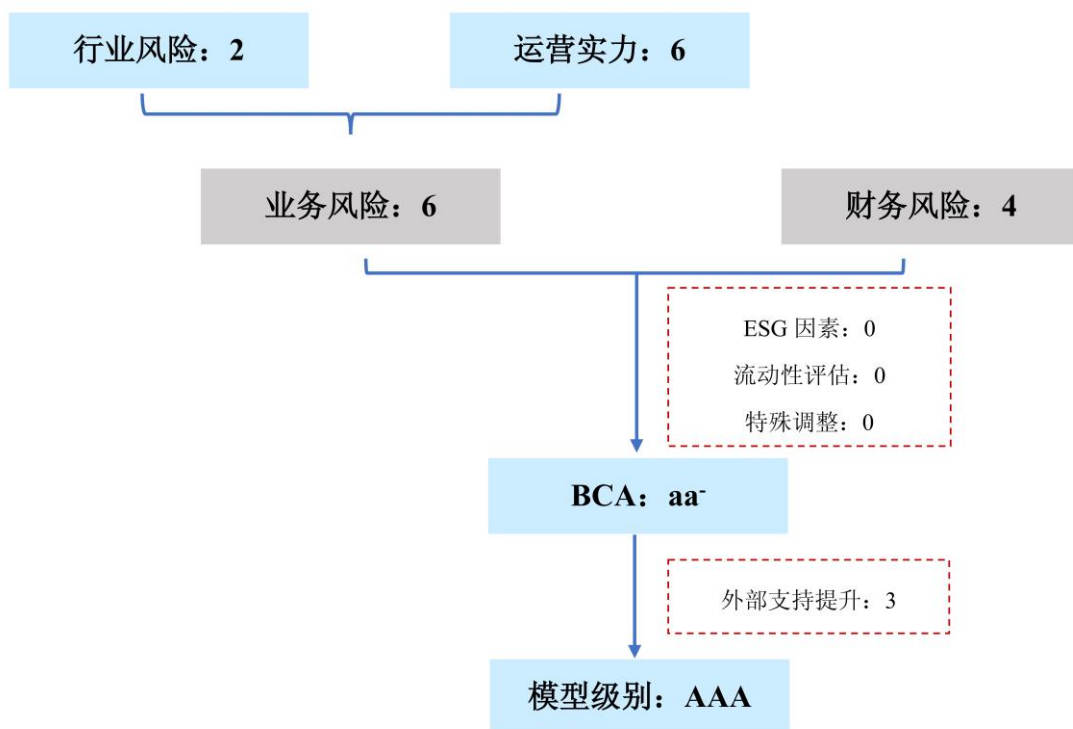
债券简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/ 债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 象屿 G2	AAA	AAA	2023/06/21 至 本报告出具日	6.00/6.00	2020/03/12~2027/03/12 (5+2)	赎回、票面利率选择权、回 售
22 象屿 G2	AAA	AAA	2023/06/21 至 本报告出具日	8.50/8.50	2022/02/24~2027/02/24 (3+2)	赎回、票面利率选择权、回 售、偿债保障承诺

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
象屿集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/7/26 至本报告出具日

● 评级模型

厦门象屿集团有限公司评级模型打分(C110100_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是厦门市国资委全资控股的市属一类企业，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，地位重要。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，当期划入净资产规模约 59 亿元；2023 年，由于厦门市国资委拨付资金及调整划拨资产，象屿集团资本公积进一步增加。上述事项体现出当地政府对公司的支持能力和支持意愿，外部支持调升 3 个子级。跟踪期内，外部支持调整无变化。

方法论: 中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

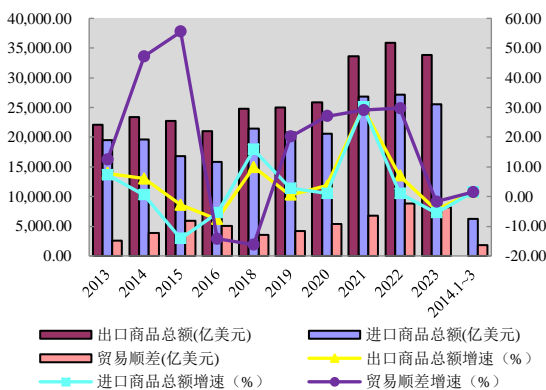
详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年起初在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口额持续上涨，但 5 月起受去年同期高基数以及海外发达经济体持续去库存等因素影响，出口降幅不断扩大。内贸方面，大宗商品价格波动对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

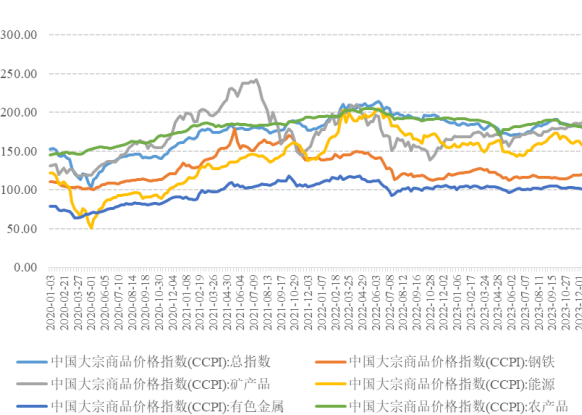
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2023 年，在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口订单回流支撑前 5 个月出口额持续上涨；步入 5 月后，由于去年同期的高基数效应影响，加之海外发达经济体还处于库存的持续去化阶段，一定程度上阻碍国内出口，国内出口降幅不断扩大；11~12 月，海外黑五购物节及假期等因素对国内出口有一定拉动，商品出口总额增速边际持续有所改善，进口总额降幅较前期缩窄。由于海外地区经济增长趋缓、商品需求偏弱的基本趋势不变，海外经济的不确定性仍对我国对外贸易形成持续影响。2023 年，我国进出口总额实现 5.94 万亿美元，同比下降 5%；其中，货物对外出口总值 3.38 万亿美元，同比下降 4.6%；货物进口总值 2.56 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 8,232.23 亿美元，同比减少 1.7%。2024 年一季度，我国进出口总额实现 1.43 万亿美元，同比增长 1.5%。

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，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。2023 年第四季度，受发行万亿国债、财政力度加大，以及地产下行周期中，基建等领域的资本投入对冲了地产需求的滑坡，下游黑色金属需求一定程度保持稳定等因素影响，黑色系价格涨幅明显。大宗商品价格大幅波动的市场态势，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，2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，

但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，受外部环境影响，象屿集团供应链板块业绩同比下滑，而印尼冶炼项目形成亏损；地产、类金融及港口等板块实现平稳发展。中诚信国际将持续关注象屿集团供应链业务稳定性及风险控制情况、房地产业务发展规划及销售去化情况、类金融涉诉及印尼冶炼项目盈利情况等。

跟踪期内，公司产权结构无变化，部分高级管理人员发生变更，战略规划未变。中诚信国际将对下属上市子公司非公开发行事项进展保持关注。

截至 2024 年 3 月末，厦门市国资委持有公司 100% 股权，为公司控股股东及实际控制人。公司部分董事、监事、高级管理人员发生变更¹，系正常职务调整，对公司治理结构、日常经营活动及控股权均未产生实质影响。

跟踪期内，公司战略方向清晰，战略规划未发生改变。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。

此外，子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称为“厦门象屿”，证券代码：600057.SH）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。上述非公开事项完成后，不会导致厦门象屿控股股东和实际控制人发生变化。中诚信国际将对厦门象屿非公开发行事项进展保持关注。

¹ 2023 年，因公司取消设置监事会及一名董事卸任，当期董事、监事、高级管理人员的离任（含变更）人数 6 人，期间方弘哲新任公司副董事长，黄雀喧新任公司董事，何福龙新任公司外部董事。

跟踪期内，公司供应链业务市场份额逆势增长，经营货量同比提升，客户结构持续优化，规模优势显著，但在外部环境复杂多变、市场需求不足、大宗商品价格整体承压等因素影响下供应链业务业绩同比下滑；公司业务稳定性及风险控制情况需要持续关注。

公司供应链管理业务主要由厦门象屿负责运营，为客户提供原材料采购、产成品分销、仓储物流、供应链金融和信息咨询等供应链综合服务。2023 年，厦门象屿市场份额逆势增长，大宗商品经营货量同比增长 13.74%，但受到市场有效需求不足、部分行业产能过剩、大宗商品价格波动下行等复杂的外部环境因素冲击，叠加公司面对快速的市场变化，预判和应变能力尚显不足，公司供应链业务经营业绩尤其是农产品供应链盈利受到较大影响，当期供应链业务收入同比下降 13.47%，厦门象屿归母净利润 15.74 亿元，同比下降 40.31%。

跟踪期内，公司仍以内贸为主，核心业务区域由沿海逐步向内陆延伸，挖掘中西部地区现代化产业集群的供应链需求。同时，公司以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及 100 余个国家，链接海外优质采销渠道，挖掘大型中资企业海外供应链需求。2023 年，厦门象屿实现进出口总额约 191 亿美元，同比增长 16%，其中进口总额约 170 亿美元，同比增长超 30%。

从品种来看，公司目前主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类。**金属矿产供应链方面**，跟踪期内公司深耕印尼 250 万吨不锈钢冶炼一体化服务项目，上游合作镍矿逾 50 家，下游提升长协量占比至 60%，并设立不锈钢深加工平台；黑色金属经营货量同比增长 16%；铝土矿经营量首次突破千万吨，氧化铝全国流通量占比保持 15% 以上。**农产品供应链方面**，受制于集中采购、分批销售的行业采销节奏，以及玉米价格大幅波动的不利影响，农产品供应链盈利水平受到冲击，2023 年期现毛利润由正转负，同比大幅下滑。面对不利形势，公司逐步优化业务模式，加快库存周转，丰富经营品类，当期小麦经营量突破 150 万吨。**能源化工供应链方面**，公司积极拓展水泥、造纸、化工、冶金等非电终端客户超 40 家，动力煤经营货量同比增长超 10%；油品经营货量同比增长超 110%。**新能源供应链方面**，受益于厦门象屿深耕澳洲、非洲、南美等资源地，落地非洲集采中心，锂矿经营量同比增长超 100%。整体来看，除农产品出现亏损外，受市场需求不足和商品价格下行等因素的影响，金属矿产、能源化工和新能源类商品营业收入和期现毛利亦均有不同程度下滑。

表 1：2023 年厦门象屿核心商品经营情况（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
大宗商品经营	22,515	13.74	4,392	-15.64	61.43	-31.84
其中：金属矿产	13,127	12.53	2,715	-22.22	51.77	-5.71
农产品	2,035	15.33	607	16.71	-5.42	-138.42
能源化工	7,317	15.32	868	-5.52	10.50	-35.37
新能源	37	71.09	192	-23.24	3.42	-28.19

注：为配套供应链综合业务现货经营，公司运用期货工具对冲大宗商品价格波动风险，相应产生公允价值变动损益及处置损益，期现毛利为结合期货套保损益后的数据。

资料来源：厦门象屿 2023 年报，中诚信国际整理

从客户结构来看，2023 年制造业客户服务量占比整体稳定在 60% 以上，客户结构持续优化；其

中，新能源供应链制造业客户服务量占比 80%以上，黑色金属和铝供应链制造业客户服务量占比 70%以上，煤炭、谷物原粮供应链制造业客户服务量占比 60%以上，不锈钢供应链制造业客户服务量占比 50%以上。

从上下游的集中度来看，供应商方面，2023 年，厦门象屿前五大供应商采购金额合计 828.35 亿元，合计采购金额占采购总额的比例为 18.47%，主要是全程供应链模式中的生产型企业，厦门象屿与上述企业合作年限较长，风险相对可控。下游客户方面，2023 年，厦门象屿前五大下游客户销售金额合计为 368.62 亿元，合计销售收入占比为 8.03%，集中度较低。**中诚信国际关注到**，厦门象屿采用“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，尽管厦门象屿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。

2024 年 6 月，厦门象屿发布公告称其将受让子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）债转股²投资人股权，拟采用现金方式，合计付款金额不高于 42 亿元。本次交易后，厦门象屿将持有象屿农产 100%股权；本次交易将小幅减少厦门象屿净资产，不影响当年净利润规模，对业务经营不产生重大不利影响。中诚信国际将对上述交易事项的进展及资金平衡情况保持关注。

中诚信国际认为，公司供应链业务拥有显著的渠道及规模优势，经营货量持续上升，市场竞争力强。但在下游需求疲软及大宗商品价格低位波动等因素影响下，跟踪期内公司供应链业务收入同比收缩，部分贸易品种价格宽幅震荡使得相关业务出现亏损。未来公司将关注宏观经济及主要经营商品市场风险状况，加强大宗商品市场行情研判，运用期现结合、套期保值等风险对冲工具，提升价格风险主动管理能力。考虑到外部环境压力持续加大，中诚信国际将持续关注公司供应链业务稳定性以及风险控制能力。

跟踪期内，公司保持了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，但受外部需求下降等因素影响，公司物流服务板块业绩有所回落。

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。2023 年，受外部环境下行影响，物流板块收入同比下降 7.84%。

² 象屿农产分别于 2021 年 11 月、2022 年 8 月实施市场化债转股，引入中银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司四家投资人。因象屿农产 2023 年可分配利润未满足约定，现按照签署的《黑龙江象屿农业物产有限公司之增资协议》（以下简称“《增资协议》”）中有关退出安排的约定，厦门象屿以现金方式受让四家投资人所持象屿农产合计 43.5258%股权。

表 2：2023 年厦门象屿物流业务经营情况（亿元）

类别	营业收入		毛利		毛利率	
	数量	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
大宗商品物流	70.85	-7.84%	7.03	-22.58%	9.93%	减少 1.89 个百分点
其中：综合物流	55.41	-13.39%	5.50	-13.71%	9.93%	减少 0.04 个百分点
农产品物流	2.90	-6.88%	1.02	-46.11%	35.16%	减少 25.60 个百分点
铁路物流	12.54	28.09%	0.51	-37.28%	4.07%	减少 4.24 个百分点

资料来源：厦门象屿 2023 年度报告，中诚信国际整理

综合物流服务方面，截至 2024 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及合作仓库面积 139.53 万平方米，在厦门及福州等地口岸拥有 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，在厦门、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。2023 年以来，受外部环境下行、区域内物流需求增长乏力及物流服务价格下降等因素影响，公司综合物流服务业务收入及毛利规模同比减少。

农产品物流服务方面，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 2023 年末，公司自有仓容约 1,300 万吨，配备 9 条铁路专用线。辐射周边粮源 2,500 万吨。2023 年，因囤积业务量下降，导致单吨固定成本上涨，农产品物流收入及毛利规模同比均有所下降。

铁路物流服务方面，目前公司拥有 11 个铁路货运场站（自有 9 个、托管 1 个、租赁 1 个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套 47 条铁路专用线、约 250 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年发运能力超 4,500 万吨，位居行业前列，并形成“山东、河南-新疆”“陕西-云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。2023 年，通过持续服务疆煤出疆，拓展铝产品、钢材、高岭土等多品类物流业务，铁路物流营业收入同比增长；但受铁运市场增速放缓、自备箱回空优惠政策调整、煤炭行情大幅波动等因素影响，其毛利和毛利率均同比下降。

中诚信国际认为，与其他供应链企业相比，公司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，但受外部环境影响，跟踪期内公司综合物流业务收入及利润整体呈下降态势。

2023 年以来，象屿地产继续深耕长三角区域，销售保持增长；在地产行业景气度持续低迷，全行业销售增长乏力背景下，公司地产业务扩张速度、去化进展及资金平衡情况等仍需关注。

公司房地产业务的运营主体为象屿地产集团有限公司（以下简称为“象屿地产”），项目分布在上海、江苏、浙江、天津、福建、重庆、河北等地，产品以刚需和刚改住宅为主；公司主要采用合作开发方式。由于前期新开工面积处于较高基数，使得 2023 年新开工面积同比大幅减少，竣工面积同比增加；公司 2021 年以来获取的项目较多计划于 2024 年及以后竣工，竣工高峰期即将到来。截至 2024 年 3 月末，公司在建面积为 395.79 万平方米，较大体量的在建项目为公司的持续经营提供有力支撑，同时亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 3: 近年来公司房地产项目开竣工情况 (万平方米)

指标	2021	2022	2023	2024.Q1
新开工面积	182.65	213.20	91.71	21.60
竣工面积	39.98	78.12	130.17	--
期末在建面积	292.30	427.51	374.19	395.79

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

销售区域方面, 2023 年公司主要签约销售贡献仍来自于上海、苏州和福州等地, 2023 年上述城市的销售金额合计占比为 89.85%, 根据克而瑞 2023 年度上海房企全口径金额排行榜, 公司在上海市全口径销售金额排名为第五位。受益于推盘量的持续增加及推盘项目良好的区域布局, 2023 年公司全口径签约销售面积和销售金额分别同比增长 11.94%和 8.36%, 销售均价亦较上年有所上升。2024 年 1~3 月, 由于上年同期销售情况较好带来的高基数影响, 当期签约销售金额同比大幅减少。

表 4: 近年来公司房地产销售情况 (万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2021	2022	2023	2024.Q1
销售面积 (全口径)	60.96	105.75	114.59	11.85
销售金额 (全口径)	158.71	360.37	403.40	29.54
销售面积 (权益口径)	38.67	54.60	63.86	7.24
销售金额 (权益口径)	101.71	177.31	224.39	20.82

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

2023 年, 公司坚持区域深耕, 在上海市获取 4 宗地块、苏州市获取 2 宗地块、南京和厦门各获取 1 宗地块, 全口径拿地金额同比下降; 2024 年一季度, 象屿地产获取上海土地 1 宗。截至 2024 年 3 月末, 公司全口径土地储备面积³合计 232.18 万平方米, 权益口径土地储备面积 145.21 万平方米, 土地储备略有不足。从区域布局来看, 公司土地储备主要分布于福州、上海、苏州、重庆、绍兴、厦门和天津等地区, 区域布局良好但储备资源略有不足, 其后续在以上海为代表的重点布局城市补货情况有待关注; 此外, 公司在重庆、绍兴等地部分项目销售进度偏慢, 在房地产市场下行阶段存在一定去化压力。

表 5: 近年来公司新增土地储备情况 (个、万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2021	2022	2023	2024.Q1
新增项目数量	17	8	8	1
新增土地储备建筑面积 (全口径)	253.08	121.78	102.93	3.24
新增土地储备建筑面积 (权益口径)	128.24	76.19	82.79	3.24
新增土地储备金额 (全口径)	260.81	204.44	166.89	15.99
新增土地储备金额 (权益口径)	128.26	121.46	127.80	15.99
新增土地储备楼面地价	1.46	2.47	2.42	8.22

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

此外, 公司还在上海、江苏、厦门等地开展长租公寓业务, 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, 2023 年上海沐雅长租公寓投入使用, 同时 2022 年底厦门象屿总部大厦投入使用, 当期租赁收入同比有所增加。

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。目前地产行业景气度持续低迷, 全行业销售增

³ 土地储备口径为在建项目剩余未售面积、竣工项目剩余未售面积和拟建项目总可售面积之和。

长乏力，中诚信国际将对公司房地产板块的扩张速度、去化情况及资金平衡情况保持关注。

跟踪期内，象屿金象发展势头良好，保理及资产管理业务规模有所提升，且当期未发生较大规模的逾期事件，但考虑到宏观压力增大，尚需关注逾期项目回款进展、金融资产质量变化以及风控能力提升情况。

厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称为“象屿金象”）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。2023 年以来象屿金象逾期项目规模整体呈下降态势；同时积极推进早期涉诉项目⁴清收，2022~2024 年 3 月末，主要涉诉项目已累计回款 4.21 亿元⁵。由于前期对风险项目减值计提较为充分，且跟踪期内未新增重大涉诉事项，当年未计提相关减值准备，但早期涉诉项目清收回款进展仍需关注。

表 6：近年来象屿金象收入构成情况（亿元）

收入	2021	2022	2023	2024.1~3
产业金融	8.43	11.02	12.59	2.61
消费金融	3.27	5.50	5.95	1.55
资产管理	3.11	2.84	4.22	1.00
其他	0.20	0.55	0.20	0.004
合计	15.02	19.92	22.96	5.16

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

分业务类型来看，2023 年以来象屿金象委托贷款余额有所下降，利息收入随之减少，客户行业仍主要分布在供应链物流、黑色金属和焦炭等，与象屿集团供应链业务关联度保持较高水平。2023 年以来象屿金象保理业务余额显著增长，主要系反向保理业务余额大幅上升，同时合资公司厦门象盛商业保理有限责任公司（以下简称“象盛保理”）⁶经营情况较好所致。融资租赁业务以售后回租为主，跟踪期内投放规模有所下降，但截至目前仍保持一定业务规模。

消费金融方面，2023 年以来，由于房地产行业受外部环境等因素影响仍处于下行筑底过程中，象屿金象小贷业务规模进一步收缩，贷款发生额和发生笔数继续下降，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。

依托象屿集团产业背景和自身资源禀赋，2023 年以来象屿金象资产管理业务继续由传统不良逐步向“不良+产业”转型，收购金额保持较高水平，相关业务余额及收入整体有所增长，不同项目处置进度存在差异令 2023 年以来资金回笼金额有所波动⁷，随着象屿金象继续拓展其他“不良+产业”业务，并依托与内部企业间的协同，业绩有望进一步提升。

表 7：近年来象屿金象业务经营情况（亿元）

业务	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
各业务当期发生额				
委托贷款	33.31	34.70	23.49	8.31
商业保理	111.21	121.53	162.72	30.27

⁴ 涉诉项目共 4 起，象屿金象及下属子公司均为起诉方；其中保理业务 2 起，委贷业务 2 起。涉诉金额合计为 4.89 亿元，截至 2024 年 3 月末已计提减值金额 3.50 亿元。

⁵ 公司与中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司的涉诉项目涉及金额 3.95 亿元，已于 2022 年内处置完毕并实现回款；公司与沈阳国大基业房地产开发有限公司的涉诉项目二审判决后陆续收到执行款 0.18 亿元。

⁶ 2022 年 12 月，象屿金象与盛业控股集团有限公司（以下简称“盛业集团”，股票代码：06069.HK）共同成立合资公司象盛保理，发挥双方优势共同发展商业保理业务。截至 2023 年 9 月末象盛保理注册资本为 3.00 亿元，由象屿金象和盛业集团分别持有 57.00%和 43.00%的股权。

⁷ 2021~2024 年一季度资产管理业务各期资金回笼分别为 19.24 亿元、31.63 亿元、24.89 亿元和 4.73 亿元。

融资租赁	17.58	22.29	17.57	4.14
小额贷款	73.89	40.73	14.12	2.76
资产管理	29.57	28.56	34.42	2.44
合计	265.56	247.81	252.32	47.92
各业务期末余额				
委托贷款	63.95	74.94	51.30	50.73
商业保理	16.25	12.75	40.04	48.98
融资租赁	22.52	30.81	29.32	28.34
小额贷款	4.52	4.40	2.91	2.40
资产管理	33.85	26.35	43.66	42.68
合计	141.09	149.25	167.23	173.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内象屿金象发展势头良好，保理业务和资产管理业务余额保持增长，且当期未发生较大规模的逾期事件。但在宏观经济增速放缓和需求减弱等背景下，仍需对象屿金象早期涉诉项目清收回款进展、金融资产质量变化和风控能力提升等情况保持关注。

受产成品售价大幅下降以及原材料成本高企影响，印尼不锈钢冶炼项目盈利持续承压；其他业务保持平稳发展，中诚信国际将持续关注印尼项目后续盈利恢复情况。

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。由于不锈钢行情持续下行，使得不锈钢产品价格下跌，同时部分不锈钢原料价格上涨，从而挤压钢材盈利水平，公司不锈钢冶炼业务盈利能力承压，中诚信国际将持续关注行业周期波动的影响及印尼项目后续盈利恢复情况。

表 8：近年来公司印尼项目产品销量及收入利润情况（万吨、亿元）

指标	2022	2023	2024.1~3
不锈钢销量	111.67	58.27	17.22
镍铁块销量	63.44	129.62	25.85
合计销售收入	257.58	238.85	37.53
净利润	2.30	-23.46	-6.12

注：为印尼项目境外运营主体 PT OBSIDIAN STAINLESS STEEL（以下简称“OSS 公司”）口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

玉米深加工业务的主要运营平台为子公司黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称为“金象生化”）。金象生化具有 335 万吨玉米深加工产能，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。2023 年和 2024 年 1~3 月，金象生化分别实现营业收入 111.13 亿元和 24.34 亿元，实现平稳运营。

2022 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，2023 年权益法下确认的长期股权投资收益 1.23 亿元。厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，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，2023 年，受益于旅游行业逐步复苏，邮轮母港集团实现营业收入和利润规模同比上升。

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 2024 年 3 月末，公司在建的代建项目包括海沧航道四期工程、集美北路（集灌路-集美大道段）提升改造、新机场蔡厝片区石厝路及望嶂北路工程等项目，未竣工项目总投资 7.59 亿元，未竣工项目已实现代建管理收入（含税）合计约 714 万元。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内象屿集团资产、债务规模仍持续提升，但盈利及经营获现规模均有所下降，财务杠杆高位运行，考虑到公司银企关系良好、融资渠道多元畅通对偿还债务的支撑作用，公司偿债能力较强。

盈利能力

公司收入主要来自供应链运营业务，2023 年供应链业务收入规模下降使得公司营业总收入规模同比下降 12.82%。同时，由于农产品贸易和 OSS 公司亏损以及汇兑损失大幅增加，公司经营性业务利润同比大幅下降。房地产业务⁸及供应链业务计提的存货跌价准备及坏账准备对当期利润形成进一步侵蚀。此外，当期处置长期股权投资收益较上年大幅下降使得投资收益同比减少。整体来看，跟踪期内公司盈利能力有所下降，中诚信国际将持续关注公司未来盈利能力变化情况。

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链全产业链	4,743.38	2.98	5,527.02	2.27	4,782.40	1.73
房地产	71.38	7.45	54.90	30.86	80.27	28.74
类金融	15.02	94.72	19.92	92.99	22.97	93.38
其他	14.04	6.84	24.38	6.30	19.34	16.92
营业总收入/营业毛利率	4,843.83	3.34	5,626.22	2.89	4,904.98	2.66

注：由于收入分类口径差异，故上表细分业务收入数据与审计报告列示数据不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

公司资产以流动资产为主，跟踪期内公司资产规模保持扩张态势。具体来看，存货主要为贸易库存商品以及房地产开发成本，2023 年以来开发成本规模扩大带动存货进一步增加；在外部环境压力持续加大的背景下，供应链业务上下游占款有所增加，应收账款和预付账款随之增长；其他应收账款主要为供应链业务暂付款和地产往来款，其他应收款持续增长。从资产周转率指标来看，2023 年，公司存货周转率和应收账款周转率同比均呈下降态势。非流动资产主要由长期股权投资和固定资产等构成；长期股权投资主要包括对合营及联营企业投资，当期末规模同比大幅增加，主要系福建省港口集团有限公司股权由其他非流动金融资产重分类至长期股权投资所致；固定资产主要系镍铁不锈钢项目及港口板块资产，随折旧计提而持续减少。2024 年一季度，受业务季节性因素影响，公司总资产规模进一步上升。

公司负债主要由有息债务及合同负债构成，2023 年末亦同比增加。合同负债主要为预售房款，跟踪期内规模大幅增加。由于公司业务运营资金需求仍保持在一定水平，期末有息债务规模同比

⁸ 2023 年，象屿地产计提资产减值准备 2.61 亿元。

上升。债务结构方面，因公司所处行业特性原因，短期债务占比较高，债务结构仍有优化空间。当期末公司权益规模有所增加，主要系地产并表项目少数股东权益上升、厦门市国资委拨付资金、调整划拨资产⁹及发行永续债券所致。由于债务保持较快增速，2023 年末公司杠杆水平同比上升，仍在高位运行。

现金流及偿债情况

2023 年，主要由于供应链业务优化结算方式，较多使用票据支付货款，公司经营活动现金净流入规模同比减少。同期，公司投资活动现金净流出规模同比减少，筹资活动现金净流入规模同比大幅下降，主要系公司控制融资节奏所致。2024 年 1~3 月，受供应链业务季节性因素影响，公司商品采购额增加，相应融资需求上升，使得当期经营活动现金呈大幅净流出，筹资活动现金为大幅净流入。

2023 年，由于公司经营现金流入减少，盈利规模亦受到冲击，而债务规模仍然很大，经营活动净现金流及 EBITDA 的偿债指标表现一般。但考虑到公司银企关系良好、备用流动性充足、子公司厦门象屿具备股权融资渠道、债务融资工具发行畅通等因素，公司整体偿债能力强。截至 2024 年 3 月末，公司获得银行综合授信总额为 3,120.36 亿元，未使用余额 1,558.02 亿元，具备较强的财务弹性。资金管理方面，公司对融资实行统一管理，按行业对子公司额度进行切块，行业间额度不能挪用。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。

表 10：近年来公司财务指标情况（亿元、X、%）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
经营性业务利润	76.69	71.21	21.15	1.77
期间费用合计	83.72	86.74	106.02	22.56
资产减值损失	7.00	9.64	7.86	3.14
信用减值损失	4.16	3.17	11.96	0.43
投资收益	3.44	11.39	4.99	2.58
利润总额	71.60	66.19	13.44	0.20
总资产	2,098.40	2,928.39	3,315.88	3,470.91
货币资金	257.25	381.97	379.77	442.34
应收账款	96.33	135.26	174.47	189.56
预付款项	170.57	177.01	252.42	260.21
其他应收款	81.17	169.08	223.38	230.27
存货	591.18	926.28	1,046.28	1,094.81
长期股权投资	80.85	97.64	165.97	166.63
固定资产	299.62	380.62	374.73	369.71
总负债	1,469.87	2,096.90	2,440.98	2,531.00
合同负债	117.92	353.40	539.47	587.32
短期债务	615.45	804.71	1,015.14	1,069.26
长期债务	487.19	611.19	606.42	703.69
总债务	1,102.64	1,415.90	1,621.57	1,772.95
所有者权益合计	628.53	831.49	874.90	939.91
其他权益工具	60.30	62.10	82.17	107.17
资本公积	34.45	101.81	113.51	113.45

⁹ 2023 年末，因厦门市国资委向公司拨付资金增加资本溢价 6,680 万元，因增加和调整厦门市国资委划拨资产增加资本溢价 11.31 亿元。

未分配利润	74.04	85.20	78.02	75.38
少数股东权益	439.97	557.96	579.15	621.10
资产负债率	70.05	71.61	73.61	72.92
总资本化比率	68.37	65.94	69.21	70.48
存货周转率	9.34	7.20	4.84	4.05*
应收账款周转率	50.36	45.81	30.34	24.24*
经营活动净现金流	28.66	128.52	87.63	-146.21
投资活动净现金流	-118.57	-126.78	-71.68	-20.12
筹资活动净现金流	123.13	117.45	2.05	229.74
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	-0.02	0.05	0.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.60	2.20	1.32	--
总债务/EBITDA	8.98	10.69	17.64	--
EBITDA 利息保障倍数	2.59	2.26	1.39	--
FFO/总债务	0.06	0.05	0.01	--

注：带*指标已经年化处理。因缺乏相关数据，部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

母公司主要承担统筹管控职能，因此收入规模很小，母公司利润主要来自成本法核算子公司收益等。母公司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，跟踪期内母公司资产及债务规模均同比增加，财务杠杆仍在高位运行。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债务规模及杠杆水平控制情况保持关注。

表 11：近年来母公司财务情况（亿元、%）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
营业总收入	0.22	1.23	2.20	0.59
投资收益	9.37	16.21	12.05	1.63
净利润	2.50	8.82	7.96	-1.35
总资产	418.31	575.72	584.62	619.31
总负债	330.86	425.35	405.36	416.76
短期债务	140.43	207.24	203.03	198.97
长期债务	237.64	252.22	270.88	312.92
总债务	378.06	459.46	473.91	511.88
所有者权益合计	87.46	150.38	179.26	202.55
资产负债率	79.09	73.88	69.34	67.29
总资本化比率	93.30	83.88	83.00	84.29
经营活动净现金流	3.59	-75.63	-26.51	1.84
投资活动净现金流	-23.48	50.38	12.74	14.35

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 2024 年 3 月末，除房地产为商品房承购人提供抵押贷款担保和担保公司的担保业务之外，公司对外融资担保余额为 15.78 亿元，包括为厦门西海湾邮轮城投资有限公司（以下简称“西海湾邮轮城”）¹⁰项目融资担保 11.42 亿元和为厦门天马显示科技有限公司（以下简称“天马显示”）¹¹项目融资担保 4.13 亿元。

¹⁰ 截至 2024 年 3 月末，西海湾邮轮城注册资本和实缴资本均为 18.00 亿元，深圳招商远航投资有限公司和象屿地产持股比例分别为 60.00%和 40.00%。

¹¹ 截至 2024 年 3 月末，天马显示注册资本为 270.00 亿元，象屿集团持股比例为 10.00%。

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 381.29 亿元，占当期末总资产的 10.99%，主要为存货、货币资金和固定资产等，其中受限货币资金为 53.39 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司及下属子公司作为原告提起诉讼的事项主要为买卖合同纠纷、进出口代理合同纠纷及贷款逾期案件，未决诉讼涉及的预计最大损失为 12.05 亿元，已根据预计可回收金额相应计提了足额减值损失，对公司财务影响有限。公司及下属子公司作为被告的诉讼共 2 起，涉诉标的金额分别为 3.69 亿元和 2.92 亿元，目前上述案件均在一审阶段，中诚信国际将对诉讼进展及其后续影响保持关注。

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，2021 年~2024 年 5 月末，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¹²

假设

- 2024 年，预计象屿集团供应链业务规模或增长承压。
- 2024 年，预计象屿集团盈利能力将有所回升。
- 2024 年，预计象屿集团仍然保持良好的偿债能力。

预测

表 12：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	65.94	69.21	60.21~69.21
总债务/EBITDA(X)	10.69	17.64	10.64~17.64

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG¹³表现方面，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。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。公司积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司资金流出主要用于业务开展和债务的还本付息，由于公司主营业务发展，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。考虑到公司银企关系良好，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。

外部支持

¹² 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

¹³ 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。

厦门市国资委陆续向公司注入资产和资金，对公司的支持意愿和支持能力均很强。

公司是厦门市国资委全资控股的市属一类企业，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，地位重要。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，当期划入净资产规模约 59 亿元；2023 年，由于厦门市国资委拨付资金及调整划拨资产，象屿集团资本公积进一步增加。上述事项体现出当地政府对公司的支持能力和支持意愿。

跟踪债券信用分析

“20 象屿 G2”募集资金 6 亿元，全部用于补充营运资金，截至目前，已按用途使用。

“22 象屿 G2”募集资金 8.50 亿元，全部用于偿还公司债务，截至目前，已按用途使用。

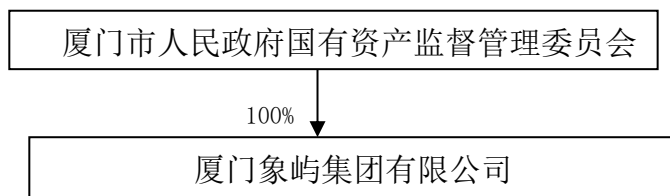
“20 象屿 G2”和“22 象屿 G2”设置赎回和回售条款，上述债券预计将于一年内赎回，考虑到公司融资渠道畅通，其不行使赎回权的可能性很低，且上述债券待偿还金额规模尚可，公司集中到期压力不大。跟踪期内，上述含权条款对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“20 象屿 G2”和“22 象屿 G2”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持批发行业头部地位，虽然跟踪期内业绩指标受外部因素影响出现下滑，但考虑到公司银企关系良好、融资渠道多元通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，且公开市场债券可顺畅滚动发行，目前跟踪债券信用风险极低。

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“20 象屿 G2”和“22 象屿 G2”的信用等级为 **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 2024 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%	厦门铁路物流投资有限责任公司	100.00%
香港象屿投资有限公司	100.00%	厦门象彩投资合伙企业（有限合伙）	30.07%
厦门象屿金象控股集团有限公司	100.00%	厦门象晨投资合伙企业（有限合伙）	40.02%
象屿地产集团有限公司	100.00%	福建象屿壳牌石油有限责任公司	51.00%
厦门象屿股份有限公司	51.67%	厦门国际邮轮母港集团有限公司	100.00%
黑龙江金象生化有限责任公司	69.52%	厦门象屿自贸区开发有限公司	100.00%
厦门象屿兴泓科技发展有限公司	51.00%	厦门新为天企业管理有限公司	100.00%
厦门象盛镍业有限公司	51.00%	厦门象昆投资合伙企业（有限合伙）	100.00%
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%
厦门市象屿创盛投资合伙企业（有限合伙）	85.00%	象佳兴投资咨询有限公司	100.00%
香港象屿采颐有限公司	100.00%		



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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	257.25	381.97	379.77	442.34
应收账款	96.33	135.26	174.47	189.56
其他应收款	81.17	169.08	223.38	230.27
存货	591.18	926.28	1,046.28	1,094.81
长期投资	170.87	253.61	257.19	276.98
固定资产	299.62	380.62	374.73	369.71
在建工程	54.82	46.73	42.02	44.75
无形资产	38.49	41.14	44.20	43.87
资产总计	2,098.40	2,928.39	3,315.88	3,470.91
其他应付款	135.82	130.44	117.47	114.12
短期债务	615.45	804.71	1,015.14	1,069.26
长期债务	487.19	611.19	606.42	703.69
总债务	1,102.64	1,415.90	1,621.57	1,772.95
净债务	915.70	1,106.83	1,295.20	1,330.62
负债合计	1,469.87	2,096.90	2,440.98	2,531.00
所有者权益合计	628.53	831.49	874.90	939.91
利息支出	47.37	58.54	66.34	--
营业总收入	4,843.83	5,626.22	4,904.98	1,107.52
经营性业务利润	76.69	71.21	21.15	1.77
投资收益	3.44	11.39	4.99	2.58
净利润	58.42	48.41	9.95	0.24
EBIT	103.93	104.15	58.66	--
EBITDA	122.80	132.43	91.93	--
经营活动产生的现金流量净额	28.66	128.52	87.63	-146.21
投资活动产生的现金流量净额	-118.57	-126.78	-71.68	-20.12
筹资活动产生的现金流量净额	123.13	117.45	2.05	229.74
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	3.34	2.89	2.66	2.19
期间费用率 (%)	1.73	1.54	2.16	2.04
EBIT 利润率 (%)	2.15	1.85	1.20	--
总资产收益率 (%)	5.46	4.14	1.88	--
流动比率 (X)	1.30	1.29	1.20	1.25
速动比率 (X)	0.75	0.70	0.67	0.71
存货周转率 (X)	9.34	7.20	4.84	4.05*
应收账款周转率 (X)	50.36	45.81	30.34	24.24*
资产负债率 (%)	70.05	71.61	73.61	72.92
总资本化比率 (%)	68.37	65.94	69.21	70.48
短期债务/总债务 (%)	55.82	56.83	62.60	60.31
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.02	0.05	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.03	0.09	0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	0.60	2.20	1.32	--
总债务/EBITDA (X)	8.98	10.69	17.64	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.20	0.16	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.59	2.26	1.39	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	2.19	1.78	0.88	--
FFO/总债务 (X)	0.06	0.05	0.01	--

注：1、2024 年一季报未经审计。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	3.97	30.12	11.36	60.54
其他应收款	129.46	183.09	190.07	170.94
长期投资	247.51	333.80	348.62	352.26
固定资产	0.07	1.11	0.71	0.69
在建工程	3.97	0.09	0.00	0.00
无形资产	3.62	0.57	0.41	0.40
资产总计	418.31	575.72	584.62	619.31
其他应付款	11.73	26.09	12.34	11.06
短期债务	140.43	207.24	203.03	198.97
长期债务	237.64	252.22	270.88	312.92
总债务	378.06	459.46	473.91	511.88
净债务	374.09	429.34	462.54	451.34
负债合计	330.86	425.35	405.36	416.76
所有者权益合计	87.46	150.38	179.26	202.55
营业总收入	0.22	1.23	2.20	0.59
经营性业务利润	-7.17	-8.62	-8.98	-1.27
投资收益	9.37	16.21	12.05	1.63
净利润	2.50	8.82	7.96	-1.35
经营活动产生现金净流量	3.59	-75.63	-26.51	1.84
投资活动产生现金净流量	-23.48	50.38	12.74	14.35
筹资活动产生现金净流量	20.12	51.40	-4.99	33.00
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	-27.18	68.77	70.56	77.76
流动比率（X）	1.04	0.96	1.01	1.18
资产负债率（%）	79.09	73.88	69.34	67.29
总资本化比率（%）	93.30	83.88	83.00	84.29
短期债务/总债务（%）	37.14	45.11	42.84	38.87

注：1、2024 年一季度报未经审计。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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
经营效率	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
	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
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-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
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)
EBIT 利息保障倍数		EBIT/利息支出
偿债能力	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