



# 象屿地产集团有限公司 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 2170 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

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	象屿地产集团有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
<b>本次跟踪担保主体及评级结果</b>	厦门象屿集团有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“23 象地 01”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	<p>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。</p>	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”或“公司”）能够获得控股股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）的有力支持，项目区域布局良好，跟踪期内市场占有率稳步提升，销售回款对债务保障能力很强，预收款项对未来经营业绩提供支撑等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出更高挑战，公司土地储备略有不足，重点布局城市面临一定补货压力等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了厦门象屿集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债项还本付息的保障作用。</p>	
<b>评级展望</b>	<p>中诚信国际认为，象屿地产集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p>	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>行业地位及竞争力显著提升、盈利能力明显增长且具有可持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>股东背景及定位发生显著不利变化，土地储备激进带来杠杆水平大幅上升，盈利能力及现金流平衡能力大幅弱化。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司能够获得控股股东的有力支持</li> <li>■ 公司项目区域布局良好，跟踪期内市场占有率稳步提升</li> <li>■ 销售回款对债务保障能力很强，预收款项对未来经营业绩提供支撑</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出更高挑战</li> <li>■ 土地储备略有不足，重点布局城市面临一定补货压力</li> </ul>		

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrlu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

象屿地产（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	425.44	850.39	1,045.23	1,079.83
所有者权益合计（亿元）	149.66	211.49	225.80	229.25
负债合计（亿元）	275.78	638.90	819.42	850.58
总债务（亿元）	143.45	238.62	226.55	270.61
营业总收入（亿元）	71.39	54.90	80.27	8.72
净利润（亿元）	0.88	4.57	8.92	-1.50
EBITDA（亿元）	5.10	7.87	14.11	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-60.99	70.03	15.52	-19.66
营业毛利率（%）	7.45	30.86	28.74	-12.55
净负债率（%）	75.04	68.27	63.42	72.01
EBIT 利润率（%）	6.10	12.43	15.39	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.78	0.58	1.23	--

注：1、中诚信国际根据中诚信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年和 2022 年财务数据分别为 2022 年和 2023 年审计报告期初数；2023 年财务数据为 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、中诚信国际将 2021~2023 年末及 2024 年 3 月末“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务。

## 担保主体财务概况

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	--

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。

### 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	全口径签约销售 金额（亿元）	总资产 （亿元）	净负债率 （%）	非受限货币资 金/短期债务 （X）	营业总收入 （亿元）	EBIT 利 润率 （%）	存货周转率 （X）	总债务/销售商品提供 劳务收到的现金（X）
国贸地产集团	516.39	1,170.40	73.34	0.85	264.79	6.86	0.32	0.83
中华企业	97.49	602.35	32.45	2.24	131.87	13.01	0.30	2.29
<b>象屿地产</b>	<b>403.40</b>	<b>1,045.23</b>	<b>63.42</b>	<b>4.12</b>	<b>80.27</b>	<b>15.39</b>	<b>0.10</b>	<b>0.79</b>

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，象屿地产具有一定的规模优势，销售回款对总债务保障能力和非受限货币资金对短期债务保障程度较高，财务杠杆比例处于行业内适中水平，盈利能力良好，但象屿地产受近年投资发展提速影响，存货周转率弱于对比企业且处于行业内较低水平。

注：“国贸地产集团”为“厦门国贸地产集团有限公司”简称；“中华企业”为“中华企业股份有限公司”简称，证券代码 600765.SH。

### 本次跟踪情况

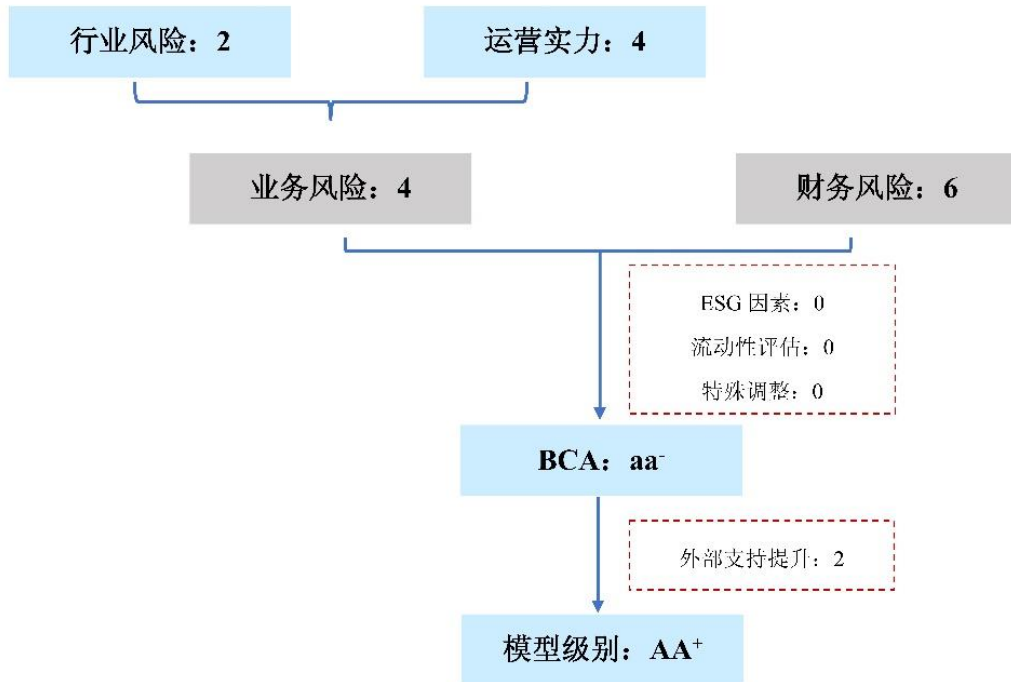
债项简称	本次债 项评级 结果	上次债项评 级结果	上次评级有效 期	发行金额/债 项余额（亿 元）	存续期	特殊条款
23 象地 01	AAA	AAA	2023/6/9 至 本报告出具日	13.40/13.40	2023/07/05~2026/0 7/05	回售条款，加速到期条款，票面利 率选择权，赎回条款

注：债券余额为 2024 年 5 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
象屿地产	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/6/7 至本报告出具日

● 评级模型

象屿地产集团有限公司评级模型打分(C200100\_2024\_06\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司控股股东为象屿集团, 公司作为象屿集团下属重要的房地产开发平台和利润中心, 在资金、资产划拨等方面能得到股东的有力支持, 跟踪期内外部支持无变化。

**方法论:** 中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100\_2024\_06

## 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/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

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，以央国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/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，象屿地产具有较为丰富的房地产开发经验，跟踪期内公司市场占有率稳步提升；公司项目储备区域布局良好，但略有不足，在上海地区的补货压力有待关注；公司保持 2021 年以来的拿地力度，融资渠道较为畅通，整体经营稳健度一般。

*2023 年公司产权及治理结构无变化，战略较为明确且稳定。*

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 31.82 亿元，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）持有公司 100% 股权，仍为公司的控股股东，厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门国资委”）仍为公司的实际控制人。

跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员未发生变更，发展战略亦未发生变化，未来将在深耕区域住宅开发业务的同时，进一步加深对商发和物业业务的战略深化和布局。

*跟踪期内，竣工面积逐步增加但未达高峰期，得益于良好的区域布局及推盘节奏，2023 年公司销售业绩有所增加，市场占有率稳步提升；公司保持 2021 年以来的拿地力度，较为畅通的融资渠道可为其业务运营及再融资提供支持，整体经营稳健度一般；项目整体区域布局良好，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。

跟踪期内，由于 2022 年部分前期获取的项目于当年新开工，新开工面积处于较高基数，导致 2023 年新开工面积同比大幅减少；竣工面积保持增加，由于 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。2023 年公司保持以上海市为主的项目供应，全口径签约销售金额同比增长 11.94%，销售金额权益比例提升至 55.62%，行业地位稳步提升；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。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；2021~2023 年公司新增权益口径土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 126.10%、68.50% 和 56.95%，整体经营稳健度一般。截至 2024 年 3 月末，公司全口径土地储备面积<sup>1</sup>合计 232.18 万平方米，权益口径土地储备面积 145.21 万平方米，区域布局良好但土地储备略有不足，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。

融资渠道方面，公司主要通过银行贷款和集团借款等方式进行筹资；2023 年公司综合融资成本为 4.53%，较上年下降 72BP。公司与金融机构保持友好合作关系，已在多家银行取得授信，融资渠道较为通畅。**中诚信国际认为**，虽然公司土地储备略有不足，且行业下行对公司部分项目去化有一定影响，但公司项目储备整体上区域布局良好，同时融资渠道较为畅通，有助于降低其经营风险。

表 1：近年来公司房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

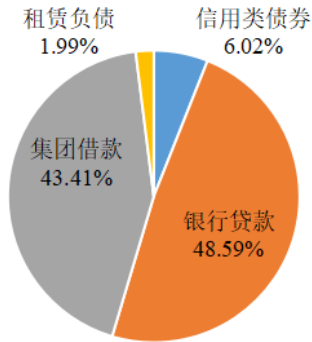
	2021	2022	2023	2024.1~3
新开工面积（全口径）	182.65	213.20	91.71	21.60
竣工面积（全口径）	39.98	78.12	130.17	-
期末在建面积（全口径）	292.30	427.51	374.19	395.79
销售面积（全口径）	60.96	105.75	114.59	11.85
销售金额（全口径）	158.71	360.37	403.40	29.54
销售面积（权益口径）	38.67	54.60	63.86	7.24
销售金额（权益口径）	101.71	177.31	224.39	20.82
新拓展项目数量（全口径）	17	8	8	1
新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
新增土储平均楼面地价（全口径）	1.46	2.47	2.42	8.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 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。

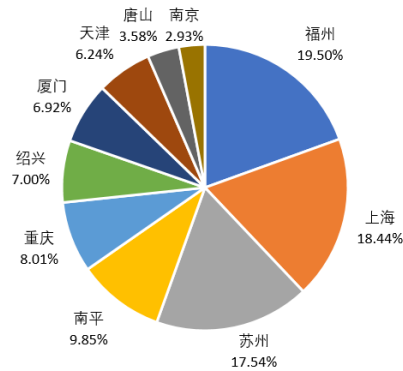


图 1：截至 2023 年末公司总债务构成（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末公司全口径项目储备分布



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除房地产开发外，公司亦布局商发运营、物业服务和工程代建等业务，但占整体收入比重仍较小，其中由于 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，当期公司租赁收入同比增加 53.39%。

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年象屿地产营业收入大幅增加，毛利率维持较高水平，盈利能力有所改善，主要盈利指标表现良好；尽管公司债务规模呈波动增长态势，但经营获现对债务的保障程度很强，财务杠杆下降且处于很低水平，债务期限结构较好，期末非受限货币资金对短期债务提供充足保障。

### 盈利能力

2023 年，随着房地产项目结转规模增加，营业收入延续增长态势，毛利率水平小幅下滑但仍处于较高水平；2024 年一季度，公司营业收入同比增加 53.87%，但当期结转项目初始利润空间不足，毛利率表现为负数。公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大逐年增长，2023 年公司压降债务规模及融资成本，当年财务费用有所减少，期间费用管控能力有所改善。受营业收入增加及期间费用减少的综合影响，2023 年公司经营性业务利润大幅增加；投资收益主要来自处置长期股权投资及参与的合联营项目，2023 年公司主要转让森隆地产有限公司股权、确认昆山锦瑾置业有限公司投资收益产生投资收益 2.29 亿元；此外，2023 年公司计提资产减值损失 2.61 亿元，主要系对绍兴、重庆、张家港等地项目计提存货跌价准备。随着近年利润较高项目的结转，跟踪期内公司盈利能力有所改善，主要盈利指标表现良好。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售收入	68.40	5.94	51.17	29.77	75.66	28.18	7.76	-8.50
租金、物业、代建等收入	2.29	25.82	3.04	37.42	4.43	36.02	0.93	-48.70
其他业务收入	0.70	95.13	0.68	83.37	0.18	86.73	0.02	84.96
合计	71.39	7.45	54.90	30.86	80.27	28.74	8.71	-12.55

注：上表合计数尾差系因四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

2023 年，公司保持较大的拿地规模，同时处于在建状态的项目较多，存货规模保持快速增加，受收入成本结转滞后的影响，存货周转率仍处于行业较低水平；由于公司合作项目和关联方往来款的增多，公司其他应收款及长期股权投资规模均保持增长，对公司的资金管理水平提出更高要求，需对合作项目及关联方经营情况保持关注。负债方面，由于公司签约销售金额增长且项目尚未交付，预收款项（含合同负债，下同）进一步大幅增加，截至 2024 年 3 月末预收款项为 2023 年营业收入的 5.59 倍，对未来收入结转提供支撑；随着公司保持较大力度的新获取项目力度以及在建项目的持续推进，总债务规模呈波动增长态势，但债务期限结构较好。

跟踪期内，得益于利润积累，公司自有资本不断夯实；受并表的合作项目增多且处于建设期的影响，同时由于公司在被投资企业的董事会或合伙人会议占多数表决权并拥有实质控制权，部分并表项目持股比例未超过 50%，公司少数股东权益规模保持较高水平，所有者权益的稳定性有待关注。杠杆方面，受益于良好的销售回款带动净债务规模减少，同时少数股东权益规模快速增加，2023 年末公司净负债率有所下降；2024 年 3 月末，由于上年新获取项目提取开发贷导致债务规模增加，净负债率较上年末有所提升，但仍处于合理水平。

### 现金流及偿债情况

2023 年，由于并表项目销售回款减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金小幅下降，但经营活动现金流仍为净流入；投资活动现金流相对较少，2023 年为净流出状态；因年内偿还债务，2023 年筹资活动净现金流转为净流出状态。2024 年一季度，由于拿地支出增加，公司经营活动现金流呈净流出状态。

受收入结转滞后的影响，2023 年公司 EBITDA 对债务本息的保障能力仍较弱，但得益于较好的销售回款，销售商品、提供劳务收到的现金对债务本息的保障能力很强。由于公司债务以长期债务为主，且货币资金受限比例较低，截至 2024 年 3 月末，非受限货币资金对短期债务覆盖能力很强。截至 2024 年 3 月末，公司未使用的银行授信额度 151.95 亿元，备用流动性较充足。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X、次/年）

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
期间费用率	11.48	16.86	9.69	11.84
经营性业务利润	-2.41	3.14	11.22	-2.24
投资收益	2.97	3.96	3.34	-0.09
资产减值损失	0.04	0.66	2.61	0.00
信用减值损失	0.01	0.02	0.03	0.00
利润总额	0.54	6.42	12.15	-2.30
EBIT 利润率	6.10	12.43	15.39	--
货币资金	44.44	108.76	98.14	119.99
其他应收款	58.35	115.62	149.57	154.68
存货	251.09	503.02	656.76	655.15
开发产品/存货	8.86	3.40	4.00	4.58
存货周转率	0.37	0.10	0.10	--
长期股权投资	35.51	55.82	57.79	57.68
总资产	425.44	850.39	1,045.23	1,079.83
其他应付款	83.60	80.04	65.63	59.42
预收款项（含合同负债）	28.78	252.86	437.25	448.84
总债务	143.45	238.62	226.55	270.61
短期债务/总债务	15.48	10.03	8.93	7.56
实收资本	31.82	31.82	31.82	31.82
未分配利润	39.56	43.19	47.76	46.79

少数股东权益	74.34	124.73	134.57	138.99
所有者权益	149.66	211.49	225.80	229.25
净负债率	75.04	68.27	63.42	72.01
经营活动净现金流	-60.99	70.03	15.52	-19.66
销售商品、提供劳务收到的现金	81.82	309.72	288.02	22.33
投资活动净现金流	-5.19	-28.46	-10.89	-7.91
筹资活动净现金流	77.35	21.46	-15.44	49.76
非受限货币资金/短期债务	1.40	3.94	4.12	5.16
EBITDA 利息倍数	0.78	0.58	1.23	--
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.75	0.77	0.79	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 72.52 亿元，其中受限存货、货币资金、长期股权投资和投资性房地产账面价值分别为 47.63 亿元、14.47 亿元、8.78 亿元和 1.23 亿元，受限资产占同期末总资产的比重为 6.72%。或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额（不含为购房人提供的抵押贷款担保）15.63 亿元，占当期末所有者权益的比重为 6.82%，担保对象包括其控股股东及其控股股东旗下其他子公司和天津天安泛科技园开发有限公司，考虑到公司对并表外公司担保余额相对较小，整体或有负债风险可控。截至 2024 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

**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，2021~2024 年 3 月末，公司本部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<sup>2</sup>

### 假设

- 2024 年象屿地产全年全口径销售金额同比减少 20%左右。
- 2024 年象屿地产拿地支出较上年增加 10%左右。
- 2024 年象屿地产收入规模增速显著，全年毛利率低于上年水平。

### 预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
净负债率(%)	68.27	63.42	73~89
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.77	0.79	1.1~1.3

资料来源：中诚信国际整理

### 调整项

ESG<sup>3</sup>表现方面，公司以“构筑幸福人生”为品牌理念，将“绿色环保”融入产品中，减少建筑建造对环境的负面影响；公司内控及治理结构较完善，目前潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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。

<sup>3</sup> 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。

化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力良好，未使用的银行授信额度较为充足且融资渠道较为畅通。公司资金流出主要用于获取土地储备、项目工程建设和各项税费支出以及偿还债务，由于公司短期债务较低，且其融资渠道较为顺畅，因此其主要资金需求来自土地投资、工程建设及税费支出，预计较上年基本平稳。综上，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成较好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**作为象屿集团下属重要的房地产开发平台及利润中心，公司在资金、资产划拨等方面可获得有力支持。**

公司控股股东象屿集团是厦门市国资委的全资企业，象屿集团作为保税区开发建设的主体，具体负责象屿保税区的开发建设和国有资产的经营运作，目前象屿集团经营业务涉及供应链服务、城市开发运营、金融服务及港口航运等，其中供应链业务规模优势明显。公司定位为象屿集团下属重要的房地产开发平台及利润中心，可获得股东在资金、资产划拨等方面的有力支持。截至 2024 年 3 月末，公司对股东借款余额 106.88 亿元；同时，象屿集团为公司发行的公司债券提供担保。

## 跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“23 象地 01”募集资金已按约定的募集资金用途使用完毕。

本次跟踪债券由厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）提供不可撤销的连带责任保证担保。本次跟踪债券集中于 2025 年进入回售期，考虑到目前公司销售回款状况尚可，加之公司与金融机构关系良好，融资渠道较为畅通，且象屿集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本次跟踪债券的兑付形成极强的保障。

表 5：截至 2024 年 5 月末，公司公开债到期（含到回售期）分布情况（亿元）

合并口径	2024 年 6~12 月	2025 年	2026 年及以后
信用债	0	13.40	0
其中：跟踪债券	0	13.40	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 偿债保障分析

象屿集团为“23 象地 01”提供不可撤销的连带责任保证担保。

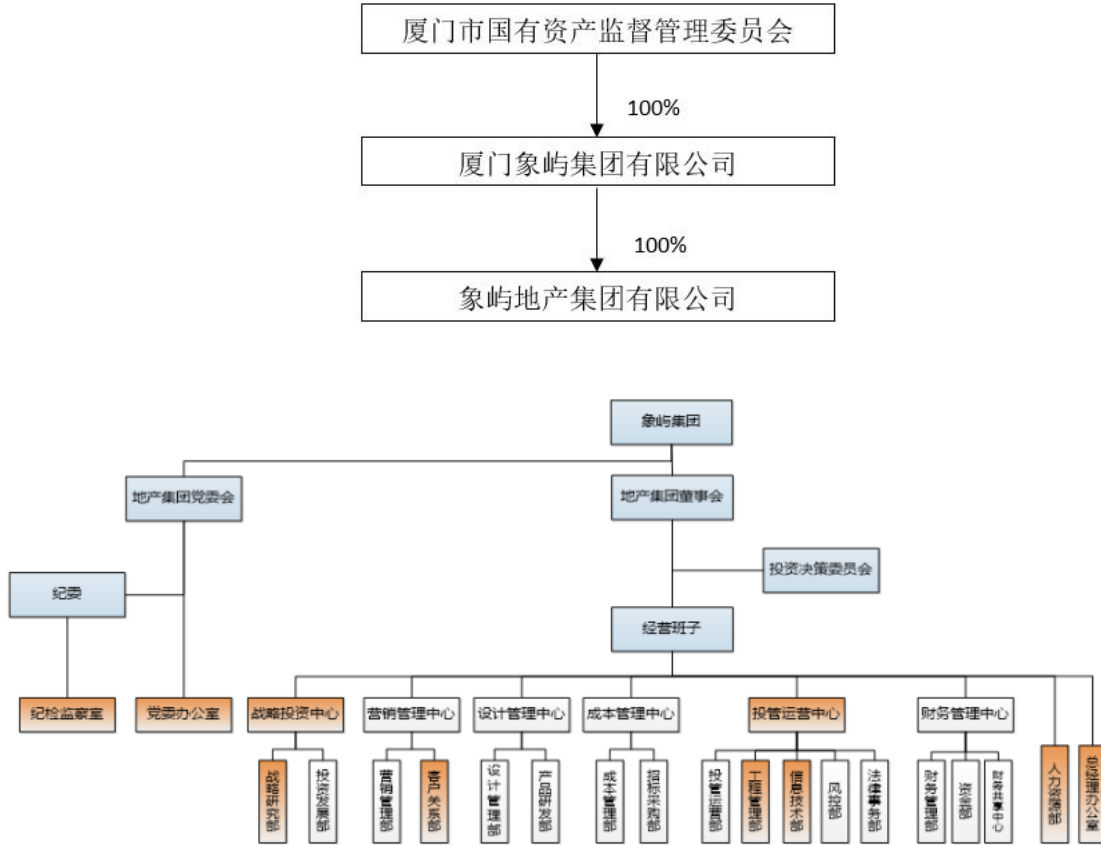
象屿集团于 1995 年 11 月成立，由厦门市政府批准组建，为国有独资企业；并作为保税区开发建设的主体，具体负责象屿保税区的开发建设和国有资产的经营运作。经过多年的发展，目前象屿集团经营业务涉及供应链服务、城市开发运营、金融服务及港口航运等。2023 年，象屿集团供应链业务市场份额逆势增长，经营货量同比提升，客户结构持续优化，规模优势显著，但在外部环境复杂多变、市场需求不足、大宗商品价格整体承压等因素影响下供应链业务业绩同比下滑；公司业务稳定性及风险控制情况需要持续关注。同时，象屿集团保持了很强的综合物流服务能力 and 资源整合能力，突出的物流资源优势为供应链业务的开展提供了有力支撑，但受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。截至 2024 年 3 月末，象屿集团资产总额 3,470.91 亿元，所有者权益 939.91 亿元，资产负债率为 72.92%；2023 年，象屿集团实现营业收入 4,904.98 亿元，净利润 9.95 亿元。

综合来看，中诚信国际维持象屿集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对“23 象地 01”还本付息起到有力保障作用。

## 评级结论

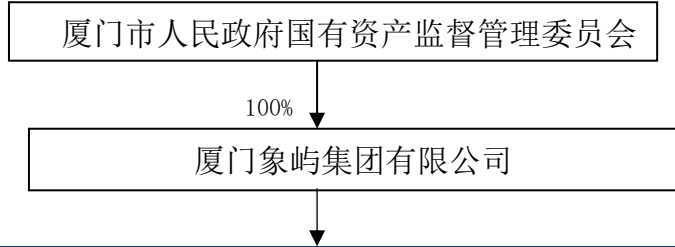
综上所述，中诚信国际维持象屿地产集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“23 象地 01”的信用等级为 **AAA**。

### 附一：象屿地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：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

### 附三：象屿地产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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	444,416.58	1,087,557.34	981,396.88	1,199,926.12
其他应收款	583,499.22	1,156,162.78	1,495,696.04	1,546,829.58
存货	2,510,856.09	5,030,248.71	6,567,611.62	6,551,497.27
长期投资	384,796.35	626,775.17	598,312.54	597,934.50
固定资产	7,523.98	9,075.16	8,704.73	8,526.74
在建工程	3,116.45	10,740.16	17,221.72	15,745.61
无形资产	1,458.67	7,344.88	7,752.25	7,780.52
投资性房地产	112,552.82	202,532.91	152,006.76	151,053.08
资产总计	4,254,384.94	8,503,932.08	10,452,258.63	10,798,276.35
预收款项	287,819.06	2,528,610.67	4,372,470.38	4,488,384.78
其他应付款	836,035.35	800,399.43	656,328.30	594,206.92
短期债务	222,061.00	239,319.74	202,349.83	204,663.58
长期债务	1,212,460.30	2,146,881.08	2,063,137.27	2,501,473.53
总债务	1,434,521.30	2,386,200.82	2,265,487.10	2,706,137.11
净债务	1,123,043.00	1,443,795.74	1,431,962.29	1,650,874.43
负债合计	2,757,763.29	6,389,004.41	8,194,232.71	8,505,760.00
所有者权益合计	1,496,621.66	2,114,927.67	2,258,025.92	2,292,516.35
利息支出	65,685.25	135,848.45	115,019.95	--
营业总收入	713,866.61	548,996.42	802,664.34	87,175.81
经营性业务利润	-24,118.69	31,423.09	112,167.33	-22,415.35
投资收益	29,736.34	39,640.64	33,382.98	-913.75
净利润	8,840.28	45,687.87	89,172.70	-15,011.51
EBIT	43,530.86	68,250.97	123,509.76	--
EBITDA	51,006.48	78,684.30	141,077.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	818,246.07	3,097,183.05	2,880,241.39	223,321.07
经营活动产生的现金流量净额	-609,910.41	700,327.80	155,199.88	-196,625.36
投资活动产生的现金流量净额	-51,894.90	-284,576.50	-108,876.77	-79,134.74
筹资活动产生的现金流量净额	773,472.38	214,551.09	-154,372.53	497,583.26
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率（%）	7.45	30.86	28.74	-12.55
期间费用率（%）	11.48	16.86	9.69	11.84
EBITDA 利润率（%）	7.15	14.33	17.58	--
EBIT 利润率（%）	6.10	12.43	15.39	--
净资产收益率（%）	0.80	2.53	4.08	--
存货周转率（X）	0.37	0.10	0.10	--
资产负债率（%）	64.82	75.13	78.40	78.77
总资本化比率（%）	48.94	53.01	50.08	54.14
净负债率（%）	75.04	68.27	63.42	72.01
短期债务/总债务（%）	15.48	10.03	8.93	7.56
非受限货币资金/短期债务（X）	1.40	3.94	4.12	5.16
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.47	0.24	0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-3.04	2.36	0.20	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-9.29	5.16	1.35	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.75	0.77	0.79	--
总债务/EBITDA（X）	28.12	30.33	16.06	--
EBITDA/短期债务（X）	0.23	0.33	0.70	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.78	0.58	1.23	--

注：1、2024 年一季度报未经审计；2、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用。



## 附四：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：2024 年一季报未经审计。

## 附五：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
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
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 (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
现金周转天数	/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
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
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)
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，影响报表使用者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。

## 附六：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。

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。

短期债项等级符号	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，违约风险极高。
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