

信用等级公告

联合〔2019〕2792号

厦门象屿股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对厦门象屿股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

厦门象屿股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月十五日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

厦门象屿股份有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 8 亿元（含 8 亿元）

债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 12 月 25 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	339.10	455.56	547.93	680.38
所有者权益(亿元)	110.00	160.43	195.19	197.97
长期债务(亿元)	7.20	21.57	56.95	73.52
全部债务(亿元)	139.66	176.58	229.49	336.57
营业收入(亿元)	1,190.67	2,032.91	2,340.08	2,012.42
净利润(亿元)	6.73	9.94	15.15	11.26
EBITDA(亿元)	15.80	24.36	33.49	--
经营性净现金流(亿元)	22.22	-28.94	20.28	-88.23
营业利润率(%)	3.29	2.24	2.66	2.98
净资产收益率(%)	6.73	7.35	8.52	5.73
资产负债率(%)	67.56	64.78	64.38	70.90
全部债务资本化比率(%)	55.94	52.40	54.04	62.96
流动比率(%)	1.09	1.25	1.34	1.28
EBITDA 全部债务比	0.11	0.14	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	3.16	3.62	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.98	3.04	4.19	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 2019 年 1-9 月财务报告未经审计，相关指标未年化；4. 其他应付款、其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入相关指标测算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内大型供应链管理与服务企业之一，在股东背景、行业地位、经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具有综合竞争优势。近年来，公司贸易模式日趋成熟，贸易规模持续扩大，公司收入规模快速增长。2018 年 5 月，公司控股厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）布局铁路运输，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，大宗商品物流服务能力显著提升。同时，联合评级也关注到公司所处贸易行业受宏观经济波动影响较大且行业竞争激烈，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金存在占用，公司债务负担重且短期偿债压力大、经营活动现金流量净额波动较大以及非经常性损益对利润总额影响大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来，随着公司供应链业务的持续拓展和全国性物流平台网络的建设，公司综合竞争力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

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

2. 公司作为国有控股大型供应链管理与服务企业，经营规模较大、行业地位突出、贸易与物流业务联动发展，在大宗商品供应链管理与服务领域具有很强的竞争优势。

3. 2018 年，公司收购象道物流 20%股权

并实现控股，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，物流网点布局得以完善。

4. 近年来，公司深化业务转型和资源整合，逐步优化客户结构，贸易模式趋于成熟，贸易规模持续扩大，公司收入规模大幅增长。

关注

1. 贸易行业受宏观经济波动影响较大，行业竞争激烈，公司毛利率水平较低。

2. 近年来，公司业务规模快速拓展，资金需求增加，债务规模快速增长，整体债务负担重且以短期债务为主，短期偿债压力大。

3. 公司流动资产中存货、预付款项和应收账款规模较大，对营运资金存在占用；公司经营现金流量净额波动较大，非经常性损益对利润总额影响大。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

崔濛骁

电话：010-85172818

邮箱：cuimx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

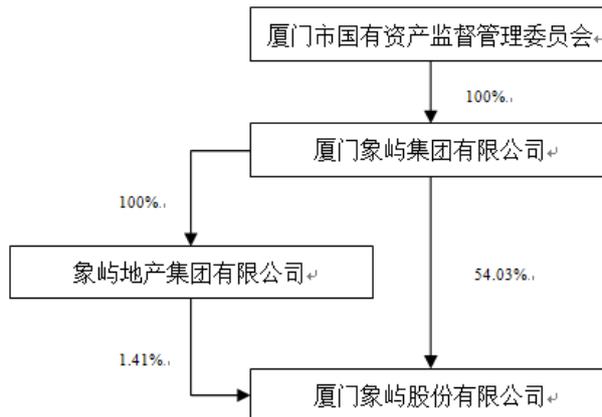
分析师：



一、主体概况

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）前身为厦门特贸房地产开发公司，成立于1992年，注册资本为500.00万元。历经多次增资扩股和股权变更，公司于2008年10月变更为股份有限公司，并更名为“厦门象屿股份有限公司”，由厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）持股91.50%，象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）持股8.50%。2011年，公司再次更名为“厦门象屿物流集团有限责任公司”，同时象屿集团和象屿地产将合计持有的公司100%股权转让给夏新电子股份有限公司（以下简称“夏新电子”），夏新电子更名为“福建省厦门象屿股份有限公司”，公司成功借壳夏新电子在上海证券交易所上市，股票简称为“象屿股份”，股票代码“600057.SH”。2012年8月30日，公司更名为“厦门象屿股份有限公司”，股票简称变更为“厦门象屿”，股票代码未变更。经过2017年配股和2018年资本公积转增股本，截至2019年9月底，公司股本21.57亿元，象屿集团直接持有公司54.03%股权，通过象屿地产间接持有公司1.41%股权，为公司控股股东，厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）为公司实际控制人。截至2019年9月底，象屿集团共质押179,110,785股公司股票，占公司股份总数的8.30%，占其持有公司股份总数的15.36%。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；谷物、豆及薯类批发；饲料批发；林业产品批发；其他农牧产品批发；其他预包装食品批发；其他散装食品批发；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；建材批发；其他化工产品批发（不含危险化学品和监控化学品）；五金产品批发；汽车零配件批发；摩托车零配件批发；其他机械设备及电子产品批发；化肥批发；石油制品批发（不含成品油、危险化学品和监控化学品）；纺织品、针织品及原料批发；棉、麻批发；服装批发；其他未列明批发业（不含需经许可审批的经营项目）；供应链管理；贸易代理；其他贸易经纪与代理；国际货运代理；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；房地产开发经营；其他未列明房地产业；商务信息咨询；软件开发；其他未列明信息技术服务业（不含需经许可审批的项目）。

截至 2019 年 9 月底，公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部等 22 个职能部门（见附件 1）；纳入公司合并范围的子公司共 140 家；公司在职工合计 5,554 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 547.93 亿元，负债总额 352.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）总额 195.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 121.78 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,340.08 亿元，净利润（含少数股东损益）15.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 21.03 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 680.38 亿元，负债总额 482.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）总额 197.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 128.23 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2,012.42 亿元，净利润（含少数股东损益）11.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额-88.23 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.13 亿元。

公司注册地址：厦门市现代物流园区象屿路 99 号厦门国际航运中心 E 栋 7 层 08 单元；法定代表人：张水利。

二、本期债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“厦门象屿股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行规模不超过 8 亿元（含 8 亿元），债券面值 100 元，按面值发行。本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面向合格投资者公开发行，采用固定利率，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司主营大宗商品采购分销服务及物流服务，因此行业分析主要针对供应链行业和物流行业。

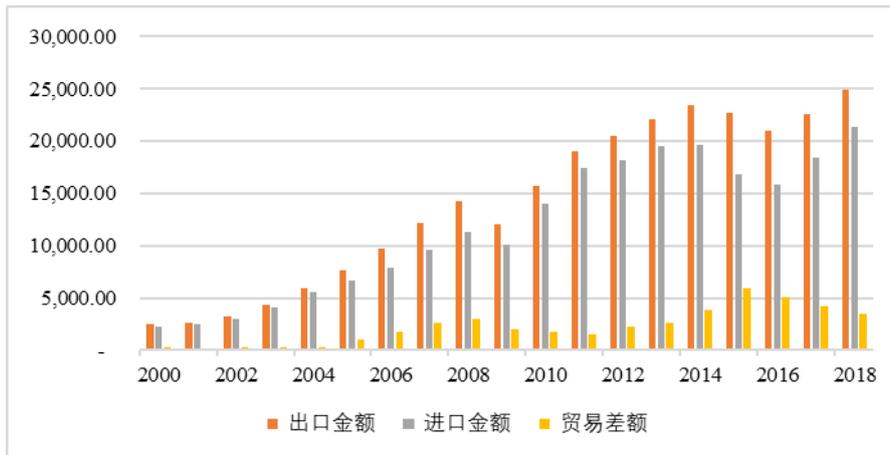
1. 供应链行业

（1）国际贸易

近年来，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。此外，中美贸易摩擦持续升级，国际贸易形势进一步恶化，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多。国际需求增速放缓和国内成本上升等因素均对我国国际贸易业务的平稳较快增长带来挑战。

2016—2018 年，我国出口总额分别为 20,976.31 亿元、22,633.45 亿元和 24,866.96 亿元，年均复合增长 8.88%；我国进口总额分别为 15,879.26 亿美元、18,437.93 亿美元和 21,357.48 亿美元，年均复合增长 15.97%。受以上因素影响，2016—2018 年，我国贸易顺差分别为 5,097.05 亿美元、4,195.52 亿美元和 3,509.48 亿美元，年均复合减少 17.02%，呈持续收窄趋势。

图2 近年来我国进出口情况(单位:亿美元)



资料来源: Wind

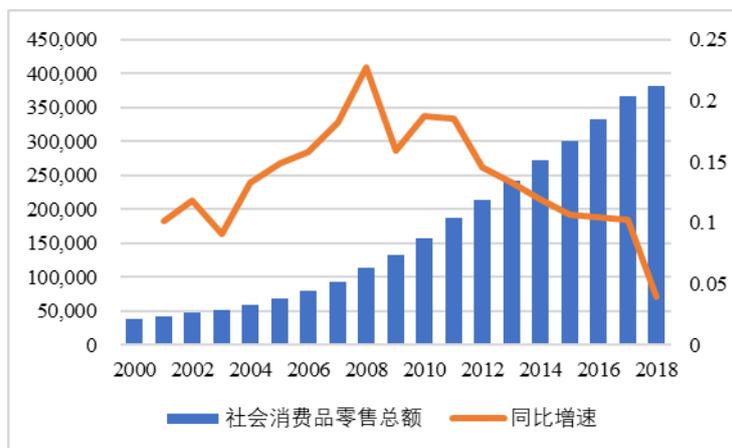
2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。在全面从严监管的背景下,部分企业的融资渠道有所收窄,资金压力和融资成本上升,为供应链管理行业带来了机遇。供应链管理能够帮助企业加速资金周转,降低交易成本,一定程度上缓解企业的资金压力,提高企业的整体运营效率,供应链管理行业的市场空间显著扩大。但另一方面,货币政策收紧对产能过剩行业和财务杠杆较高的企业造成较大影响,资金压力和经营不确定性增加,加剧了资金链断裂的风险,一定程度上也加大了供应链管理企业的客户信用风险,对供应链管理企业的风险管理水平提出了更高的要求。

总体看,近年来,国际需求增速放缓和中美贸易摩擦对我国国际贸易业务的平稳较快增长带来挑战,大宗商品供应链管理行业面临的市场环境日趋复杂。

(2) 国内贸易

近年来,我国经济规模保持不断扩大的势态,刺激国内贸易稳步发展,但增速有所下降。从消费品市场来看,2016—2018年,我国社会消费品零售总额分别为33.23万亿元、36.63万亿元和38.10万亿元,年均复合增长7.07%,但增速逐年下降。

图3 社会消费品零售总额及增长率情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind

从生产资料市场运行情况来看,2016—2018年,我国基建投资分别为15.20万亿元、17.31万亿元和17.62万亿元,年均复合增长7.67%,投资完成额逐年增长但增速呈下降趋势。2016—2018年,

全国房地产开发投资分别为 10.26 万亿元、10.98 万亿元和 12.03 万亿元，年均复合增长 8.28%，2019 年 1—9 月全国房地产开发投资 9.80 万亿元，同比增长 10.50%，对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑。

总体看，近年来，中国国内贸易受宏观经济影响较大，在经历高速增长后，增速有所回落。

（3）行业竞争

行业竞争方面，我国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多、行业集中度较低。随着我国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高速增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，达到高效率、低成本。宏观经济波动、供给侧改革、生产企业兼并重组等各方面因素将推动大宗商品供应链管理行业集中度不断提升。

总体看，近年来，我国大宗商品供应链行业竞争较为激烈，市场集中度有望进一步提升。

（4）行业关注

宏观经济波动的影响

近年来，我国经济增速放缓，钢铁、建材等大宗商品的的市场需求受国家房地产调控政策和基建政策的影响较大，大宗商品贸易尚需得到需求端的有力支撑。

外部贸易环境日趋复杂

我国部分大宗商品对进口的依赖性较大，受国际市场价格影响较大；此外随着国内国际市场联系日趋紧密，以及中美贸易摩擦增加了贸易环境的不确定性，供应链行业面临较大的风险增加。

市场竞争风险

供应链行业属于竞争性行业，竞争日趋激烈，对行业在培养专业人才、发展管理体制机制、提高决策效率和提升财务稳健性方面提出了更高的要求。

（5）未来发展

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

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

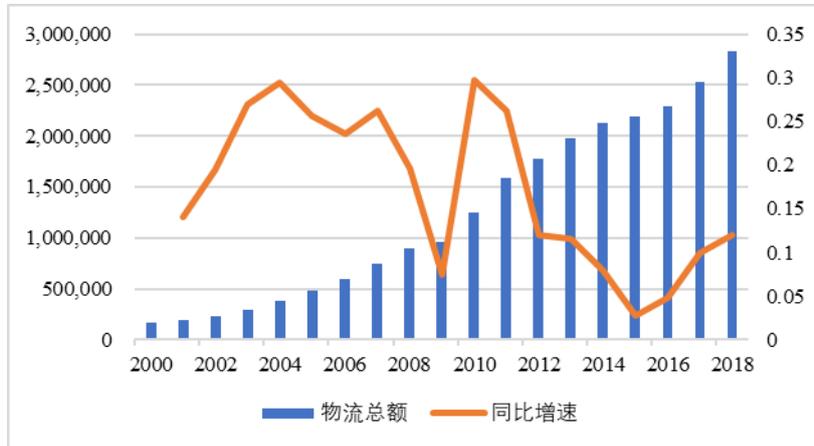
总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。

2. 物流行业

近年来，我国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2018 年全国社会物流总额 283.10 万亿元，同比增长 12.01%，较上年上升 1.99 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，2018 年，工业品物流总额 256.80 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年下降 0.10 个百分点；进口货物物流总额 14.10 万亿元，同比增长 13.05%，较上年上升 5.65 个百分点；农产品物流总额 3.90 万亿元，同比增长 5.06%，较上年下降 2.26 个百分

点；再生资源物流总额 1.30 万亿元，同比增长 21.27%，较上年上升 3.66 个百分点；单位与居民用品物流总额 7.00 万亿元，同比大幅增长。从物流市场结构看，工业品、进口货物、农产品、再生资源及单位与居民物品物流总额保持增长；进口货物和工业品物流业务增速有所放缓。

图4 中国物流总额及增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

物流费用方面，2018年，我国社会物流总费用 13.30 万亿元，同比增长 10.13%，较上年上升 0.97 个百分点；其中，运输费用 6.60 万亿元，同比增长 4.42%；保管费用 4.60 万亿元，同比增长 17.61%；管理费用 1.80 万亿元，同比增长 15.56%。2018 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.77%，较上年上升 0.17 个百分点。物流收入方面，2018 年物流业总收入 10.10 万亿元，同比增长 14.50%，较上年上升 3.00 个百分点。

整体看，近年来，我国物流行业需求规模平稳增长，结构不断优化，运行效率有所提升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是由象屿集团旗下供应链服务相关子公司重组而成的大型供应链管理、投资及运营服务商，于 2011 年 8 月 29 日在上海证券交易所重组上市。公司基于“立足供应链，服务产业链”的经营理念，通过物流、商流、资金流、信息流四流合一的一体化流通服务平台，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。

公司位列 2019 年《财富》中国 500 强（上市公司）榜单第 40 位；在 2019 年中国 500 强“交通运输、物流、仓储业”行业子榜单中位列第 1 位；公司获评福建省第八轮农业产业化省级重点龙头企业和厦门市农业产业化市级重点龙头企业。

公司物流业务的客户包含世界 500 强在内的众多跨国公司、国内大型企业等，截至 2019 年 9 月底，公司基础物流体系在全国各地通过自有和包租等形式管理仓库，为客户提供仓储服务，仓库面积（包括保税区及非保税区）约 49.49 万平方米。2018 年以来，公司积极推进铁路物流资源的布局，完成对厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）的实际控制，形成了较完善的大宗货物铁路运输配送网络。公司于 2014 年以来开展黑龙江粮食产区的粮食收储业务，粮食仓储能力及仓容规模不断扩大，截至 2019 年 9 月底，公司自有和合作仓容已超过 1,500 万吨，辐射周边粮源约 2,500 万吨。

总体看，公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一，在经营规模、从业经验、综合物流服务能力等方面具备很强的竞争优势。

2. 人员素质

公司董事会成员共9名，其中董事长1名，副董事长1名，董事4名（含董事兼任总经理1名、董事兼任副总经理1名），独立董事3名；监事会成员3名，其中监事会主席1名、监事1名、职工监事1名；非董事高级管理人员7名，其中副总经理6名、董事会秘书1人。

公司董事长张水利先生，1965年出生，曾任厦门象屿宝发有限公司副总经理，厦门象屿国际贸易有限公司总经理，象屿集团贸易中心总经理、副总裁、总裁；现任公司董事长，象屿集团党委书记、董事长。

公司总经理邓启东先生，1970年出生，曾任象屿集团贸易中心总经理、象屿集团总裁助理、厦门象屿物流集团有限责任公司总经理；现任公司党委书记、董事、总经理，象屿集团党委委员。

截至2019年9月底，公司（合并口径）员工总数5,554人。从学历构成来看，研究生及以上占5.24%、大专和本科学历占58.39%、中专学历占9.24%、高中及以下占27.13%；从年龄结构看，30岁以下占36.15%、30~40岁占37.70%、40~50岁占18.56%、50岁及以上占7.58%。

总体来看，公司高管人员从业及管理经验丰富；公司员工以中青年员工为主，文化素质较高，有利于公司稳定长远发展。

3. 外部环境

公司位于福建省厦门市，从福建省情况来看，根据福建省委《关于制定福建省国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，“十三五”期间福建省将优化基础设施布局，着力互联互通，打造对接两洲、服务中西部、便利两岸往来的综合枢纽。同时发展壮大以东南国际航运中心为重点的海西港口群，推进干线铁路网、高速公路网、普通国省干线公路网和重点干线机场、支线机场与空港建设，加快建设综合运输站场，提升普通公路服务水平。加强与长三角、珠三角互动合作，探索建立产业、交通、环保等领域的协调机制，推动建设一批省际产业合作园区和合作项目，并加强跨省铁路、公路和港口等重大基础设施统筹规划布局与协同建设，深化福建省沿海港口与内陆省之间的物流供应链协作。

厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。目前厦门市从事物流相关经营的企业有2,000多家，其中具有一定经营规模的有200多家，包括众多国内外的知名物流企业。为了更好地促进厦门物流产业的发展，厦门市已相继完成了“四大物流园区（东渡—象屿—航空港物流园区、海沧物流园区、杏林物流园区、浏五店物流园区）”的规划工作。2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

总体看，公司外部发展环境良好，有利于公司持续发展。

五、管理分析

1. 治理结构

根据公司章程，公司按照《公司法》要求建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组

成的经营决策体系。

公司设股东大会，股东大会依法行使以下职权：决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或减少注册资本作出决议；修改公司章程等。

公司设立董事会，董事会是公司经营决策机构。截至2019年9月底，董事会由9名董事组成；董事会设董事长1名、副董事长1名、董事4名、独立董事3名；董事会任期3年。全体董事由股东大会选举产生；董事长和副董事长由董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。董事会行使下列职权：负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、回购公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项；决定公司内部管理机构的设置等公司章程以及股东大会授予的其他职权。

公司设立监事会，包括2名股东代表监事和1名职工代表监事，其中职工代表担任的监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席1名。监事会负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司的财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司常务副总经理、副总经理、财务负责人等。

总体看，公司法人治理结构完善，运行情况较好。

2. 管理体系

公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部等22个职能部门。为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《制度建设管理办法》《预算管理制度》《对外担保管理制度》《融资管理制度》等。

资金管理和控制方面，公司建立了《货币资金管理制度》《应收账款管理制度》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对投资企业实行资金集约管理；公司投资企业根据其五年财务规划、年度财务预算，每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况；此外，公司还对投资企业进行内部评信，确保业务发展的资金需求。

财务管理方面，公司根据投资层级，建立财务三级管理框架，即一级财务机构为象屿股份本部财务中心（含财务部、会计部、资金部），为公司及各业务板块决策机构服务；二级财务机构为下属各行业或子公司财务部，在各公司总经理的直接领导下和象屿股份本部财务中心的专业指导、管理、监督下开展财务工作，对各公司总经理负责。三级财务机构为各行业下属子公司、孙公司，在公司总经理的直接领导下和上级财务机构的专业指导、管理、监督下开展财务工作。

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》并贯彻执行。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，各级决策部门在对投资项目的方向定位、内外部环境、投资运营方案、经济可行性

等进行全面评估的基础上对具体投资方案做出决策。

融资管理方面，公司制定《融资管理制度》，规范公司融资管理，明确各层级融资工作职责。将公司权益性融资和债务性融资（包括不限于发行股票、配股、增发、发行可转换公司债券、向银行或非银行金融机构贷款、融资租赁等）纳入管理范畴。公司根据年度预算管理的要求编制融资计划，并经公司董事会通过确定年度融资额度。

预算管理方面，公司建立《预算管理制度》，推行全面预算管理，通过预算的制定，公司本部及下属子公司一起分析规划企业的发展举措，确定发展方向，跟踪并反馈预算执行情况，确保经营计划的实施和战略的执行。

担保制度方面，公司制定了《担保管理制度》并贯彻执行。公司仅对全资子公司、控股子公司提供担保，非经公司股东大会特别决议批准，公司不得对公司全资子公司、控股子公司以外的他人提供担保。按年为下属子公司提供担保的总额等事项提交董事会及股东大会审议后严格执行。

子公司管理方面，为明确母子公司各自的责、权、利和相互运作关系，公司依据《公司法》和《公司章程》制定相关管理制度，规范各下属公司董事会的议事和决策程序，明确了下属公司董事会、经营层、集团职能部门的职责，进一步加强了对子公司的管理控制，规范子公司的经营行为。

总体看，公司各项规章制度较为健全，符合业务发展要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以大宗商品采购分销服务及物流服务为主业，在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。

2016—2018年，公司主营业务收入逐年增长，分别为1,185.60亿元、2,029.92亿元和2,336.01亿元，年均复合增长40.37%；公司净利润逐年增长，分别为6.73亿元、9.94亿元和15.15亿元，年均复合增长50.05%。公司主营业务收入占营业总收入的比重均保持在99%以上，主营业务十分突出。

主营业务收入构成方面，2016—2018年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务业务占主营业务收入的比重均保持在99%以上。2017年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务实现收入2,022.46亿元，同比大幅增长70.82%，主要系公司主动优化客户结构和业务结构、深化业务转型和资源整合、主要贸易产品行情回暖，以及公司借助资本合作与相关行业经营实体设立合资公司扩大经营规模所致。2018年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务实现收入2,316.78亿元，同比增长14.55%，主要系能源化工、金属矿产和农产品贸易收入增长所致。公司其他业务主要包括小额贷款业务、造船、矿石选矿及加工等业务，占主营业务收入比重很小。2018年公司其他业务收入19.22亿元，较上年大幅增长11.76亿元，主要系公司造船业务合同订单增加所致。

从毛利率来看，2016—2018年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率波动下降。2017年，公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率为2.21%，较上年下降0.95个百分点，主要系公司全流程供应链管理服务模式处在培育初期，对客户的增值服务收益尚未充分体现，同时公司加大对核心物流资源的布局，短期内固定成本增加所致。2018年，大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率为2.61%，较上年上升0.40个百分点。2016—2018年，公司其他业务毛利率逐年下降，主要系造船业务毛利率较低所致。受以上因素影响，2016—2018年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为3.22%、2.28%和2.67%。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	金额	占比	毛利率									
大宗商品采购分销服务及物流服务	1,183.98	99.86	3.16	2,022.46	99.63	2.21	2,316.78	99.18	2.61	1,991.80	99.08	2.97
其他	1.61	0.14	45.93	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93	18.51	0.92	6.07
合计	1,185.60	100.00	3.22	2,029.92	100.00	2.28	2,336.01	100.00	2.67	2,010.31	100.00	2.99

注：1. 上表主营业务收入与营业收入差别主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）的装卸烘干等业务收入；2. 大宗商品采购分销服务及物流服务主要由贸易及物流两部分构成；3. 2018 年 5 月底，公司完成并购象道物流 20% 股权后持有象道物流 60% 的股权，实现对象道物流的控制并纳入合并报表范围。因此，公司自 2018 年 6 月起增加铁路物流服务业务；4. 公司配套大宗商品现货经营，运用期货工具对冲大宗商品价格波动风险，相应产生的公允价值变动损益及处置损益，未体现在毛利率中
 资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司实现主营业务收入 2,010.31 亿元，同比增长 17.91%；公司主营业务毛利率为 2.99%，较上年上升 0.32 个百分点。

总体看，近年来，公司大宗商品采购分销服务及物流服务收入持续快速增长，主营业务突出，毛利率水平较低。

2. 大宗商品采购分销服务及物流服务

公司大宗商品采购分销服务及物流服务是公司营业收入的主要构成部分，服务对象主要是供应链条上的产业型客户和流通型客户。

（1）大宗商品采购分销服务

业务模式

公司大宗商品采购分销服务为公司营业收入的主要来源。公司通过汇聚产业链上下游客户的需求，同时嫁接其具有竞争优势的大宗商品采购分销服务、供应链金融服务等，整合形成了从上游原料采购到下游产品销售的全程供应链综合服务平台，为客户提供原材料采购、产成品销售、物流运输、库存管理、资金信用等多环节的综合解决方案。公司经营的核心产品包括：金属矿产、能源化工、农产品。

公司大宗商品采购分销服务分为国内业务和进出口业务，以国内业务为主。2016—2018 年，公司国内业务比重分别为 80.12%、81.40% 和 82.12%，已形成以厦门、上海、广州、天津等城市为核心辐射全国的战略布局，销售区域主要集中在华东地区、华南地区、华北地区。公司进出口业务以进口为主，主要集中在亚洲和拉丁美洲。

采购模式方面，公司在主要经营产品领域与相应行业知名的生产商建立长期、良好的合作伙伴关系，成为其重要的采购分销商。在采购定价上，除随行就市的一对一谈判外，公司推动长约形式的合作，并与供应商在结价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于采购量相对较大，公司通过与供应商议价可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2016—2018 年，公司前五大供应商合计采购金额分别为 185.93 亿元、311.88 亿元、517.40 亿元，占采购总额的比例分别 16.19%、15.48% 和 22.58%，呈波动上升趋势，集中度一般。

销售模式方面，公司客户包括流通型客户和产业型客户。近年来，公司主动进行客户结构调整，逐步提升产业型客户的比重，优化业务结构，增加长约业务的比重。公司通过调整客户结构和业务结构，提升了销售数量、质量和渠道的稳定性。公司借助全产业链综合服务能力和商品研究能力，从单一赚取商品价格波动差价逐步升级为获取综合服务收益（涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益），并在为客户实现降本增效的同时获取供应链增值服务收益。2016—2018 年，公司前五大客户销售额合计分别为 155.82 亿元、235.88 亿元和 304.51 亿元，占销售总额的比重

分别为 13.08%、11.60%和 13.01%，呈波动下降趋势，集中度较低。

结算模式方面，公司为有效控制业务风险，对于贸易业务的结算模式实施较为严格的管理和控制。公司与上游供应商的结算方式主要包括款到发货、银行承兑汇票和信用证方式，其中预付款对象主要为规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。公司与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证、银行承兑汇票等，少量通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，公司为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。

市场波动风险管理方面，为规避价格剧烈波动对大宗商品贸易业务的影响，公司除了利用二次定价、公式结价、提供保证金、进行市场行情研判外，还利用期货市场进行套期保值，规避市场价格波动风险。

表 2 公司大宗商品采购分销服务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金属矿产	7,965,630.90	69.21	13,746,819.21	69.32	14,049,503.96	62.15	12,731,346.62	65.29
能源化工	2,058,292.86	17.88	4,578,525.73	23.09	6,472,715.00	28.63	4,814,337.64	24.69
农产品	755,333.33	6.56	935,034.21	4.71	1,715,038.24	7.59	1,722,921.97	8.84
其他	730,092.15	6.34	571,290.85	2.88	367,486.65	1.63	231,590.76	1.19
合计	11,509,349.23	100.00	19,831,670.00	100.00	22,604,743.84	100.00	19,500,196.98	100.00

注：1. 2016 年其他贸易品种包含平行进口车、白银和其他产品等；2. 2017—2018 年其他贸易品种包含平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶出口和其他非吨核算的商品等；3. 2017 年煤炭分类至金属矿产，2018 年重分类至能源化工；4. 大宗商品采购分销收入合计数与表 1 中大宗商品采购分销服务及物流服务的差异主要为物流相关收入
资料来源：公司提供

金属矿产

公司金属矿产贸易以黑色金属（含钢材）、有色金属、矿产品类为主。2016—2018 年，公司金属矿产贸易分别实现收入 796.56 亿元、1,374.68 亿元和 1,404.95 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 32.81%。2019 年 1—9 月，公司金属矿产贸易中，国内贸易占 84.90%，进出口贸易占 15.10%。

近年来，随着供应链服务的逐步完善，公司与上下游客户合作进一步增强，通过开展实体企业全程供应链服务项目，并建立多家合资公司，公司业务资源逐步丰富，同时，随着钢材等大宗商品价格回暖，金属矿产贸易规模逐年增加。

公司实体企业全程供应链服务模式有两种。第一种模式下，公司不仅介入生产型企业的采购与销售环节，还参与其生产调度和生产计划，生产模式主要为以销定产，结算周期约 30 天，一般以现金结算。截至 2018 年底，该模式下共有 3 个项目，业务品种为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。2018 年该模式实现收入 353.84 亿元，较上年减少 12.30%，主要是系公司为进一步提升经营质量，优化业务结构，调整低价值业务所致；公司实现毛利率 0.80%，毛利率水平很低。第二种模式为代采代销，公司仅介入生产型企业的采购与销售环节，不参与其生产调度，生产计划由客户确定。该模式下长期稳定且体量较大的主要合作客户有 1 家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁。2018 年该模式实现收入 349.69 亿元，较上年增长 79.59%，主要系客户生产稳定，需求量增加所致；当期实现毛利率 1.52%。

2016 年以来，公司与多家民营企业成立合资企业，主要包括厦门象屿铝晟有限公司（公司持股 51%）、厦门象屿同道供应链有限公司（公司持股 60%），并收购厦门环资矿业科技股份有限公司

（公司持股 59.21%）等，由公司派驻总经理、财务人员，依托合作方的产品竞争力、业务资源开展贸易业务，带动铝产品、矿产品大幅增长。目前，合资公司的贸易模式及风险控制与公司现有贸易模式相同，合资企业之间相互独立，但对于相同类型的原材料公司会进行合并，集中采购。2018 年合资公司为公司金属矿产业务贡献收入 228.82 亿元，同比大幅增加 152.55 亿元，主要系铝产品供应链业务拓展所致。

总体看，近年来，公司金属矿产供应链服务体系逐步完善，业务规模快速增长。

能源化工

公司能源化工贸易以有机类、塑化类为主。2016—2018 年，公司能源化工贸易分别实现收入 205.83 亿元、457.85 亿元和 647.27 亿元，呈快速增长趋势，年均复合增长 77.33%。2017 年，能源化工贸易收入同比大幅增长 122.44%，主要系石油类和有机类业务量增加所致。2018 年，公司化工产品贸易收入同比增长 41.37%，主要系公司将煤炭业务从金属矿产类调整到能源化工类所致。2019 年 1—9 月，能源化工贸易中，国内贸易占 73.89%，进出口贸易占 26.11%。

公司能源化工业务以河北、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，以直接销售给下游厂家为主，同时与市场中主要的贸易商建立联系，作为备用销售渠道。公司与中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司、新疆中泰化学股份有限公司等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。目前，化工产品大部分通过对锁方式销售给下游客户，其余部分公司自营，自营部分通过期货套期保值控制价格波动风险。

总体看，近年来，公司搭建了较完整的能源化工供销网络，并通过期货套期保值控制价格波动风险，能源化工贸易收入快速增长。

农产品

公司农产品贸易以粮食类、油脂油料类和木材类为主。2016—2018 年，公司农产品贸易分别实现收入 75.53 亿元、93.50 亿元和 171.50 亿元，呈快速增长趋势，年均复合增长 50.68%。2018 年，公司农产品贸易收入同比大幅增长 83.42%，主要系象屿农产持续发挥产地优势、港区的物流优势和销区的销售优势，业务规模增长所致。2019 年 1—9 月，公司农产品贸易中，国内贸易占 72.28%，进出口贸易占 27.72%。

公司农产品贸易业务经营主体主要为象屿农产和厦门象屿农产品有限责任公司。公司于 2013 年 9 月出资 4 亿元设立象屿农产（持股比例为 80%），于 2018 年 11 月完成象屿农产 20% 股权收购并完成工商变更登记，象屿农产成为公司的全资子公司。截至 2019 年 9 月底，象屿农产注册资本 21.25 亿元。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、收购、仓储、物流、分销等业务（仅粮食分销业务计入大宗商品采购分销服务，其余归属农产品物流服务）。截至 2018 年底，象屿农产总资产 147.47 亿元，净资产 41.61 亿元；2018 年，象屿农产实现营业收入 117.98 亿元，净利润 4.13 亿元。

公司粮食贸易供应商以当地农户和中小型公司为主，供应商较为分散，结算方式以现货现款为主；下游客户主要为大型深加工、养殖及饲料企业，公司与哈尔滨海大饲料有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司和新希望集团有限公司等国内前十大饲料企业建立了战略合作关系。结算方面，饲料企业对公司一般货到付款，结算周期通常为 7~15 天。

总体看，近年来，公司依托全链条的农产品综合服务平台开展粮食业务，经营规模快速扩张。

其他产品贸易

公司其他产品贸易主要包括平行进口汽车、白色家电、五金集采、船舶业务和其他非吨核算的商品等。2016—2018 年，公司其他产品贸易分别实现收入 73.01 亿元、57.13 亿元和 36.75 亿元，呈逐年减少趋势，年均复合减少 29.05%。2017 年，公司其他产品贸易收入同比减少 21.75%，主要系

白银等部分商品分类至金属矿产贸易所致。2018年，公司其他产品贸易收入同比减少35.67%，主要系受国家政策及贸易环境影响，汽车供应链规模下降所致。2019年1—9月，其他产品贸易中，国内贸易占8.02%，进出口贸易占91.98%。

公司于2015年开始经营平行进口汽车贸易，在原有汽车国际保税仓业务基础上，与福建车库巴士汽车有限公司设立福建省平行进口汽车交易中心有限公司（公司持股比例51%），作为平行进口汽车贸易业务运营主体，整合国外采购渠道和进口车源。目前平行进口汽车以代理为主，自营业务采用卖单或下家锁定的形式来进行。汽车品牌主要有丰田、奔驰、宝马、路虎、奥迪、日产等车型，采购渠道主要为中东地区、欧洲地区和北美地区。结算方面，进口采用开立信用证结算方式，销售则收取现款。2016—2018年，公司汽车供应链业务板块分别进口代理车辆10,439台、13,890台和9,700台，实现收入分别为36.19亿元、49.25亿元和31.17亿元。

总体看，近年来，公司其他产品贸易业务受国家政策及贸易环境影响较大，贸易收入有所减少。

（2）大宗商品物流服务

大宗商品物流服务是公司另一重要的业务板块，公司通过多年来的持续投入，已初步构建了全国性的物流网络体系，形成了公铁水多式联运、库存管理、国际物流、金融物流于一体的立体服务能力。2018年，公司通过控股象道物流掌握铁路物流网络核心资产，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系。

基础物流服务

公司基础物流业务经营主体主要为公司子公司厦门象屿速传供应链发展股份有限公司。公司基于较完善的基础设施（仓库、堆场、专业物流园区），逐渐培植起集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关、堆场服务、港口服务、园区运营服务等业务为一体的基础物流服务体系。2016—2018年，公司基础物流业务分别实现收入21.05亿元、31.63亿元和37.73亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长33.88%。

堆场方面，截至2019年9月底，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场33.83万平方米，能够全年为客户提供安全、高效、便捷的集装箱堆存及吊卸服务。同时公司拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，可提供冷冻箱PTI、冻柜商检，以及24小时码头不间断跟踪、监管及维修等各项服务。

表3 截至2019年9月底公司自营堆场情况（单位：平方米、个）

地理位置	厦门		福州	
	海天港区	海沧港区	马尾青州港区	福清江阴港区
堆场类型	非保税	保税/非保税	非保税	非保税
堆场总面积	115,177	138,419	21,807	62,897
场装面积	37,843	21,597	1,813	3,220
修箱场面积	19,317	21,562	1,800	1,200
冷藏箱插座	180	60	32	24

资料来源：公司提供

仓储方面，截至2019年9月底，公司在全国各地拥有自营仓库面积约49.49万平方米，主要分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海宝山区、广州黄埔区及青岛黄岛区等。

表4 截至2019年9月底公司自营仓库分布情况(单位:万平方米)

地理位置	厦门					福州		天津	上海	广州	青岛	其他地区
	保税区	高崎	现代物流园区	保税物流园区	海沧港区	马尾港区	江阴港区	北疆港区	宝山区	黄埔区	黄岛区	信阳、诸暨、滨州、临沂等
仓储面积	1.75	1.00	1.00	0.03	6.82	0.15	0.30	0.53	12.11	3.90	4.90	17.00
仓库类型	保税	非保税	非保税	保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税

资料来源:公司提供

运输配送服务方面,公司与国内各大口岸的物流供方签订了长期合作协议,与国内多家内贸散货、集装箱船公司保持着良好的战略合作关系,拥有完善的海外代理网络,获得主营航线上的仓位保障,可为客户提供大体量、长距离、低成本的水运服务。公司下属子公司厦门象屿物流配送中心有限公司是厦门第一个以城市城际配送和货运站功能于一体的大型配送项目,包括23,000平方米的仓库、32,000平方米的货运站及6,000平方米的配套停车场,是福建省规模最大的道路运输型配送中心。

物流园区方面,公司已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,包括厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、象屿泉州公路港等。初步形成了全国性的物流园区网络,聚合物流、贸易、加工、金融企业,形成产业集群效应,通过向客户提供综合性运营平台,获取租金收入、物业费、广告费、停车费和其他服务费。

总体看,近年来,公司基础物流业务收入逐年增长,在堆场、仓储、运输配送服务和物流园区建设方面,具有较强的综合竞争能力。

农产品物流服务

农产品物流服务领域,公司在产业链上游,提供土地流转、种肥农机服务、合作种植服务;在产业链中游,提供粮食收购、烘干、仓储、运输等各环节流通服务;在产业链下游,为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农产品采购供应服务(计入大宗商品采购分销)。

基础设施方面,截至2019年9月底,公司在粮食产区以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化、甘南、梅里斯九大综合仓储物流中心为核心节点,配备烘干、铁路专用线等资源。目前公司自有和合作仓容已超过1,500万吨,辐射周边粮源2,500万吨。公司在北方港区与锦州港、大连港、北良港、营口港合作经营和管理近100万吨港区库容,铁路运输范围覆盖东北三省,年运力超过400万吨;公司在南方港区经营和管理近45万吨港区库容,配载多家船公司10余条航线资源。

经营模式方面,公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等多项物流服务,收取相应的装卸费、仓储费及运输费。同时,公司还开展了国家粮食临储业务,即按照国家规定的收储价格向农民收购粮食,经过烘干、仓储,再运输交给国家指定粮库,一般粮食入库后3年内逐渐出仓。公司可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。农产品物流服务一般在完成服务后以现金或银行汇款结算,其中国储补贴由政府相关部门按月以银行汇款方式与公司结算。

公司农产品物流服务收入主要为粮食仓储收入(见下表5),另有少量代收粮业务收入。2016—2018年,公司农产品物流服务收入呈逐年减少趋势,分别为12.54亿元、10.91亿元和9.77亿元,年均复合减少11.73%,主要系粮食仓储收入减少所致。

表 5 近年来公司粮食代收业务收入构成情况 (单位: 万元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
仓储收入	125,346.56	55.10	106,923.91	60.23	96,718.07	61.52	57,312.70	63.82
装卸收入	25,222.45	40.24	4,268.69	-37.93	9,632.76	57.34	2,683.44	57.45
烘干收入	9,947.60	-15.84	615.81	-909.26	1,609.67	-32.86	93.94	-194.28
合计	160,516.61	48.37	111,808.41	51.15	107,960.49	59.74	60,090.08	63.13

资料来源: 公司提供

注: 仓储收入计入农产品物流服务收入, 装卸收入和烘干收入计入其他业务收入

粮食收储方面, 2016—2017 年收粮季、2017—2018 年收粮季和 2018—2019 年收粮季, 公司粮食收储规模分别为 146.66 万吨、125 万吨和 28 万吨, 年均复合减少 56.31%, 主要系①受玉米国家临储政策取消影响, 公司不再收储玉米; ②水稻市场整体库存水平较高, 供需阶段性宽松所致。

粮食出库方面, 2016—2018 年, 公司粮食出库规模分别为 13.11 万吨、185.88 万吨和 236.90 万吨, 主要系东北地区玉米深加工产能陆续投产, 玉米陈粮轮出规模增加所致。随着玉米陈粮的逐步轮出, 未来公司因承担国储粮保管任务而获取的收入规模将逐步减少。

总体看, 近年来, 公司建立了较完善的农产品物流服务体系, 并具有配套服务资源; 粮食出库逐年增加, 粮食收储规模逐年减少, 对未来粮食代收业务收入产生一定影响。

铁路物流服务

公司于 2017 年 6 月与厦门五店港物流供应链有限公司合资成立象道物流 (公司持股 40%), 正式进入铁路物流领域, 于 2018 年 5 月完成对象道物流 20% 股权收购实现控股, 获得了铁路物流网络核心资产。

公司在中西部地区的大宗商品集散区域, 拥有沿铁路线枢纽的铁路货场, 在铁路货场外围布局业务网点, 形成铁路货运业务辐射能力, 为公司构筑多式联运物流服务体系奠定了基础。公司铁路物流服务采取一票收费的方式 (针对一笔货物收取一揽子费用), 收费环节主要包括: 集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等。公司对非长期合作客户款到发货, 长期合作客户允许有一定的账期。

截至 2018 年底, 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), 拥有自备集装箱 27,000 余个, 配套集装箱堆场和仓库面积逾 220 万平方米, 常驻业务网点 20 余个, 形成了较完善的大宗货物铁路运输配送网络。截至 2018 年底, 象道物流总资产 45.49 亿元, 净资产 16.94 亿元; 2018 年实现营业收入 19.17 亿元¹, 净利润 1.82 亿元。

总体看, 近年来, 公司大宗商品物流服务业务快速发展, 初步构建起以铁路为核心的多式联运线路, 第三方物流服务能力逐渐提升。

3. 其他业务

公司其他业务主要有小额贷款业务、造船业务、矿石选矿及加工等业务, 占主营业务收入比重较小。2016—2018 年, 公司其他业务收入分别为 1.61 亿元、7.46 亿元和 19.22 亿元, 呈快速增长趋势, 年均复合增长 245.07%, 主要系造船及选矿业务收入逐年增长所致。

公司小额贷款业务由全资子公司黑龙江象屿小额贷款有限公司 (以下简称“象屿小贷”) 开展,

¹ 象道物流于 2018 年 5 月底通过非同一控制下企业合并纳入公司合并范围, 此处损益数字为象道物流 2018 年全年数据

主要服务于公司粮食收储业务。象屿农产在收储开秤前通过象屿小贷的自营贷款及委托贷款业务，向农户及收粮经纪人提供以粮食为质押的贷款。象屿小贷业务按性质分为两类，即委托贷款和自营贷款，其中委托贷款资金来源于股东或股东的其他子公司的委托资金，自营贷款资金来源于象屿小贷的注册资金及经营积累。2016—2018年，公司小额贷款业务余额分别为1.85亿元、28.15亿元和2.22亿元，余额波动较大，主要系收储开秤时间波动以及玉米收储规模减小所致。截至2019年9月底，象屿小贷发放贷款余额合计1.14亿元，其中自营贷款余额1.04亿元，全部为对农户的贷款；其余0.10亿元为委托贷款。截至2019年9月底，象屿小贷自营及委托贷款业务未出现逾期。

公司造船业务由控股子公司南通象屿海洋装备有限责任公司（以下简称“南通象屿”）开展。截至2018年底，南通象屿注册资本2.00亿元，公司持股36.00%。2018年，南通象屿实现营业收入9.49亿元，较上年大幅增长6.15亿元，主要系船舶业务合同订单增加，按造船进度结转收入所致。

总体看，近年来，公司其他业务经营状况良好。

4. 在建工程

截至2019年9月底，公司在建项目共4个，项目总投资18.19亿元，已投资9.83亿元。2019年10—12月，公司计划投资8.36亿元，公司未来投资规模不大，资金支出压力较小。总体看，公司在建项目未来资金压力不大。

表6 截至2019年9月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	已投资	投资进度	2019年10—12月投资计划
绥化象屿金谷30万吨罩棚项目	1.59	1.19	75.27	0.39
巩义象道货场建设项目	4.01	2.61	65.07	1.40
安阳象道货场建设项目	8.07	3.48	43.06	4.59
息烽象道货场建设项目	4.52	2.55	56.31	1.98
合计	18.19	9.83	--	8.36

注：大丰铁矿石加工、富锦铁路发放系统因进入验收、决算阶段，未在上表列示
资料来源：公司提供

5. 经营效率

2016—2018年，公司应收账款周转次数波动上升，分别为43.14次、68.47次和57.58次；存货周转次数波动上升，分别为14.49次、17.50次和16.05次；总资产周转次数波动上升，分别为3.97次、5.12次和4.66次。从同行业对比来看，公司经营效率位于同行业中上水平。

表7 同行业上市公司2018年经营效率指标对比（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
600153.SH	建发股份	56.08	2.32	1.43
600755.SH	厦门国贸	59.82	6.59	2.80
002183.SZ	怡亚通	5.42	7.14	1.55
600180.SH	瑞茂通	9.20	29.40	1.82
600093.SH	汇鸿集团	11.34	10.57	1.35
中位数		11.34	7.14	1.55
002726.SZ	厦门象屿	62.69	16.45	4.67

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用Wind数据
资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，公司整体经营效率较高，处于行业中上水平。

6. 经营关注

(1) 贸易环境变化风险

公司供应链业务面临较为激烈的同业竞争，盈利能力受宏观经济波动影响较大，中美贸易战可能对公司部分业务采购带来不利影响。

(2) 商品价格波动风险

公司大宗商品采购与供应业务中，经营的主要品种有化工塑料、农产品、金属等几大类产品，其中农产品受季节气候因素影响较大，价格容易出现波动；化工塑料产品为石油的衍生提取产品，受国际油价波动影响；钢材随铁矿石价格的变化波动。此外，上述大宗产品价格的波动往往随着全球经济周期变化而同向变化，加大了公司控制成本的难度，考虑到公司存货规模较大，若大宗商品价格大幅波动，公司存货可能存在一定减值风险。

(3) 上下游信用风险和资金占用风险

公司对上游大宗商品部分以预付货款的形式结算，对公司资金形成一定占用。若上下游企业出现信用风险，将对公司经营周转产生不利影响。

7. 未来发展

未来，公司将以建设互利共赢的绿色供应链为使命，以“创造流通价值，服务企业成长”为宗旨，明确供应链管理、投资、运营服务商的定位，提升核心竞争力。公司将继续巩固并强化农产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等核心产品供应链服务体系，提高市场占有率、提升资产收益率；挖掘产业链上的战略合作机会，提升供应链综合服务收益，探索培植收益率较高的新产品供应链，优化产业结构、分散经营风险、提高经济效益；把握“一带一路”、福建自贸区、海西经济区等战略机遇，结合国家政策导向及资源分布情况，通过多种方式布局关键的物流节点和市场网络，推动完善国内国际两个市场的物流服务体系搭建，提升物流资源整合能力和物流技术运用能力，重点培植专业细分领域物流能力，构建国内外多式联运物流服务体系。

总体看，公司战略定位清晰明确，立足自身优势加强供应链服务能力，实现产业链延伸，发展战略切实可行，符合公司发展需要。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2019 年 1—9 月财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2019 年 8 月 28 日，经第七届董事会第四十次会议审议通过，公司对 2018 年财务报表会计差错事项进行了调整，具体情况为：2019 年 7 月，根据银保监会 90 天以上逾期贷款全部纳入不良贷款考核口径及相关拨备覆盖率的监管要求，公司联营企业哈尔滨农村商业银行股份有限公司调整 2018 年贷款损失准备提取金额并用一般风险准备金弥补未分配利润负数，从而调节其 2018 年底归属于母公司所有者权益 7.10 亿元，调减 2018 年度净利润 7.10 亿元，调减 2019 年度年初归属于母公司所有者权益 7.10 亿元。公司按持股比例相调减 2018 年度投资收益 7,029.00 万元，调减 2018 年度净利润 7,029.00 万元，调减 2019 年初未分配利润和长期股权投资。本报告仍采用 2018 年审计报告中调整前的数据。

合并范围方面，2017年，公司合并范围较2016年新增子公司15家，减少子公司3家；2018年，公司合并范围新增子公司33家，其中，合并象道物流等公司38家，减少子公司5家；2019年1—9月，公司合并范围新增子公司9家，减少子公司5家。截至2019年9月底，公司纳入合并范围子企业共140家。公司主营业务未发生变化，会计政策连续，合并范围变化相对不大，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额547.93亿元，负债总额352.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）总额195.19亿元，其中归属于母公司所有者权益121.78亿元。2018年，公司实现营业收入2,340.08亿元，净利润（含少数股东损益）15.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.68亿元；经营活动产生的现金流量净额20.28亿元，现金及现金等价物净增加额21.03亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额680.38亿元，负债总额482.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）总额197.97亿元，其中归属于母公司所有者权益128.23亿元。2019年1—9月，公司实现营业收入2,012.42亿元，净利润（含少数股东损益）11.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.27亿元；经营活动产生的现金流量净额-88.23亿元，现金及现金等价物净增加额-9.13亿元。

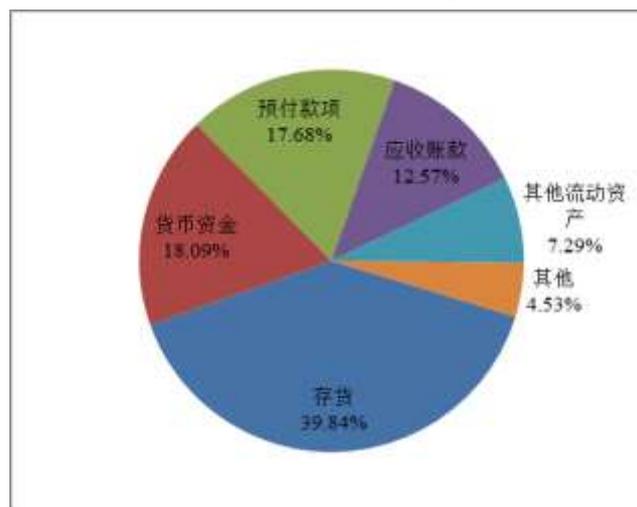
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长27.12%，主要系流动资产增加所致。截至2018年底，公司资产总额547.93亿元，较年初增长20.28%；其中，流动资产占70.87%，非流动资产占29.13%，公司资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长28.87%，主要系货币资金、存货、预付款项和其他流动资产增加所致。截至2018年底，公司流动资产合计388.33亿元，较年初增长16.76%；公司流动资产主要由货币资金（占18.09%）、应收账款（占12.57%）、预付款项（占17.68%）、存货（占39.84%）和其他流动资产（占7.29%）构成。

图5 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长77.55%。截至2018年底，公司货币资金70.25亿元，较年初增长45.43%，主要系公司供应链业务规模扩大及资金储备增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占87.39%）和其他货币资金（占12.61%），受限资金5.76亿元，主要为保证金，受限比例8.20%，受限比例较低。

2016—2018年，公司应收账款账面价值呈波动增长趋势，年均复合增长31.73%。截至2017年底，公司应收账款账面价值25.85亿元，较年初减少8.07%，主要系公司回款增加所致。截至2018年底，公司应收账款账面价值48.80亿元，较年初增长88.78%，主要系公司采用赊销和信用证结算的业务增加所致；其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额占比90.04%，其中1年以内的占93.73%、1~2年的占0.35%、2~3年的占2.36%、3年以上的占3.56%；公司应收账款前五名合计占比29.51%，集中度较低。截至2018年底，公司累计计提坏账准备3.63亿元，计提比例6.92%。

2016—2018年，公司预付款项呈波动增长趋势，年均复合增长17.81%。截至2017年底，公司预付款项70.96亿元，较年初增长43.43%，主要系供应链业务规模扩大预付货款增加所致。截至2018年底，公司预付款项68.66亿元，较年初减少3.24%；其中，账龄一年以内的预付款项占比91.80%；前五名预付款项合计占比37.84%，集中度较高。

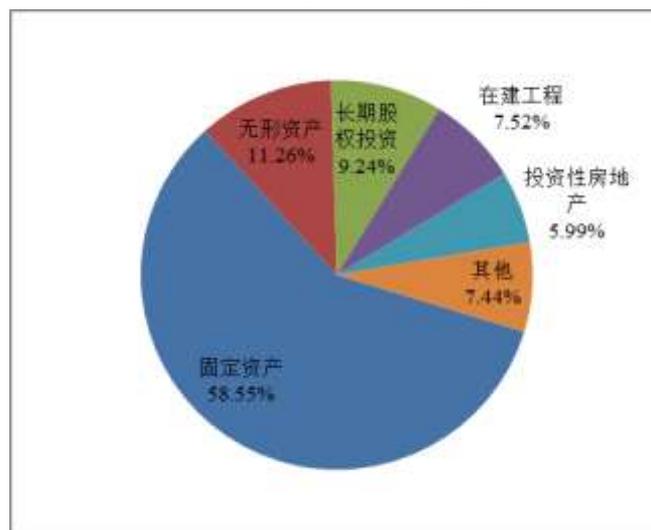
2016—2018年，公司存货呈逐年增长趋势，年均复合增长24.31%。截至2018年底，公司存货账面价值154.70亿元，较年初增长26.85%，主要系公司业务规模扩大及储备存货增加所致；公司存货主要为库存商品（占86.69%），公司累计计提存货跌价准备3.42亿元，计提比例为2.16%，考虑到近年来大宗商品价格的波动性较大，公司存货可能面临一定的跌价风险。

2016—2018年，公司其他流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长50.19%。截至2017年底，公司其他流动资产47.15亿元，较年初大幅增长275.54%，主要系象屿小贷的贷款业务增加所致。截至2018年底，公司其他流动资产28.32亿元，较年初减少39.94%，主要系象屿小贷收回贷款本金所致；公司其他流动资产主要由理财产品（占38.79%）、进项税额（占31.77%）、贷款业务（占7.93%）和资金信托计划（占7.06%）构成。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长23.12%。截至2018年底，公司非流动资产合计159.60亿元，较年初增长29.78%，主要系固定资产和无形资产增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占58.55%）、无形资产（占11.26%）、长期股权投资（占9.24%）、在建工程（占7.52%）、投资性房地产（占5.99%）和其他（占7.44%）构成。

图6 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司长期股权投资呈波动增长趋势，年均复合增长11.53%。截至2017年底，

公司长期股权投资 19.18 亿元，较年初增长 61.82%，主要系公司 2017 年新增对象道物流 6.00 亿元的投资所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资 14.74 亿元，较年初减少 23.13%，主要系公司对象道物流分步实现企业合并，不再计入对联营、合营企业投资所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产账面价值呈波动增长趋势，年均复合增长 4.68%。公司投资性房地产以成本法计量，主要包括仓库和办公楼。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值为 7.60 亿元，较年初减少 12.81%，主要系公司转出部分投资性房地产所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 9.56 亿元，较年初增长 25.67%，主要系公司新增对象道物流的投资性房地产所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产累计折旧和摊销合计 1.98 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长 38.35%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 93.45 亿元，较年初增长 56.11%，主要系公司新设或新纳入合并的子公司新增固定资产，如象道物流、讷河粮油等，以及子公司在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 44.83%）、构筑物及其他设施（占 31.54%）和机器设备（占 18.76%）构成。截至 2018 年底，公司累计计提固定资产折旧 12.07 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 87.09%，成新率较高。

2016—2018 年，公司在建工程账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长 51.16%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 12.01 亿元，较年初增长 80.02%，主要系公司新增对象道物流在建工程所致。

2016—2018 年，公司无形资产账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长 31.10%。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 17.98 亿元，较年初增长 47.82%，主要系公司新增对象道物流的无形资产所致。截至 2018 年底，公司无形资产主要为土地使用权（占 92.06%），公司无形资产累计摊销 1.72 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 37.62 亿元，主要用于抵押借款和缴纳保证金，占总资产比例为 6.87%，受限资产占较低。

表 8 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	57,631.04	1.05	冻结款、保证金
应收票据	200.00	0.00	质押
应收账款	1,487.09	0.03	应收账款保理借款
存货	22,925.69	0.42	期货仓单质押
其他流动资产	25,170.00	0.46	质押借款及开具承兑汇票
投资性房地产	35,428.89	0.65	抵押借款
固定资产	186,721.85	3.41	抵押借款
在建工程	5,201.86	0.09	抵押借款
无形资产	41,462.95	0.76	抵押借款
合计	376,229.35	6.87	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 680.38 亿元，较年初增长 24.17%，主要系公司预付款项和存货等流动资产增长所致。其中，预付款项 138.89 亿元，较年初增长 102.29%，主要系公司供应链业务规模扩大，与上下游经营性款项大幅增加所致；存货账面价值 207.31 亿元，较年初增长 34.01%，主要系公司供应链业务发展需要从而增加存货储备所致。截至 2019 年 9 月底，公司流动资产占

75.77%，非流动资产占 24.23%，流动资产占比有所上升。

总体看，近年来，随着业务规模扩大和外延并购扩张，公司资产规模逐年增长。公司资产构成以流动资产为主，受限资产规模较小，但大额应收账款、预付款项和存货对公司资金存在占用。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

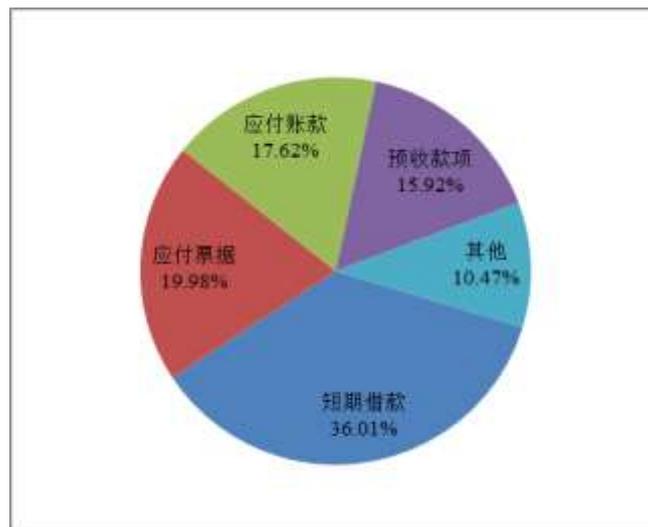
(1) 负债

2016—2018 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 24.09%，主要系非流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债总额 352.74 亿元，较年初增长 19.52%。从构成看，流动负债占 81.87%，非流动负债占 18.13%，以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 15.93%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 288.78 亿元，较年初增长 8.42%。公司流动负债主要由短期借款（占 36.01%）、应付票据（占 19.98%）、应付账款（占 17.62%）和预收款项（占 15.92%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 20.87%。截至 2017 年底，公司短期借款为 115.78 亿元，较年初增长 62.65%，主要系公司为满足供应链业务需求增加短期借款所致。截至 2018 年底，公司短期借款 104.00 亿元，较年初减少 10.18%；公司短期借款主要由保证借款（占 67.09%）、信用借款（占 10.58%）和贸易融资借款（占 21.37%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据呈波动增长趋势，年均复合增长 33.85%。截至 2017 年底，公司应付票据为 32.12 亿元，较年初减少 0.28%。截至 2018 年底，公司应付票据 57.70 亿元，较年初大幅增长 79.66%，主要系公司供应链业务优化结算方式，较多使用票据支付货款所致。

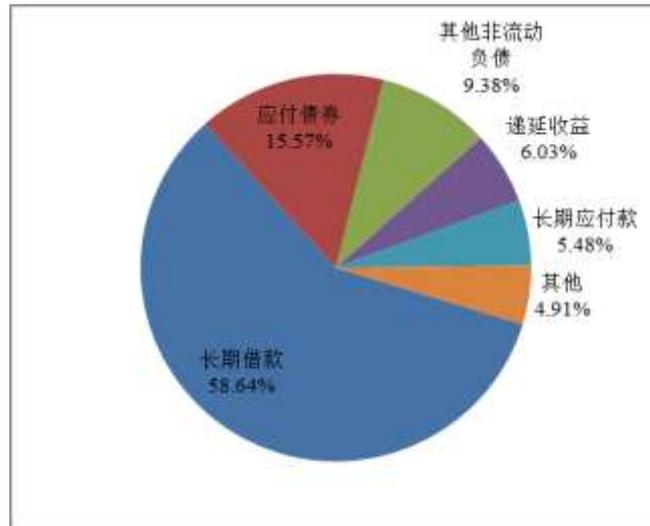
2016—2018 年，公司应付账款账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.38%。截至 2018 年底，公司应付账款账面价值 50.88 亿元，较年初增长 11.91%，主要系公司应付供应商货款和应付工程设备款增加所致；公司应付账款主要由应付货款（占 76.98%）、大宗商品物流应付款（占 10.58%）和应付工程设备款（占 10.30%）构成。

2016—2018年，公司预收款项呈波动增长趋势，复合增长25.17%，主要为预收货款。截至2017年底，公司预收款项51.20亿元，较年初增长74.50%，主要系公司预收客户货款和保证金增加所致。截至2018年底，公司预收款项45.97亿元，较年初减少10.21%，主要系公司预收客户货款减少所致。

非流动负债

2016—2018年，公司非流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长112.05%。截至2018年底，公司非流动负债63.96亿元，较年初增长122.24%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占58.64%）、应付债券（占15.57%）、长期应付款（占5.48%）、递延收益（占6.03%）和其他非流动负债（占9.38%）构成。

图8 截至2018年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司长期借款呈快速增长趋势，年均复合增长128.21%。截至2018年底，公司长期借款37.51亿元，较年初增长256.59%，主要系公司新增象道物流的长期借款所致。公司长期借款主要由保证借款（占45.09%）、抵押加保证借款（占52.87%）和信用借款（占15.45%）等构成。

2016—2018年，公司应付债券分别为0.00亿元、9.94亿元和9.96亿元，主要系公司于2017年发行的10.00亿元公司债券“17象屿01”。截至本报告出具日，公司尚有存续债券30.00亿元，包括一般公司债券10.00亿元（“17象屿01”）和永续中期票据20.00亿元（“17象屿股份MTN001”“18象屿股份MTN001”“19象屿股份MTN001”）。

表9 截至本报告出具日公司存续债券明细（单位：亿元、年）

债券名称	债券余额	发行期限	到期日期
17象屿01	10.00	5	2022-09-19
17象屿股份MTN001	10.00	5+N	2022-04-12
18象屿股份MTN001	5.00	3+N	2021-08-23
19象屿股份MTN001	5.00	3+N	2022-12-13

资料来源：wind，联合评级整理

2016—2018年，公司长期应付款呈逐年增长趋势，分别为0.01亿元、1.12亿元和3.50亿元，主要系公司售后回租形成的融资租赁款。

2016—2018年，公司递延收益呈逐年减少趋势，年均复合减少13.44%。截至2018年底，公司递

延收益3.85亿元，较年初减少14.49%，主要系政府补助结转所致。

截至2018年底，公司其他非流动负债6.00亿元，为公司向控股股东的长期借款。

2016—2018年，公司全部债务规模呈逐年增长趋势，分别为139.66亿元、176.58亿元和229.49亿元，年均复合增长28.19%，主要系长期债务增加所致。截至2018年底，公司短期债务占75.18%，长期债务占24.82%，以短期债务为主，债务结构有待改善。2016—2018年，公司资产负债率逐年下降，分别为67.56%、64.78%和64.38%；全部债务资本化比率波动下降，分别为55.94%、52.40%和54.04%，长期债务资本化比率逐年上升，分别为6.14%、11.85%和22.59%。公司整体债务负担重。

截至2018年底，公司其他权益工具中永续中期票据和可续期信托贷款合计25.00亿元，若将其计入长期债务并从所有者权益中扣减，截至2018年底，公司全部债务254.49亿元，其中短期债务172.54亿元，长期债务81.95亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为68.94%、59.93%和32.50%，债务负担进一步加重。

截至2019年9月底，公司负债总额为482.41亿元，较2018年底增长36.76%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占83.33%，非流动负债占16.67%，负债结构仍以流动负债为主。公司流动负债中短期借款较2018年底增长60.50%至166.92亿元，主要系供应链业务规模扩大，融资增加所致；预收款项较2018年底大幅增长51.87%至69.82亿元，主要系公司预收客户货款和保证金增加所致；其他流动负债较2018年底新增16.59亿元，主要系公司发行超短期融资券所致。

截至2019年9月底，公司全部债务336.57亿元，较年初增长46.66%，主要系短期借款增加所致；其中短期债务占78.15%，长期债务占21.85%。截至2019年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为70.90%、62.96%和27.08%，分别较年初上升6.53个百分点、8.93个百分点和4.49个百分点，债务负担进一步加重。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；债务规模快速扩张，整体债务负担重且短期偿债压力大，债务结构有待调整。

（2）所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长33.21%。截至2017年底，公司所有者权益为160.43亿元，较年初增长45.84%，主要系公司配股发行股票及发行永续债所致。截至2018年底，公司所有者权益合计195.19亿元，较年初增长21.67%，主要系未分配利润增加及发行永续中期票据所致；其中，归属于母公司所有者权益121.78亿元，占比62.39%。归属于母公司所有者权益中，股本占17.72%，资本公积占36.23%，其他权益工具占20.53%，未分配利润占24.38%。公司所有者权益稳定性一般。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计197.97亿元，较年初增长1.43%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司通过配股发行股票以及发行永续债券，公司所有者权益逐年增长，但少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，分别为1,190.67亿元、2,032.91亿元和2,340.08亿元，年均复合增长40.19%；公司净利润分别为6.73亿元、9.94亿元和15.15亿元，年均复合增长50.05%。

从期间费用看，2016—2018年，公司期间费用呈逐年增长趋势，年均复合增长38.30%，主要系销售费用和财务费用增加所致。2018年，公司期间费用为47.54亿元，同比增长33.45%，其中销售费用占60.85%，管理费用占12.80%，研发费用占0.40%，财务费用占25.96%。2016—2018年，公司销

售费用逐年增长, 年均复合增长38.91%, 主要系物流配套服务增加及运输费、港口费增加所致。2016—2018年, 公司管理费用逐年增长, 年均复合增长32.23%, 主要系薪酬费用及新设公司办公运营费用增加所致。2017—2018年, 公司研发费用分别为1,668.61万元²和1,890.73万元, 变化不大。2016—2018年, 公司财务费用逐年增长, 年均复合增长39.03%, 主要系债务规模增加所致。2016—2018年, 公司费用收入比逐年下降, 分别为2.09%、1.75%和2.03%, 公司期间费用对营业利润存在侵蚀。

从利润构成来看, 2016—2018年, 公司资产减值损失波动减少, 分别为4.73亿元、4.63亿元和4.69亿元, 主要包括坏账损失和存货跌价损失。2016—2018年, 公司公允价值变动收益波动较大, 分别为-3.25亿元、3.80亿元和-0.57亿元, 主要系期货合约2017年浮盈、2018年浮亏所致。2016—2018年, 公司投资收益逐年增长, 分别为-1.29亿元、1.81亿元和6.89亿元, 其中, 2016年投资收益为负主要系公司套期保值和贵金属合约业务亏损增加以及合作经营业务收益减少所致, 2017年投资收益转正主要系公司期货套保业务亏损减少以及本期无合作经营业务收益所致, 2018年投资收益较上年大幅增长主要系公司期货套保业务投资收益增加以及出售恒力股份股票取得收益所致。2016—2018年, 公司营业外收入波动减少, 分别为3.21亿元、0.91亿元和1.41亿元, 年均复合减少33.61%, 主要为政府补助和诉讼回款。2017—2018年, 公司其他收益分别为1.19亿元和1.66亿元, 主要为各类政府补贴。非经常性损益对公司利润总额影响较大。

从盈利指标看, 2016—2018年, 公司营业利润率波动下降, 分别3.29%、2.24%和2.66%; 总资产收益率逐年上升, 分别为5.18%、6.02%和6.31%; 总资产报酬率逐年上升, 分别为4.37%、5.18%和5.61%; 净资产收益率逐年上升, 分别为6.73%、7.35%和8.52%。从同行业主要上市公司比较来看, 公司盈利能力指标处于行业中等水平。

表 10 同行业上市公司 2018 年盈利能力情况对比 (单位: %)

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
600153.SH	建发股份	8.11	6.22	18.26
600755.SH	厦门国贸	3.43	6.18	9.42
002183.SZ	怡亚通	6.62	3.78	3.37
600180.SH	瑞茂通	7.87	5.29	8.69
600981.SH	汇鸿集团	4.98	7.75	18.90
中位数		6.62	6.18	9.42
600057.SH	厦门象屿	2.75	6.56	8.66

注: 为了增加可比性, 表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致; Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源: Wind

2019年1—9月, 公司实现营业收入2,012.42亿元, 较上年同期增长17.86%; 实现净利润11.26亿元, 较上年同期增长0.28%, 低于营业收入增速, 主要系销售费用大幅增加所致。

总体看, 近年来, 公司收入及利润规模快速增长, 非经常性损益对公司利润总额影响大, 整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动看, 2016—2018年, 公司经营活动现金流入量逐年增长, 分别为1,366.31亿元、2,390.86亿元和2,641.39亿元, 年均复合增长39.04%, 主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金

² 此处研发费用为公司2018年审计报告的上年同期数

增加所致；公司经营活动现金流出量逐年增长，分别为 1,344.10 亿元、2,419.80 亿元和 2,621.12 亿元，年均复合增长 39.65%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额波动减少，分别为 22.22 亿元、-28.94 亿元和 20.28 亿元。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 113.96%、117.31%和 112.54%，呈波动下降趋势，收入实现质量较好。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量逐年增长，分别为 10.02 亿元、25.73 亿元和 27.73 亿元，年均复合增长 66.33%。2017 年，公司投资活动现金流入量较上年大幅增加 15.70 亿元，主要系公司收回期货保证金及收回的理财款所致。2018 年，公司投资活动现金流入量较上年变化不大，主要系公司收回投资和取得投资收益的现金。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量波动减少，分别为 45.97 亿元、41.03 亿元和 44.07 亿元，年均复合减少 2.09%，主要系公司购买理财产品支付的现金及购建固定资产、无形资产支付的现金。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动现金净流出额波动减少，分别为 35.95 亿元、15.30 亿元和 16.34 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，分别为 309.36 亿元、502.63 亿元和 469.78 亿元，年均复合增长 23.23%，主要系公司借款及筹资规模增加所致。公司筹资活动现金流出量逐年增长，分别为 293.79 亿元、435.10 亿元和 453.37 亿元，年均复合增长 24.23%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金持续净流入，净流入量分别为 15.57 亿元、67.53 亿元和 16.40 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金净流出 88.23 亿元，投资活动现金净流入 0.56 亿元，筹资活动现金净流入 78.20 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流波动较大，收入实现质量较好，经营活动现金流无法满足公司投资活动资金需求，公司对筹资活动的依赖性较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司流动比率逐年上升，分别为 1.09 倍、1.25 倍和 1.34 倍；速动比率逐年上升，分别为 0.62 倍、0.79 倍和 0.81 倍，流动资产和速动资产对流动负债覆盖程度一般。2016—2018 年，公司现金短期债务比逐年上升，分别为 0.18 倍、0.35 倍和 0.43 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比率波动上升，分别为 10.34%、-10.87%和 7.02%，经营活动现金流净额对流动负债的覆盖程度一般。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 15.80 亿元、24.36 亿元和 33.49 亿元，年均复合增长 45.58%，主要系利润总额增长所致。2018 年，公司 EBITDA 较上年增长 37.49%，主要由折旧及摊销（占 15.98%）、计入财务费用的利息支出（占 26.46%）和利润总额（占 57.56%）构成。2016—2018 年，EBITDA 利息倍数逐年上升，分别为 3.12 倍、3.16 倍和 3.62 倍，EBITDA 对利息的保护程度尚可；EBITDA 全部债务比逐年上升，分别为 0.11 倍、0.14 倍和 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力持续提高。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 9 月底，公司（含子公司）尚未了结的未决诉讼或仲裁共计 86 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），主要系业务合同纠纷。其中，公司作为原告的案件有 81 件，涉及金额为 129,145.67 万元，其中，已进入执行阶段（包括执行中、已调解、已撤诉、已判决）的案件共 74 起，涉及金额 107,517.85 万元；作为被告的案件有 5 件，涉及金额为 4,103.00 万元，其中已进入执行阶段（包括执行中、已判决、已撤诉、已调解、已仲裁）共 3 起，涉及金额 3,835.00 万元。公

司从事大宗商品贸易及仓储服务，存在较多的未决诉讼、仲裁，系日常经营产生。截至 2019 年 9 月底，公司上述案件已累计计提坏账准备 45,318.23 万元及存货跌价准备 1,775.48 万元。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信 788.54 亿元，尚未使用额度 345.34 亿元，间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1035020600178260M），截至 2019 年 11 月 26 日，公司已结清信贷中有 76 笔不良和关注类贷款、147 类贸易融资关注类贷款、7 笔关注类票据贴现、122 笔关注类银行承兑汇票、255 笔关注类信用证和 2 笔关注类保函；此外，公司未结清信贷中有 2 笔欠息，金额合计 334.12 万元。上述不良信贷记录的产生主要是由于公司于 2011 年借壳夏新电子上市，沿用原夏新电子营业执照、贷款卡等信息所致，发生在 2011 年 8 月 29 日前的所有贷款信息均为夏新电子破产重整前未偿还债务；2011 年以来，公司无任何不良信息，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

总体看，近年来，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现尚可，但考虑到公司在股东背景、行业地位、经营规模等方面具有的综合竞争优势，其整体偿债能力很强。

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额为 129.16 亿元，较年初增长 2.71%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 26.69%，主要由其他应收款（占 64.36%）、货币资金（占 16.29%）、一年内到期的非流动资产（占 7.97%）和其他流动资产（占 8.38%）构成；非流动资产占 73.31%，主要由长期股权投资（占 98.17%）构成。

截至 2018 年底，公司本部负债总额为 24.39 亿元，较年初减少 1.63%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占 48.61%，主要由短期借款（占 42.16%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 17.35%）、其他应付款（占 20.01%）和一年内到期的非流动负债（占 17.71%）构成；非流动负债占 51.39%，主要由应付债券（占 79.45%）、长期借款（占 11.97%）和其他非流动负债（占 8.14%）构成。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 104.77 亿元，其中实收资本占 20.59%、资本公积占 52.11%、其他权益工具占 23.86%，盈余公积占 0.80%、未分配利润占 2.63%。

2018 年，公司本部营业收入为 0.75 亿元，净利润为 2.30 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流量净额为-7.82 亿元，投资活动现金流量净额为-4.18 亿元，筹资活动现金流量净额为 0.99 亿元。

总体看，公司本部资产负债率低，债务负担较轻，财务状况较为稳健。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对公司现有债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务总额为 336.57 亿元，本期拟发行债券规模不超过 8.00 亿元（含 8.00 亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务水平影响不大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，若将本期债券募集资金上限（8.00 亿元）调整计入长期债务，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 70.90%、62.96%和 27.08%上升至 71.24%、63.51%和 29.17%，债务负担进一步加重。考虑到本期债券募集资金用于偿还公司现有债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

截至 2019 年 9 月底，公司发行在外的永续中期票据和永续期信托贷款账面价值合计 25.00 亿元，若将其调整为长期债务，以 2019 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.87%、68.12% 和 38.11%，均较调整前有所上升。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 33.49 亿元，对本期债券发行额度上限（8.00 亿元）的保护倍数为 4.19 倍；公司经营活动现金流入量为 2,641.39 亿元，对本期债券发行额度上限（8.00 亿元）的保护倍数为 330.17 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；公司经营活动产生的现金流量净额为 20.28 亿元，为本期债券发行额度上限（8.00 亿元）的 2.53 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、经营规模、股东背景等方面的优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

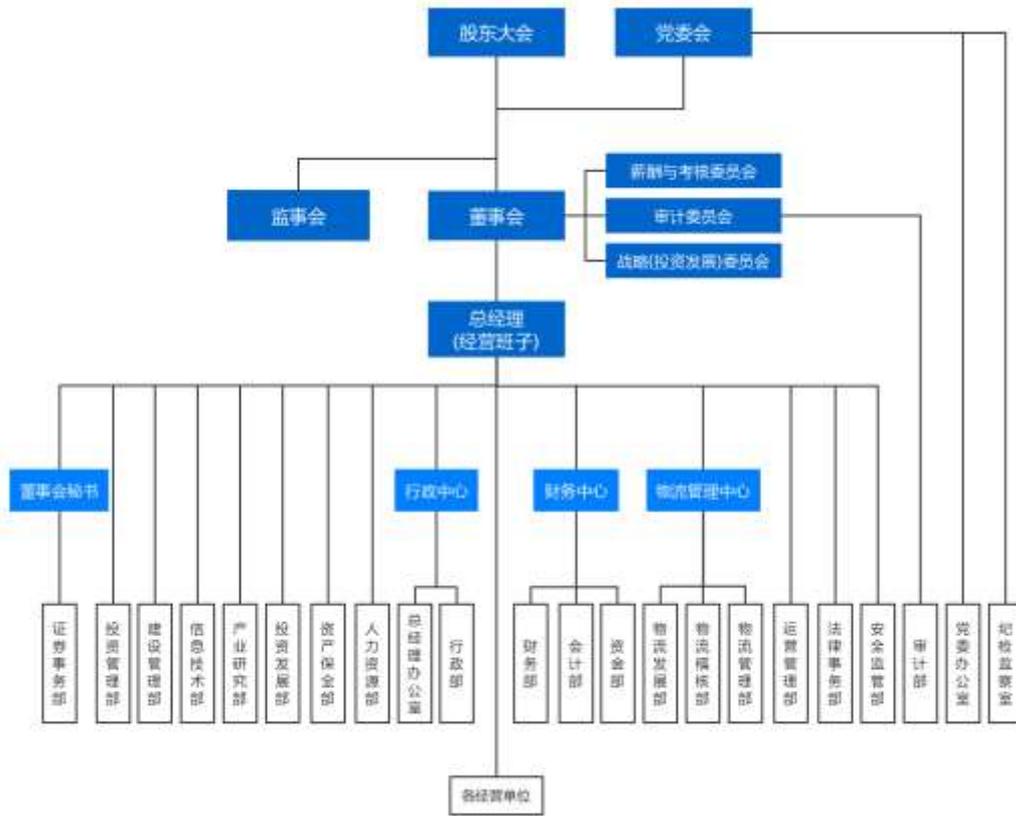
九、结论

公司作为国内大型供应链管理与服务企业之一，在股东背景、行业地位、经营规模、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具有综合竞争优势。近年来，公司贸易模式日趋成熟，贸易规模持续扩大，公司收入规模快速增长。2018 年 5 月，公司控股象道物流布局铁路运输，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，大宗商品物流服务能力显著提升。同时，联合评级也关注到公司所处贸易行业受宏观经济波动影响较大且行业竞争激烈，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金存在占用，公司债务负担重且短期偿债压力大、经营活动现金流量净额波动较大以及非经常性损益对利润总额影响大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来，随着公司供应链业务的持续拓展和全国性物流平台网络的建设，公司综合竞争力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底厦门象屿股份有限公司
组织结构图



附件 2 厦门象屿股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	339.10	455.56	547.93	680.38
所有者权益 (亿元)	110.00	160.43	195.19	197.97
短期债务 (亿元)	132.46	155.00	172.54	263.04
长期债务 (亿元)	7.20	21.57	56.95	73.52
全部债务 (亿元)	139.66	176.58	229.49	336.57
营业总收入 (亿元)	1,190.67	2,032.91	2,340.08	2,012.42
净利润 (亿元)	6.73	9.94	15.15	11.26
EBITDA (亿元)	15.80	24.36	33.49	--
经营性净现金流 (亿元)	22.22	-28.94	20.28	-88.23
应收账款周转次数(次)	43.14	68.47	57.58	--
存货周转次数 (次)	14.49	17.50	16.05	--
总资产周转次数 (次)	3.97	5.12	4.66	3.28
现金收入比率 (%)	113.96	117.31	112.54	109.95
总资本收益率 (%)	5.18	6.02	6.31	4.09
总资产报酬率 (%)	4.37	5.18	5.61	3.78
净资产收益率 (%)	6.73	7.35	8.52	5.73
营业利润率 (%)	3.29	2.24	2.66	2.98
费用收入比 (%)	2.09	1.75	2.03	2.21
资产负债率 (%)	67.56	64.78	64.38	70.90
全部债务资本化比率 (%)	55.94	52.40	54.04	62.96
长期债务资本化比率 (%)	6.14	11.85	22.59	27.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.12	3.16	3.62	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.14	0.15	--
流动比率 (倍)	1.09	1.25	1.34	1.28
速动比率 (倍)	0.62	0.79	0.81	0.77
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.35	0.43	0.27
经营现金流动负债比率 (%)	10.34	-10.87	7.02	-21.95
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.98	3.04	4.19	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3. 2019 年 1—9 月财务报告未经审计, 相关指标未年化; 4. 其他应付款、其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入相关指标测算

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年厦门象屿股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一年会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

厦门象屿股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。厦门象屿股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注厦门象屿股份有限公司的相关状况，如发现厦门象屿股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如厦门象屿股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至厦门象屿股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送厦门象屿股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年十二月二十五日