

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1444号

厦门象屿股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“17 象屿 01”的债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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

## 公司债券 2019 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17象屿01	3+2年	10.00亿元	AA+	AA+	2018年6月22日

跟踪评级时间：2019年6月21日

### 主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额(亿元)	455.56	547.93	659.89
所有者权益(亿元)	160.43	195.19	192.15
长期债务(亿元)	21.57	56.97	60.72
全部债务(亿元)	176.58	229.51	336.00
营业总收入(亿元)	2,032.91	2,340.08	552.20
净利润(亿元)	9.94	15.15	3.54
EBITDA(亿元)	24.36	33.89	--
经营性净现金流(亿元)	-28.94	20.28	-114.43
营业利润率(%)	2.24	2.66	3.30
净资产收益率(%)	7.35	8.52	1.83
资产负债率(%)	64.78	64.38	70.88
全部债务资本化比率(%)	52.40	54.04	63.62
流动比率(倍)	1.25	1.34	1.24
EBITDA全部债务比(倍)	0.14	0.15	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.16	3.51	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.44	3.39	--

注：1. 本报告中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；2. 长期应付款及其他非流动负债的债务已计入公司长期债务；3. 短期拆借款已计入公司短期债务；4. 2019年1~3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告中2017年财务数据为2018年审计报告的期初数/上年数；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

跟踪期内，厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）作为国有控股大型供应链管理与服务企业之一，在行业地位、经营规模、贸易渠道、大宗商品物流服务能力等方面仍具备较强竞争优势。2018年，公司持续向产业链上下游延伸，整体经营情况稳定，能源化工、金属矿产和农产品供应链收入快速增长，经营活动现金流状况大幅改善。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，搭建起北粮南运等多条高效物流通道，大宗商品物流服务能力显著提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到大宗商品价格波动性较大，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金形成较大占用，整体债务负担较重且短期偿债压力较大等因素可能对公司信用状况带来不利影响。

未来随着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。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“17象屿01”的债项信用等级为AA+。

### 优势

1. 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，行业地位仍突出，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仍具有很强的竞争优势。

2. 公司渠道和资源整合能力较强，2018年收购象道物流20%股权实现控股，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，综合服务能力提升，精细化管理能力加强，物流平台网络建设进一步完善。

3. 2018年，公司营业总收入与净利润保持增长，综合毛利率有所提高，经营活动现金流状况大幅改善。

4. 2018年，公司贸易业务仍以国内贸易为主，国内贸易金额及占比有所提升，在国际贸易摩擦加大的环境下，以内贸为主的业务结构对公司业务的稳定经营起到了良好的支撑作用。

#### 关注

1. 大宗商品价格易受宏观经济、季节性因素及供求关系的变化影响，公司存货规模较大，存在一定跌价风险且对运营资金存在占用。

2. 公司大宗商品贸易与上下游结算产生的预付款项和应收账款规模较大，对公司运营资金形成较大占用。

3. 公司债务负担较重且短期偿债压力较大。

#### 分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@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）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

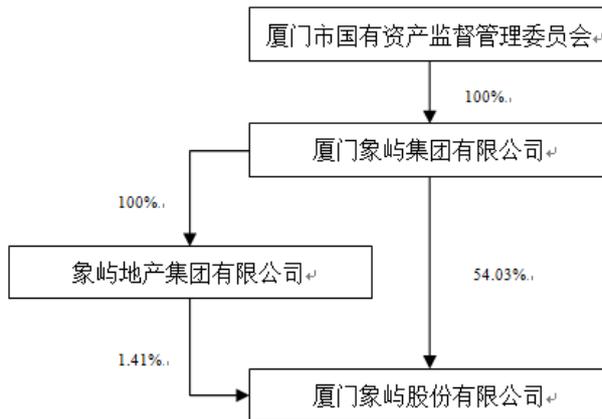
分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

## 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，初始注册资本 500.00 万元。历经多次增资扩股与股权变更，2011 年，公司借壳夏新电子股份有限公司在上海证券交易所上市。2012 年，公司股票简称变更为“象屿股份”，股票代码为“600057.SH”。2017 年，公司按每股配售 2.5 股的比例向股权登记日（2017 年 12 月 19 日）全体股东配售，此次配股共配售 2.87 亿股，新增股份上市流通日为 2018 年 1 月 8 日，配股完成后公司总股本变为 14.58 亿股。2018 年 5 月 17 日，公司股票简称变更为“厦门象屿”。2018 年，公司以 2017 年末总股本为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4.8 股，共计 7.00 亿股，新增流通股上市日期为 2018 年 6 月 8 日，转股完成后公司总股本变为 21.57 亿股。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 21.57 亿元；厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）仍为公司控股股东，直接持股比例为 54.03%，通过象屿地产集团有限公司间接持股比例为 1.41%；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”）仍为公司实际控制人。截至 2019 年 3 月底，象屿集团共质押 179,110,786 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 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理

2018 年，公司经营范围与主营业务未发生重大变化，公司职能部门设置较上年未作调整。截至 2019 年 3 月底，纳入公司合并范围的子公司共 140 家，公司在职工 5,638 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 547.93 亿元，负债合计 352.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 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 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 3 月底，公司合并资产总额 659.89 亿元，负债合计 467.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 192.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 123.61 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 552.20 亿元，净利润 3.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.62 亿元；经营活动现金流量净额-114.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.46 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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可 2017〔895〕号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过 10.00 亿元的公司债券。公司于 2017 年 9 月 19 日发行“厦门象屿股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”，发行规模为 10.00 亿元，票面利率为 5.18%，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，于 2017 年 9 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码为“143295.SH”，债券简称为“17 象屿 01”。

截至 2019 年 3 月底，“17 象屿 01”募集资金已按照核准的用途使用完毕，2017 年 9 月 19 日至 2018 年 9 月 18 日期间的利息已支付完毕。

## 三、行业分析

公司营业收入及利润主要来自大宗商品采购分销服务及物流服务，供应链管理服务行业对公司经营业绩及未来发展有重要影响。

### 1. 行业概况

2018 年，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。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。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。

目前，我国大宗商品供应链管理行业市场容量大、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。

对外贸易方面，进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，分别同比增长 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重为 57.8%，较 2017 年上升 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”

沿线国家合计进出口 8.4 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

总体看，2018 年以来中国经济增长面临的下行压力增加，部分企业融资压力加大，这一方面为供应链管理企业提供了较广阔的市场机遇，另一方面也使得供应链管理企业的客户信用风险提升；供应链管理行业面临的政策环境改善，行业竞争激烈，大宗商品供应链管理行业的集中度有望进一步提升，对贸易类公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

## 2. 行业政策

政策方面，2018 年 1 月，国民经济行业分类明确了供应链管理服务单列统计类别：商业服务业-7224-供应链管理服务，这将对供应链管理服务业持续、健康、有序发展发挥重要作用。供应链服务行业属于新经济、新业态，相对传统行业更注重轻资产运作，需具有相应独立的研究评价供应链服务行业的风险、资产质量等指标体系，供应链服务企业的银行授信和政策应用等将趋向于明朗化。2018 年 6 月，商务部、财政部联合发布《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建〔2018〕101 号，以下简称“通知”）。通知提出按照“市场主导、政策引导、聚焦链条、协同推进”原则，以城市为载体，聚焦民生消费行业领域，开展现代供应链体系建设。通知要求充分发挥“链主”企业的引导辐射作用，供应链服务商的一体化管理作用，加快推动供应链各主体各环节设施设备衔接、数据交互顺畅、资源协同共享，促进资源要素跨区域流动和合理配置，整合供应链、发展产业链、提升价值链，加快发展大市场、大物流、大流通，实现供应链提质增效降本。通知强调要围绕供应链组织形态推进供应链体系的标准化、智能化、协同化和绿色化，推动供应链体系的标准统一、物流规范、采购协同、信息互通、平台共享。

在未来几年内，政府将积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

## 3. 行业关注

### （1）行业竞争持续加剧

供应链管理行业属于充分市场化、竞争激烈的行业，行业结构和格局不断变化，行业集中度逐步提升，行业竞争持续加剧。

### （2）行业周期性较强，大宗商品价格波动加剧

大宗商品供应链管理行业与宏观经济形势密切相关，国际和国内宏观经济波动影响大宗商品市场的供需和价格。近年来，受全球宏观经济的不确定性以及国内经济增速放缓、结构性供给侧改革等因素影响，大宗商品价格波动加剧，加大了供应链管理企业的经营压力和决策难度。

### （3）中美贸易摩擦加大，影响进出口贸易业务

2018 年中美之间贸易摩擦加大，国际贸易保护主义加剧，对于涉及进出口贸易的大宗商品供应链管理企业，可能造成不利影响。

#### 4. 行业发展

从国际贸易的发展来看，中国与“一带一路”沿线国家的进出口总值持续增长，占比突出。2013~2018年，中国与沿线国家货物贸易进出口总额超过6万亿美元，年均增长4%，高于同期中国外贸的整体增速，占中国货物贸易总额的比重达到27.4%。中国与“一带一路”沿线国家的商品贸易往来，带来了大量的货物运输需求，为我国交通运输行业、特别是物流业的发展提供了动力。

从政策导向来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下，产业及产品结构调整与升级不断加快，中国企业国际竞争力将进一步增强。

从产业升级方向来看，在世界经济缓慢复苏、中国经济增长趋缓的环境下，制造业企业的核心竞争力将不再完全依赖直接生产成本的降低，寻求资源配置效率更高、流通成本更优的供应链解决方案成为制造业企业转型升级的必然选择。在此背景下，供应链管理行业的结构调整和产业升级有望持续深入，传统依靠低价取胜、垄断资源、单打独斗的时代已经结束，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强将带动大宗商品供应链服务领域的发展，并对大宗商品物流产生较大的推动作用，物流服务也从单一环节的传统服务向供应链一体化、信息化和智能化转变，行业集中度将进一步提升。贸易物流一体化、规模化运作将成为当前供应链服务企业的主要发展方向。

总体看，贸易物流一体化、规模化运作将成为供应链管理行业的重要趋势，行业结构调整和升级转型将持续深入。

### 四、管理分析

2018年，公司选举齐卫东先生为公司董事会董事，聘任张军田先生、张岳端先生为公司副总经理。

总体看，2018年，部分变动未对公司经营产生重大不利影响，公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

### 五、经营分析

#### 1. 经营概况

2018年，公司仍以大宗商品物流服务为核心，为供应链条上的产业型客户和流通型客户提供从原辅材料到半成品直至产成品之间的采购、供应、分拨、配送等流通服务。2018年，公司实现营业收入2,340.08亿元，较上年增长15.11%，主要系能源化工、金属矿产和农产品贸易收入增长所致；主营业务收入2,336.01亿元，仍主要来源于大宗商品采购分销及物流服务，占营业收入比重在99%以上，主营业务突出；其他收入19.22亿元，较上年增长11.76亿元，主要系制造业、造船及小贷业务收入增加所致。2018年，公司实现净利润15.15亿元，较上年增长52.39%，主要系大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率提高及投资收益增加所致。

表1 2016~2018年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	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
其他	1.61	0.14	45.93	7.46	0.37	22.87	19.22	0.82	9.93
<b>合计</b>	<b>1,185.60</b>	<b>100.00</b>	<b>3.22</b>	<b>2,029.92</b>	<b>100.00</b>	<b>2.28</b>	<b>2,336.01</b>	<b>100.00</b>	<b>2.67</b>

资料来源:公司年报

注:公司2018年大宗商品采购分销服务及物流服务收入包含象道物流6-12月的营业收入(公司于2018年5月底通过非同一控制实现合并)。

从毛利率来看,2018年,公司大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率2.61%,较上年上升0.40个百分点;其他业务毛利率9.93%,较上年下降12.94个百分点,主要系造船业务毛利率较低所致。综上,公司主营业务毛利率2.67%,较上年上升0.39个百分点。

2019年1~3月,公司实现营业总收入552.20亿元,较上年同期增长18.27%,主要系大宗商品采购分销服务及物流服务规模扩大所致;实现净利润3.54亿元,较上年同期增长4.17%。

总体看,2018年,公司仍以大宗商品采购分销服务及物流服务为主,业务规模进一步扩大,收入规模保持增长,主营业务毛利率有所上升。

## 2. 大宗商品采购分销

公司主营产品品种包括能源化工、金属矿产和农产品等三大类。其中,能源化工主要包括塑料(PE、PP、PVC等)、化工(甲醇、甲苯等)、聚酯原料(PTA、MEG)、煤炭;金属矿产主要包括钢铁(长材、板材、型材)、有色金属(铜、铝、锌、镍、铬)、各类矿产(矿砂);农产品主要包括粮食谷物、食品原料(油脂、白糖、奶粉等)及饲料原料(鱼粉、乳清粉等)。2018年,上述三大类产品贸易业务收入占比分别为28.63%、62.15%和7.59%,能源化工和农产品占比较上年有所提升。

表2 2016~2018年公司贸易产品分类收入情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
能源化工	205.83	17.88	457.85	23.09	647.27	28.63
金属矿产	796.56	69.21	1,374.68	69.32	1,404.95	62.15
农产品	75.53	6.56	93.50	4.71	171.50	7.59
其他	73.01	6.34	57.13	2.88	36.75	1.63
<b>合计</b>	<b>1,150.93</b>	<b>100.00</b>	<b>1,983.17</b>	<b>100.00</b>	<b>2,260.47</b>	<b>100.00</b>

资料来源:公司提供

注:公司商品供应链板块自2018年起按照新的商品类别归类,2016及2017年数据未做追溯调整。

2018年,公司能源化工销售收入647.27亿元,经营货量超过3,600万吨,其中烯烃、聚酯、PTA经营量居全国前列。

2018年,公司金属矿产销售收入1,404.95亿元,有色金属氧化铝贸易收入快速增长。公司聚焦核心客户,嵌入物流服务带动业务向产业链上下游延伸,金属矿产经营货量5,700万吨。2018年,公司铝产品板块业务实力进一步增强,氧化铝经营量同比增长超过4倍,市场占有率有所提升,名列市场前茅。

2018年,公司农产品销售收入171.50亿元,较上年大幅增长83.42%,主要系粮食贸易收入增长所致。此外,公司通过外延并购式发展,农业全产业链服务体系不断完善。

2018年,公司贸易业务仍以国内贸易为主,国内贸易额占比为82.12%,金额较上年增长14.99%;销售区域主要集中在华东地区、华南地区和华北地区。在国际贸易摩擦加大的环境下,以内贸为主的业务结构对公司贸易业务的稳定经营起到了良好的支撑作用。

从毛利率来看,2018年,公司国内贸易毛利率2.01%,较上年上升0.31个百分点,主要系能源化工产品毛利率提升所致;进出口贸易毛利率2.90%,较上年上升0.94个百分点,主要系金属矿产毛利率提升所致。

表3 2016~2018年公司贸易产品毛利率情况(单位:%)

项目	2016年		2017年		2018年	
	国内贸易	进出口贸易	国内贸易	进出口贸易	国内贸易	进出口贸易
能源化工	0.94	3.38	0.71	2.02	1.77	2.25
金属矿产	2.18	5.19	1.59	1.63	1.52	3.62
农产品	4.79	1.04	9.09	3.54	7.79	1.70
其他	3.20	2.44	1.54	2.12	1.92	3.98
合计	<b>2.07</b>	<b>3.82</b>	<b>1.70</b>	<b>1.96</b>	<b>2.01</b>	<b>2.90</b>

资料来源:公司提供

2018年,随着供应链服务的逐步完善,公司继续保持与上下游客户合作,开展实体企业全程供应链服务项目,公司业务资源较为丰富。

实体企业全程供应链服务项目模式有两种,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。2018年,该模式项目共3个,业务品种为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等。该模式为金属材料贸易贡献营业收入353.84亿元,毛利率0.80%,较上年提高0.21个百分点,因该模式仍处在培育初期,毛利率较低,收益水平尚未匹配收入增幅。

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。2018年,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,该模式为金属材料贸易贡献收入349.69亿元,毛利率1.52%,较上年下降1.81个百分点。

总体看,2018年,随着公司进一步强化物流服务能力并向产业链上下游延伸,公司能源化工、金属矿产和农产品销售额增长较快,贸易结构仍以内贸为主,主要贸易品种毛利率较上年有所上升。

### 3. 大宗商品物流服务

公司在发展贸易业务的过程中,构建并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务体系、和铁路物流服务体系。2018年,公司通过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。

#### (1) 基础物流服务体系

公司基于较为完善的基础设施(仓库、堆场、专业物流园区),培植起集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理等业务为一体的基础物流服务体系。截至2019年3月底,公司在厦门和福州的自营场堆面积为33.83万平方米,场装总面积6.45万平方米,修箱场总面积4.39万平方米,共计拥有冷藏箱插座296个。截至2019年3月底,公司自营仓库43.82万平方米,其中保税仓库面积1.78万平方米,非保税仓库面积42.04万平方米,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、广州黄埔港区。

表4 截至2019年3月底公司自营场堆情况（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	115,177.00	138,419.00	21,807.00	62,897.00
场装面积	37,843.00	21,597.00	1,813.00	3,220.00
修箱场面积	19,317.00	21,562.00	1,800.00	1,200.00
冷藏箱插座	180.00	60.00	32.00	24.00

资料来源：公司提供

## （2）农产品物流服务体系

2018年，公司“农业全产业链服务”体系不断完善。在产业链上游，公司提供土地流转、种肥农机服务和合作种植服务。在产业链中游，公司提供粮食收购、烘干、仓储、运输等各环节流通服务：2018~2019年收粮季，公司共代收国储粮食28万吨，较上年减少97万吨，主要系玉米临储政策取消及水稻收储量减少所致；粮食总出库量236.90万吨，较上年增长25.66%；2018年，公司粮食综合物流获得各类收入共计10.80亿元，包括仓储收入9.67亿元、烘干收入0.16亿元和装卸收入0.96亿元。在产业链下游，公司为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农副产品采购供应服务。截至2018年底，公司在北方港口中转通货能力1,000万吨，南方港口吞吐量800万吨。

## （3）铁路物流服务体系

2018年，公司完成对厦门象道物流有限公司（以下简称“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，在此基础上继续推进河南、贵州等地铁路货运场站的物流配套设施和铁路专用线建设，提升网点服务能力，实现铁路物流服务收入8.81亿元<sup>1</sup>，毛利率20.10%。2018年，象道物流共经营货量1,234万吨，发送566万吨、到达351万吨、仓储317万吨，主要品种为煤炭、氧化铝、铝锭、瓷砖；实现营业收入19.17亿元，净利润1.82亿元。公司以铁路物流服务为核心，推动构建多式联运运输线路，初步形成北粮南运、北煤南运、氧化铝跨省流通等多条高效物流通道。

总体看，2018年，随着完成控股象道物流，公司大宗商品物流服务业务快速发展，逐步构建起以铁路为核心的多式联运线路；未来随着全国性物流平台网络的建成，公司第三方物流服务能力将进一步提升。

## 4. 重大事项

2018年5月，公司经厦门市人民政府国有资产监督管理委员会核准（厦国资函〔2018〕34号），收购象道物流20%股权，评估价值为32,845.47万元。5月23日，公司完成股权变更手续，变更后，公司持有象道物流60%的股权，实现控股。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，净利润1.82亿元。

2018年7月，公司向厦门象金投资合伙企业（有限合伙）收购象屿农产20%股权，并于2018年11月完成工商变更登记，象屿农产成为公司的全资子公司。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食代收和销区的粮食贸易等业务。截至2018年底，象屿农产总资产147.47亿元，净资产41.61亿元；2018年实现营业收入117.98亿元，净利润4.13亿元。

总体看，2018年，公司收购象道物流和象屿农产，有利于增强公司在铁路物流和农产品物流方

<sup>1</sup>铁路物流服务为象道物流2018年6~12月份经营情况（公司于2018年5月底通过非同一控制实现合并）

面的服务能力，进一步提升公司的综合竞争力。

## 5. 在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目共 6 项，计划总投资 26.94 亿元，主要为货场建设项目及铁路发放系统项目。截至 2019 年 3 月底，公司已投资 16.88 亿元，投资进度 62.64%；2019 年 4~12 月，计划投资 10.07 亿元，公司面临一定的资金支出压力。项目建成后，将提升公司的大宗商品物流服务能力，巩固公司行业地位。

表5 截至2019年3月底公司在建工程项目情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资	已投资	投资进度	2019年4~12月计划投资
安阳象道货场建设项目	80,723.00	34,758.00	43.06	45,965.00
息烽象道货场建设项目	45,214.47	25,459.53	56.31	19,754.94
巩义象道货场建设项目	40,067.87	23,074.08	57.59	16,993.79
富锦金谷铁路发放系统项目	51,583.00	44,662.00	86.58	6,921.00
江苏大丰铁矿石加工项目	35,972.00	29,142.00	81.00	6,830.00
绥化象屿金谷30万吨罩棚项目	15,857.76	11,667.88	73.58	4,189.88
<b>合计</b>	<b>269,418.10</b>	<b>168,763.49</b>	<b>62.64</b>	<b>100,654.61</b>

资料来源：公司提供

## 6. 经营关注

### （1）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，此类产品的价格也容易出现相应波动，钢材随铁矿石价格的变化也将有所波动，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。同时考虑到公司存货规模较大，若大宗商品价格大幅波动，将存在较大的减值风险。

### （2）上下游信用风险和资金占用风险

公司对上游大宗商品的供应商的结算方式方面，部分产品以预付货款的形式结算，对公司资金形成较大占用。此外，公司对下游客户的应收账款规模增长较快。若因上下游企业出现信用风险，公司应收账款和预付账款将出现坏账风险。

## 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。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2018 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2019 年一季度财务报表未经审计。公司执行财务部于 2017 年发布的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》和《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（上述准则以下简称“新金融工具准则”），公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，仅对 2019 年年初公司持有的新金融工具准则规定的金融资产和金融负债进行重新分类和计量，并对留存收益或其他综合收益年初数进行相应调整，不对以前年度追溯调整；公司执行财政部 2018 年发布《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），并对可比期间数据相应调整。以上两项会计政策变更对近两年公司财务数据的可比性影响不大。

2018 年，公司纳入合并报表的子公司总共 136 家，较 2017 年新增 33 家，合并象道物流等公司 38 家，减少子公司 5 家。上述子公司的规模相对不大，公司财务数据的可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 547.93 亿元，负债合计 352.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 195.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 121.78 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,340.08 亿元，净利润 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 3 月底，公司合并资产总额 659.89 亿元，负债合计 467.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）192.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 123.61 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 552.20 亿元，净利润 3.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.62 亿元；经营活动现金流量净额-114.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.46 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 547.93 亿元，较年初增长 20.28%，主要系非流动资产增加所致；其中，流动资产占 70.87%，非流动资产占 29.13%，仍以流动资产为主。

#### （1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 388.33 亿元，较年初增长 16.76%，主要系货币资金、应收账款和存货增加所致；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%）等构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 70.25 亿元，较年初增长 45.43%，主要系供应链业务规模增长及资金储备增加所致。截至 2018 年底，公司受限资金合计 5.76 亿元，占货币资金的比例为 8.20%，主要为冻结款和保证金，受限程度一般。

截至 2018 年底，公司应收账款 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，单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占比 4.29%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占比 95.16%。截至 2018 年底，公司已计提坏账准备 3.63 亿元，计提比例 6.92%，计提较为充分。

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%；前五大预付款项合计占比 37.84%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司存货 154.70 亿元，较年初增长 26.85%，主要系业务规模扩大及储备存货

增加所致；存货余额中，库存商品占比 86.69%，其余为原材料、建造合同形成的已完工未结算资产、委托加工物资等；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高，公司存货面临一定的跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 28.32 亿元，较年初减少 39.94%，主要系下属子公司象屿小贷收回贷款本金所致；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

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、无形资产增加所致；非流动资产主要由固定资产（占 58.55%）、无形资产（占比 11.26%）、长期股权投资（占 9.24%）、在建工程（占 7.52%）和投资性房地产（占 5.99%）等构成。

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①新设或新纳入合并的公司新增固定资产，如象道物流、讷河粮油等；②子公司在建工程转固，如富锦金谷粮储及物流项目。截至 2018 年底，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，公司累计计提折旧 12.07 亿元，固定资产成新率为 87.09%，成新率较高。

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%，主要系新增象道物流的无形资产所致；无形资产主要由土地使用权（占 92.06%）构成。

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；长期股权投资权益法下确认的投资收益 1.39 亿元，收益情况较好。

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%，主要系新增象道物流的在建工程及子公司在建工程转固所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 9.56 亿元，较年初增加 25.67%，主要系新增象道物流的投资性房地产所致，其中 3.54 亿用于抵押借款；公司投资性房地产采用成本模式计量，截至 2018 年底，累计折旧和摊销合计 1.98 亿元，公司投资性房地产存在一定的增值空间。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 37.62 亿元，主要来自货币资金、固定资产、无形资产和存货，占资产总额的 6.87%，受限比例一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 659.89 亿元，较年初增长 20.43%，主要系根据供应链业务发展需要，应收账款、预付款项和存货增加所致；其中，流动资产占 75.43%，非流动资产占 24.57%，流动资产占比较年初有所上升。

总体看，2018 年底，由于并购象道物流，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，资产受限比例较低；但大额应收账款、预付款项和存货对公司资金占用显著。整体看，公司资产质量尚可。

## 3. 负债及所有者权益

### （1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 352.74 亿元，较年初增长 19.52%，主要系非流动负债增加所致；其中，流动负债占比 81.87%，非流动负债占比 18.13%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 288.78 亿元，较年初增长 8.42%，主要系应付票据和应付账款增加所致；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%）等构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 104.00 亿元，较年初减少 10.18%，主要系公司保证借款及信用借款规模减少所致；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%）等构成。

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。

截至 2018 年底，公司应付账款 50.88 亿元，较年初增长 11.91%，主要系供应链业务规模扩大，应付供应商货款和应付工程设备款增加所致；应付账款主要由货款（占 76.98%）、大宗商品物流应付款（占 10.58%）和工程设备款（占 10.30%）构成。

截至 2018 年底，公司预收款项 45.97 亿元，较年初减少 10.21%，主要系预收客户货款减少所致；公司预收款项主要由货款（占 98.57%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 63.96 亿元，较年初大幅增长 122.24%，主要系长期借款增加所致；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%）和其它非流动负债（占 9.38%）等构成。

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。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司借款期限分布情况（单位：亿元、%）

期限	短期借款	一年内到期 非流动负债	长期借款	公司债	合计
1 年以内	185.81	7.36	0.00	0.00	<b>193.17</b>
1~2 年（含 2 年）	0.00	0.00	4.47	0.00	<b>4.47</b>
2~3 年（含 3 年）	0.00	0.00	8.34	0.00	<b>8.34</b>
3 年以上	0.00	0.00	28.74	10.00	<b>38.74</b>
<b>合计</b>	<b>185.81</b>	<b>7.36</b>	<b>41.55</b>	<b>10.00</b>	<b>244.72</b>

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司应付债券 9.96 亿元，较年初增长 0.22%，保持稳定，系公司发行的“17 象屿 01”。

截至 2018 年底，公司长期应付款 3.50 亿元，较年初增长 214.10%，主要系融资租赁款增加所致。

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，全部为 2018 年新增，主要系向控股股东的长期借款。

截至 2018 年底，公司全部债务 229.51 亿元，较年初增长 29.98%；其中，短期债务占比 75.18%，长期债务占比 24.82%，仍以短期债务为主，债务结构有待调整。截至 2018 年底，公司资产负债率为 64.38%，较年初下降 0.41 个百分点；全部债务资本化比率为 54.04%，较年初上升 1.64 个百分点；长期债务资本化比率为 22.59%，较年初上升 10.74 个百分点。整体看，公司债务负担较重，但仍属可控。

2017 年，公司发行 10 亿永续债（含权中票）、10 亿信托贷款，2018 年，公司发行 5 亿永续债（含权中票），均计入其他权益工具。若将以上 25 亿其他权益工具调整计入长期债务，则截至 2018 年底，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 68.94%、59.93% 和 32.51%，债务负担进一步加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 467.74 亿元，较年初增长 32.60%，主要系短期借款及预收客户货款、保证金增加所致；其中，流动负债占比 85.65%，较年初进一步提升。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 336.00 亿元，较年初增长 46.40%，主要系短期借款所致；其中，短期债务占比 81.93%，长期债务占比 18.07%，仍以短期债务为主；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 70.88%、63.62% 和 24.01%，较年初有所上升。若将永续债等其他权益工具调整计入长期债务，截至 2019 年 3 月底，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将分别为 74.67%、68.35% 和 33.90%，债务负担进一步加重。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；公司整体债务负担较重，且以短期债务为主，公司存在一定的短期偿债压力。

#### (2) 所有者权益

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%，主要系股本和未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比 62.39%，少数股东权益占比 37.61%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 17.72%，资本公积占比 36.23%，其他权益工具占比 20.53%，未分配利润占比 24.38%。公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司实收资本 21.57 亿元，较年初增长 48.00%，主要系资本公积转增资本所致。

截至 2018 年底，公司未分配利润 29.68 亿元，较年初增长 35.12%，主要系公司业务规模扩大，利润增长所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 192.15 亿元，较年初减少 1.56%；其中，归属于母公司所有者权益占比 64.33%，权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，随着公司通过外延并购扩张，公司所有者权益规模有所增长，少数股东权益及未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 2,340.08 亿元，较上年增长 15.11%，主要系金属矿产和能源板块营业收入增加；净利润 15.15 亿元，较上年增长 52.39%，主要系供应链盈利能力提高及投资收益增加所致；其中，归属于母公司所有者的净利润 10.68 亿元，较上年增长 49.52%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 47.54 亿元，较上年增长 33.45%，主要系财务费用增加所致；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%，销售费用占比较高。2018 年，公司销售费用 28.93 亿元，较上年增长 23.62%，主要系公司物流服务能力增强，铝产品、塑化产品等核心产品供应链业务中物流配套服务增加，此外农产品、煤炭业务量增长，相应的运输、港口费用增加所致；管理费用 6.08 亿元，较上年增长 42.92%，主要系绩效薪酬增加及新设公司和海外平台拓展的人员薪酬及办公运营费用增加所致；研发费用 1,890.73 万元，较上年增长 13.31%，主要系研发项目投入增加所致；财务费用 12.34 亿元，较上年增长 58.12%，主要系融资规模增加且相应利息支出增加，且汇兑损失增加所致。2018 年，公司费用收入比为 2.03%，较上年小幅上升。

从利润构成来看，2018 年，公司资产减值损失 4.69 亿元，较上年增长 1.36%，主要来自存货跌价损失和坏账损失；公允价值变动收益-0.57 亿元，较上年由正转负，波动较大，主要系持有的期货套保合约公允价值变动本期亏损所致，该公允价值变动损益与公司主营业务经营损益密切相关；公司实现投资收益 6.89 亿元，较上年大幅增长，占营业利润的比例为 38.10%，主要系期货套保业务投资收益增加及出售恒力股份股票取得收益所致；其他收益 1.66 亿元，占营业利润的 9.19%，主要政

府补助摊销增加所致；公司营业外收入 1.41 亿元，较上年增长 55.23%，占营业利润 7.82%，主要系诉讼回款增加、收到政府补助增加及新增象道物流股权产生的收益所致。投资收益和营业外收入对公司利润水平有较大影响。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 2.66%，较上年上升 0.42 个百分点，主要系业务毛利率上升所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.41%、5.69% 和 8.52%，较上年均有小幅上升。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 552.20 亿元，较上年同期增长 18.27%，主要系大宗商品供应链服务规模扩大所致；实现净利润 3.54 亿元，较上年同期增长 4.17%。

总体看，2018 年，公司收入规模有所增长，营业外收入和投资收益对公司利润总额有较大影响，公司整体盈利能力基本保持稳定。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 2,641.39 亿元，较上年增长 10.48%，主要系供应链业务优化结算方式，较多使用票据支付货款及粮食业务加速资金回笼所致；经营活动现金流出 2,621.12 亿元，较上年增长 8.32%，主要系业务规模扩大所致。综上，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 20.28 亿元，由净流出转为净流入。2018 年，公司现金收入比为 112.54%，较上年下降 4.76 个百分点，但收入实现质量仍属较高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 27.73 亿元，较上年增长 7.79%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 44.07 亿元，较上年增长 7.42%，主要系支付期货保证金增加所致。综上，2018 年，公司投资活动现金流量净额为-16.34 亿元，净流出规模较上年小幅增长。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 469.78 亿元，较上年减少 6.54%，主要系取得借款所收到的现金较上年减少所致；筹资活动现金流出 453.37 亿元，较上年增长 4.20%，主要系到期偿债规模增加所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 16.40 亿元，较上年减少 75.71%，公司对筹资活动的依赖性较大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-114.43 亿元，仍为现金净流出，主要系受粮食业务季节性因素影响、象屿农产粮食收购资金占用增加及供应链业务规模扩张所致；投资活动现金流量净额-13.17 亿元，主要系收益类产品支出增加所致；筹资活动现金流量净额 101.55 亿元，较上年同期增长 81.22%，主要系取得借款规模增加所致。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，收入实现质量仍属较高；投资活动现金流仍为净流出；考虑到公司业务扩展及在建工程仍需项目资金投入，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，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.25 倍小幅上升至 1.34 倍，速动比率由年初的 0.79 倍小幅上升至 0.81 倍；现金短期债务比由年初的 0.35 倍上升至 0.43 倍。公司短期偿债能力略有提升。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 33.89 亿元，较上年增长 39.12%，主要系利润总额增加所致；其中，折旧及摊销占 15.79%，计入财务费用的利息支出占 27.32%，利润总额占 56.89%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.16 倍上升至 3.51 倍，EBITDA 全部债务比由

上年的 0.14 倍上升至 0.15 倍。整体看，公司长期偿债能力略有提升。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内取得的银行授信额度合计 777.80 亿元，已使用额度 440.14 亿元，尚未使用额度 337.66 亿元，间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 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，公司作为申请方的诉讼或仲裁共计 81 项，涉及金额为 12.91 亿元，涉及应收款项和其他应收款项金额共计 5.43 亿元，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 68 起，涉及金额 10.44 亿元；公司作为被申请人方的诉讼或仲裁共计 5 项，涉及金额为 0.41 亿元，涉及应收款项和其他应收款项金额为 0 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 2 起，涉及金额 0.31 亿元。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，均系日常经营正常产生，预计不会对公司财务状况、业务经营产生重大不利影响。公司已对上述涉案资产计提充足的减值准备，截至 2019 年 3 月底，公司对上述案件已累计计提坏账准备 41,691.40 万元及存货跌价准备 1,867.23 万元。

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 5 月 27 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 322.23 万元。上述不良信贷记录的产生主要是由于公司于 2011 年借壳夏新电子股份有限公司（以下简称“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，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标均有所改善，同时考虑到公司融资渠道畅通、未使用授信额度较大、业务规模不断增长，公司整体偿债能力仍属很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为 67.92 亿元，为“17 象屿 01”债券本金（10.00 亿元）的 6.79 倍，公司现金类资产对“17 象屿 01”的覆盖程度很高；净资产 192.15 亿元，为“17 象屿 01”债券本金（10.00 亿元）的 19.21 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 象屿 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 33.89 亿元，为“17 象屿 01”债券本金（10.00 亿元）的 3.39 倍，公司 EBITDA 对“17 象屿 01”债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 2,641.39 亿元，为“17 象屿 01”债券本金（10.00 亿元）的 264.14 倍，公司经营活动现金流入量对“17 象屿 01”债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在股东背景、业务规模等方面的竞争优势，公司对“17 象屿 01”的偿还能力很强。

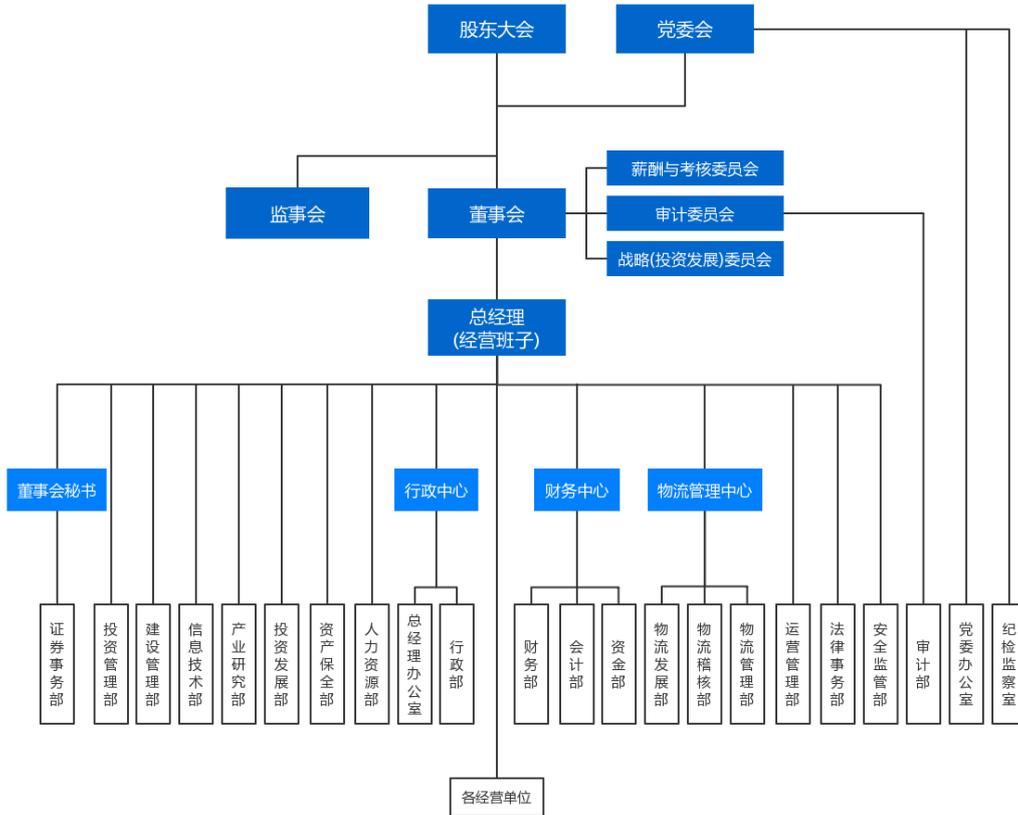
## 八、综合评价

跟踪期内，公司作为国有控股大型供应链管理与服务企业之一，在行业地位、经营规模、贸易渠道、大宗商品物流服务能力等方面仍具备较强竞争优势。2018年，公司持续向产业链上下游延伸，整体经营情况稳定，能源化工、金属矿产和农产品供应链收入快速增长，经营活动现金流状况大幅改善。2018年5月，公司控股象道物流布局铁路运输，搭建起北粮南运等多条高效物流通道，大宗商品物流服务能力显著提升。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动性较大，大额应收账款、预付款项和存货对公司资金形成较大占用，整体债务负担较重且短期偿债压力较大等因素可能对公司信用状况带来不利影响。

未来随着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。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“17象屿01”的债项信用等级为AA+。

## 附件 1 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 主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	455.56	547.93	659.89
所有者权益 (亿元)	160.43	195.19	192.15
短期债务 (亿元)	155.00	172.54	275.28
长期债务 (亿元)	21.57	56.97	60.72
全部债务 (亿元)	176.58	229.51	336.00
营业总收入 (亿元)	2,032.91	2,340.08	552.20
净利润 (亿元)	9.94	15.15	3.54
EBITDA (亿元)	24.36	33.89	--
经营性净现金流 (亿元)	-28.94	20.28	-114.43
应收账款周转次数 (次)	68.47	57.58	--
存货周转次数 (次)	17.50	16.05	--
总资产周转次数 (次)	5.12	4.66	0.91
现金收入比率 (%)	117.31	112.54	112.28
总资本收益率 (%)	6.18	6.41	1.32
总资产报酬率 (%)	5.18	5.69	1.20
净资产收益率 (%)	7.35	8.52	1.83
营业利润率 (%)	2.24	2.66	3.30
费用收入比 (%)	1.75	2.03	2.26
资产负债率 (%)	64.78	64.38	70.88
全部债务资本化比率 (%)	52.40	54.04	63.62
长期债务资本化比率 (%)	11.85	22.59	24.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.16	3.51	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.15	--
流动比率 (倍)	1.25	1.34	1.24
速动比率 (倍)	0.79	0.81	0.69
现金短期债务比 (倍)	0.35	0.43	0.25
经营现金流动负债比率 (%)	-10.87	7.02	-28.56
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.44	3.39	--

注：1.本报告中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；2.长期应付款及其他非流动负债的债务已计入公司长期债务；3.短期拆借款已计入公司短期债务；4.2019年1-3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5.本报告中2017年财务数据为2018年审计报告的期初数/上年数；6.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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]
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	自由负债/自有资产 × 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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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+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。