



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1253号

厦门象屿集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“厦门象屿集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”和“厦门象屿集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

券 评 估
中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十八日

厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行
可续期公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第一期)					
债券代码、简称	112688 18 象屿 Y1					
发行规模	人民币 12 亿元					
存续期限	2018/04/26-2021/04/26, 本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期(即延长 3 年), 或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。					
上次评级时间	2018/06/27					
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定			
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定			
债券名称	厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第二期)					
债券代码、简称	112736 18 象屿 Y2					
发行规模	人民币 5 亿元					
存续期限	2018/07/24-2021/07/24, 本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期(即延长 3 年), 或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。					
上次评级时间	2018/07/12					
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定			
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定			

概况数据

厦门象屿	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益（亿元）	226.24	280.87	358.66	365.42
总资产（亿元）	729.64	916.99	1,159.74	1,281.07
总债务（亿元）	322.52	435.88	540.11	654.06
营业总收入（亿元）	1,239.38	2,140.89	2,414.61	567.96
营业毛利率（%）	5.13	3.64	3.58	3.87
EBITDA（亿元）	29.66	44.17	54.57	-
所有者权益收益率（%）	5.81	6.47	6.99	8.93
资产负债率（%）	68.99	69.37	69.07	71.48
总债务/EBITDA (X)	10.87	9.87	9.90	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.39	3.10	2.34	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2019年1~3月所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2018 年以来, 厦门象屿集团有限公司(以下简称“厦门象屿”或“公司”)优化业务结构, 推进物流网络体系建设, 提升供应链综合服务能力, 物流供应链板块业务规模大幅增长; 同时, 房地产板块及类金融服务等其他业务板块稳步发展, 为较好地发挥各业务板块之间的协同作用提供有力支持, 当年公司营业收入保持较快增长, 盈利能力进一步提升; 同时, 公司融资渠道畅通, 为其流动性提供了较好支撑。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到外部环境的不利影响、债务负担较重及资产减值损失较大等因素对公司业务发展及信用状况的影响。

综上, 中诚信证评维持厦门象屿主体信用级别为 AAA, 评级展望稳定; 维持“厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第一期)”和“厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第二期)”信用级别为 AAA。

正面

- 供应链综合服务能力提升, 业务规模保持增长。2018 年, 公司优化业务结构, 推进物流网络体系建设, 提升供应链综合服务能力, 业务规模保持增长, 当年供应链板块实现营业收入 2,340.08 亿元, 同比增长 15.11%。
- 物流资源布局及网络建设进一步完善。公司基础物流服务体系较为完善, 2018 年 5 月完成收购并控股原合资公司厦门象道物流有限公司(以下简称“象道物流”), 获得铁路物流网络核心资产, 初步形成铁路物流服务体系; 同时, 继续完善粮食产区、港区物流配套, 整合物流资源, 完善农产品物流服务体系建设, 整体公司物流服务能力进一步提升。
- 房地产业务签约销售收入保持增长。2018 年, 公司房地产板块签约销售收入 122.46 亿元, 同比增长 57.44%。同时, 公司土地储备规模

适中，为后续房地产业务持续健康发展提供较好的支持。

- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 1,351.06 亿元，未使用授信余额合计为 588.03 亿元；同时，控股子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”，股票代码 600057.SH）作为上市公司，融资渠道较为畅通，为公司流动性提供了较好支撑。

关 注

- 外部环境变化影响。供应链运营及房地产业务易受经济波动和政策环境变化影响，近年来宏观经济增速放缓、大宗商品价格波动明显以及国内房地产市场调整政策波动较大使得公司业务发展前景的不确定性增加。
- 负债率水平较高，债务负担较重。受物流供应链业务采购及房地产业务研发投入对资金需求增大的影响，截至 2019 年 3 月末，公司债务规模增至 654.06 亿元，资产负债率上升至 71.48%，其中短期债务为 391.31 亿元，长短债债务比为 1.49。公司负债率水平较高，且短期偿债压力较大。
- 资产减值损失较大。2018 年，公司资产减值损失为 7.18 亿元，同比增长 46.15%，包括应收账款坏账损失 1.64 亿元、存货跌价损失 3.12 亿元和可供出售金融资产减值损失 2.23 亿元，规模相对较大，侵蚀部分经营利润。

分析师

王维 wwang@ccxr.com.cn
汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 28 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。
- 4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。
- 6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金用途

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]97号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）的可续期公司债券，采用分期发行方式。厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（以下简称“18 象屿 Y1”）为本次债券的首期发行，厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）（以下简称“18 象屿 Y2”）为本次债券的第二期发行。2018 年，“18 象屿 Y1”募集资金使用金额为 11.9544 亿元，“18 象屿 Y2”募集资金使用金额为 4.981 亿元。上述债券募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

行业概况

2018 年以来，全球经济增长动能减小，中国经济运行稳中有变，对外贸易总体稳中有进，规模创历史新高；但外部环境突变，外贸出口不确定性有所加大

2018 年，全球经济增长动能减小，贸易保护情绪的上涨，贸易政策不确定性的上升。2018 年，得益于一系列促进外贸稳定增长的政策实施、扩大开放政策以及国内需求持续增长的共同作用下，2018 年我国对外贸易总体稳中有进，外贸结构持续优化。2018 年，我国进出口总额 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%，规模创历史新高，其中出口 2.48 万亿美元，同比增长 9.9%；进口 2.14 万亿美元，同比增长 15.8%。贸易顺差 0.35 亿美元，收窄 16.2%。

图 1：2006~2018 年我国进出口总额和贸易顺差情况



资料来源：商务部，中诚信证评整理

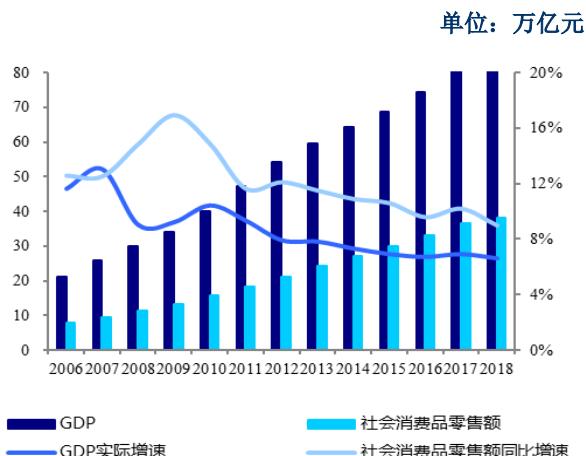
在国内经济缓中回稳、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近期中美贸易谈判突生变数，美国将在 2019 年 5 月 10 日起，对来自中国总值 2 千亿美元的商品，加征关税，由 10% 提高至 25%，同时或对余下 3,250 亿美元尚未征收惩罚性关税的中国货品，短期内加征 25% 关税。中美贸易摩擦进一步加剧，再度加大了我国出口的不确定性。此外，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在市场竞争中压力加大。

另一方面，外部环境的变化，虽使我国经济面临一定的下行压力，但我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，中国经济长期向好、稳中求进的态势并未发生根本性变化。随着我国内外经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；落实稳外贸政策，深入实施贸易强国行动计划，不断推进“五个优化”和“三个建设”，推动出口市场多元化，引导加工贸易转型升级、向中西部转移；优化进口结构，积极扩大进口，利用好中国进口博览会平台，促进外贸稳中提质。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量。

2018 年以来，我国继续推进内贸流通体制改革，推动物流降本增效，我国内贸易保持较快发展，结构持续优化

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2018 年，国内生产总值 900,309 亿元，同比增长 6.6%；社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%。

图 2：2006~2018 年我国 GDP 和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2018 年 5 月，商务部发布《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)，提出利用规范采用财政补助、以奖代补、贷款贴息、购买服务等资金支持方式，通过强化物流基础设施建设，提高供应链标准化水平，加强信息化建设，提高供应链协同化水平以及提高供应链绿色化水平，来实现城市消费品社会零售总额同比增长高于全国平均水平，重点行业平均库存周转率同比提高 10% 以上，供应链综合成本(采购、库存、物流、交易成本)同比降低 20% 以上，订单服务满意度(及时交付率、客户测评满意率等)达到 80% 以上，重点供应商产品质量合格率达到 92% 以上，托盘、周转箱(筐)等物流单元标准化率达到 80% 以上，供应链重点用户系统数据对接畅通率达到 80% 以上，单元化物流占供应链物流比例同比提高 10% 以上的目标。

2017 年 12 月，商务部等五部委联合制定了《城乡高效配送专项行动计划(2017-2020 年)》(商流通函[2017]917 号)(以下简称“专项计划”)，计划到 2020 年，初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。为进一步落实专项计划有关要求，2018 年 11 月商务部会同有关部门制定了《关于印发<城乡配送绩效评价指标体系>的通知》(商办流通函[2018]389 号)(以下简称“通知”)，通过建立城市绩效评价指标和企业绩效评价指标为城乡配送体系提供检验标准，来落实城市主体责任并引导企业转型升级。2019 年 2 月商务部

等印发《商务部等五部门关于进一步落实城乡高效配送专项行动有关工作的通知》(商流通函[2019]60 号)，进一步明确了首批 30 个城市的专项行动目标、任务和具体举措，提高专项行动的针对性、有效性，争取形成一批可复制可推广的典型经验。

总体上，2018 年我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

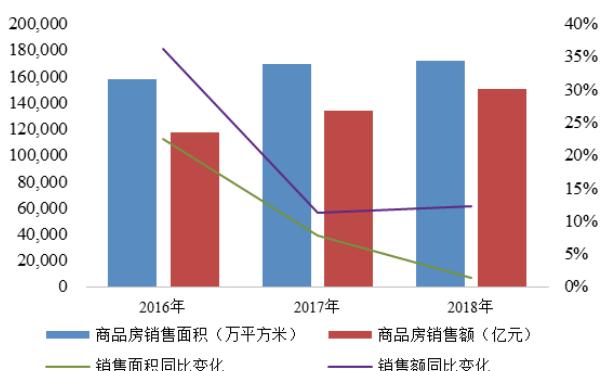
在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、

响，2018年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图3：2016~2018年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积29,142万平方米，同比上升14.25%；土地成交价款16,102亿元，同比上涨18.02%，增速较上年大幅下降31.43个百分点，成交均价为5,525.36元/平方米，同比增长3.31%，增速同比下降25.73个百分点。分城市能级来看，2018年一、二线城市土地成交均价同比分别下降9.18%和12.24%至7,925.8元/平方米和3,189.58元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为1,728.86元/平方米，同比增长2.81%，增速同比下降34.63个百分点。土地溢价率方面，2018年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为5.38%、13.60%和15.35%，较上年同期分别下降8.27个百分点、18.10个百分点和15.55个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

2018年福建省推进供给侧结构性改革，产业结构不断优化，经济保持平稳较快增长

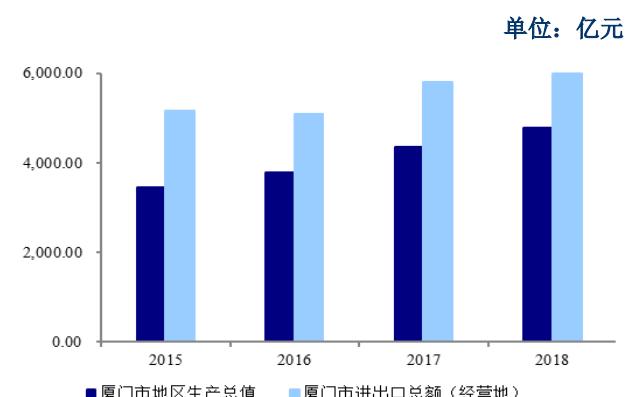
区域性的贸易活动与区域经济发展息息相关。福建省是我国经济发展大省，经济发展的内在动力和活力增强，经济增长质量较好。近年来，福建经

青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

济持续增长，福建省GDP增速始终高于全国平均水平，固定资产投资稳步增长。2018年，福建省实现地区生产总值35,804.04亿元，同比增长8.3%；社会消费品零售总额14,317.43亿元，同比增长10.8%。社会消费品零售总额的持续增长有利于福建省零售业的持续发展。

厦门市的经济和外贸发展形势与福建省类似。受中美贸易战带来的悲观情绪影响，2018年，厦门市外贸进出口6,002.03亿元，同比增长3.2%，其中出口增长2.6%，进口增长4.0%。

图4：2015~2018年厦门市地区生产总值及进出口情况



资料来源：厦门市统计局，中诚信证评整理

总体来看，厦门经贸港口城市的特殊优势为贸易企业发展提供了较好的外部条件；同时较为发达的经济、较高的人民生活水平以及优良的自然环境也在一定程度上支撑了房地产行业的发展。然而中诚信证评也关注到，房地产行业调控政策变化及大宗商品价格波动等因素对公司业务经营产生一定不利影响。

业务运营

公司经营板块包括物流供应链、房地产和类金融及其他业务，其中，物流供应链板块是公司收入的主要来源。2018年公司实现营业收入2,140.89亿元，同比增长12.79%，其中，物流供应链、房地产、类金融及其他业务分别实现营业收入2,340.08亿元、29.88亿元和44.66亿元，同比分别增长15.11%、-59.65%和31.66%，由于当年结转的房地产项目相对较少，房地产业务营业收入下滑较多。2019年1~3月，公司实现营业收入567.96亿元，其中物流供应链、房地产、类金融及其他业务分别实现营业

收入 552.20 亿元、1.17 亿元和 14.59 亿元。

表 1：公司营业收入构成情况

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月		单位：亿元、%
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
物流供应链	2,032.91	94.96	2,340.08	96.91	552.20	97.22	
房地产	74.06	3.46	29.88	1.24	1.17	0.21	
类金融及其他	33.92	1.58	44.66	1.85	14.59	2.57	
合计	2,140.89	100.00	2,414.61	100.00	567.96	100.00	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司持续优化业务结构，深化物流网络布局，供应链服务能力进一步增强，主业经营能力进一步提升

物流供应链板块是公司营业收入的主要来源，2018年营业收入在公司总营业收入中占比达96.91%，涉及大宗商品贸易和物流业务。

公司大宗商品贸易业务包括进出口业务和国内业务，以内贸为主。2018年公司内贸销售额度占当年贸易总额的82.12%，较上年末上升0.72个百分点，业务区域主要集中在华东地区、华南地区、华北地区。

公司贸易品种主要包括能源化工、金属矿产和农产品等三大类，2018年以上三项贸易品类收入占比分别为28.63%、62.15%和7.59%，较上年度分别增加5.54、-7.17和2.88个百分点。具体来看，公司主要贸易品种有钢材、铜、铝产品等金属材料，PP、PE、PVC、EVA、橡胶、液体化工等化工产品，以及乳清粉、棕榈油、大麦、木浆、鱼粉、煤等农产品。

表 2：2017~2019.3 公司贸易品种构成情况

	单位：亿元、%					
	2017		2018		2019.Q1	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
能源化工	457.85	23.09	647.27	28.63	136.84	25.65
金属矿产	1,374.68	69.32	1,404.95	62.15	342.74	64.26
农产品	93.50	4.71	171.50	7.59	46.26	8.67
其他产品	57.13	2.88	36.75	1.63	7.57	1.42
合计	1,983.17	100	2,260.47	100	533.40	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司金属矿产贸易品种包括黑色金属、有色金属、金属制品、矿产品类和矿产制品等。2018年，

公司金属矿产经营货量超5,700万吨，实现营业收入1,404.95亿元，较上年度增长2.20%。其中，氧化铝借助象道物流铁路物流网络打造的跨省流通联运初步路线，经营量同比大幅增，名列市场前茅。2019年1~3月，公司金属矿产贸易342.74亿元。

能源化工方面，公司主营化工产品包括PP/PE、PVC、EVA、芳烃、乙二醇等，其中，PP/PE产品主要供应商仍以中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司等大型企业为主，同时公司还与全球主流石化厂商均保持密切关系；PVC商品主要以内贸为主，并与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。2018年公司能源化工经营货量超3,600万吨，实现销售额647.27亿元，同比增加41.37%，其中，烯烃、聚酯、PTA经营量稳居全国前列。2019年1~3月，公司能源化工贸易实现营业收入136.84亿元。

农产品方面，公司农产品经营品种仍以食品、饲料、粮食、油脂油料、浆纸和木材类为主，供应商以粮库为主，部分玉米从乌克兰进口；下游客户主要是饲料厂，公司与哈尔滨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厂均建立了战略合作关系。2018年，公司农产品销售额同比增长83.42%至171.50亿元。2019年1~3月，公司农产品销售收入为46.26亿元。

其他产品方面，公司其他产品主要包含平行进口汽车、白色家电类、集采业务及其他商品等。得益于福建自贸区设立后带来的契机，公司在原有汽车国际保兑业务基础上，与在整车进口领域拥有多年投资运营经验和配套资源的合作方开展合作，

并设立福建省平行进口汽车交易中心有限公司，其中公司持股51%，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是下家锁定的形式来进行。目前公司汽车品牌主要有丰田、奔驰、宝马、路虎、奥迪、日产等。

公司大宗商品物流服务已构建和正在构建的物流网络体系包括基础物流服务体系、农产品物流服务体系和铁路物流服务体系。基础物流服务体系集仓储、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。农产品物流服务体系方面，公司通过不断延长产业链条，整合生产、流通、消费三大业务环节，依次打造了综合化种植服务平台、网络化物流服务平台、多元化采购与分销平台。2017年，公司参股40%设立厦门象道物流有限公司，并于2018年5月收购象道物流20%股权，形成对象道物流的控股，构建公司铁路物流网络体系。受益于服务能力提升及贸易量上升带来的协同效益，物流业务种类丰富以及区域内物流需求的增长，公司物流业务收入快速增加，2018年基础物流服务及农产品物流服务分别实现营业收入56.31亿元和9.77亿元，同比分别增长78.04%和-10.45%。2019年1~3月公司基础物流服务、农产品物流服务及铁路物流业务实现营业收入分别为13.94亿元、1.96亿元和3.16亿元。

总的来看，2018年以来，公司继续向产业链上下游相关领域延伸，整合上游采购到下游配送的供应链服务平台，提升供应链服务能力，同时增强物流网络体系建设，供应链主业经营不断增强。同时，

中诚信证评也将关注到供应链业务对国内外经济环境的依赖性较强，当前国际贸易形势复杂多变、市场竞争加剧及大宗商品价格波动频繁可能对公司经营产生影响。

随着房地产项目建设的有序推进，2018年公司房地产业务签约销售收入保持增长，但在行业政策调整密集的外部环境下，存量住宅去化仍应持续关注

公司房地产开发业务由全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）运营，所开发的房地产项目主要位于上海及周边（昆山、太仓、常熟）、重庆、天津、福建等地，以一线城市的外环和二、三线城市的刚需住宅项目开发为主。2018年，公司房地产业务收入中，上海、重庆、江苏区域等分别贡献收入 65%、27% 和 7%。具体指标来看，2018 年，公司房屋竣工面积 65.24 万平方米，同比增长 83.62%；房屋销售面积 49.39 万平方米，同比增长 44.20%，销售均价 2.48 万元/平方米，同比增长 9.25%，当年实现销售额 122.46 亿元，同比增长 57.44%。同时，象屿地产持有厦门自贸金融中心及上海象屿大厦等商业物业，亦在上海、江苏分别尝试长租公寓业务，主要通过公开市场拿地、收购、合作开发、整合市场资源等方式运营开发，实施多元化战略发展；公司下属子公司厦门象屿港湾开发建设有限公司还开展厦门市土地成片开发及基础设施代建业务。

表 3：公司主要房地产项目销售情况

项目	2017	2018	2019.Q1
房屋竣工面积（万平方米）	35.53	65.24	13.26
房屋销售面积（万平方米）	34.25	49.39	10.61
新增土地储备情况（万平方米）	74.75	6.93	0
平均销售单价（万元/平方米）	2.27	2.48	2.33
签约销售额（亿元）	77.78	122.46	24.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内项目共 17 个，总可售面积 275 万平方米，累计销售面积 182 万平方米；非并表项目方面，公司南平瑞峰、花桥 9-2 地块、南桥新城 16 单元 36-03 地块等 6 个项目

合计可售面积 239 万平方米，累计销售面积 60 万平方米，此外，上海象屿都城（鑫山汇众苑 2 期）基本售罄，南平恒荣项目尚未开工，福州项目仍处于整体规划阶段；福建南平江南第一城项目已开发项

自己售罄，目前尚余 9 万平方米未开发。

土地储备方面，公司主要采取市场化招拍挂的方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动。2018 年，公司房地产开发投资 59.24 亿元，同比下降 33.98%。2018 年，公司新增土地储备 6.93 万平方米，同比减少 90.73%；截至 2019 年 3 月末，合计储备土地 136.53 万平方米，其中福州、天津、南平等城市分别占比 38%、33% 和 24%。

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司总建筑面积 832 万平方米，总投资额 780 亿元，已投资 574 亿元，尚需投资 206 亿元。公司房地产开发业务投资额较大，仍面临一定的资金支出压力。

总体来看，2018 年，由于上年度竣工面积基数较低，公司竣工面积大幅上升，同时当年销售面积增长且销售项目均价较高，签约销售收入实现大幅增长。中诚信证评将持续关注公司存量住宅去化情况，及国内房地产市场调整政策波动对公司房地产业务经营产生的影响。

2018 年，公司其他业务收入规模进一步增长，对公司业绩贡献有所增加

公司其他业务板块除了类金融业务及制造业务外，还涉足工业、其他服务业等股权投资。公司类金融业务以厦门象屿金融控股集团有限公司（以下简称“象屿金控”）为主要运营平台，象屿金控聚焦产业金融、消费金融、资产管理三大业务领域，致力于提供高效便捷优质的金融服务，一方面服务公司各产业发展，推动公司产资结合、产融结合，并为产业链上下游客户提供多样化的金融解决方案及增值服务；另一方面通过合资、合作、引进、嫁接等多种形式，逐步向金融全业态迈进，为服务自贸区金融创新，对接国内外两个金融市场创造条件。2018 年，象屿金控实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 21.74%。2018 年，公司其他业务收入 31.97 亿元，主要来源于玉米深加工及纤维制造等业务。

股权投资方面，公司主要参股国都证券有限责任公司、兴业证券股份有限公司、厦门国际物流港有限责任公司、中南成长（天津市）股权投资基金合伙企业（有限合伙）、福建兴证战略创业投资企业（有限合伙）、海峡金桥财产保险股份有限公司、厦

门市象屿泓鼎现代物流投资合伙企业（有限合伙）等，主要投资领域包括金融类股权及与公司主业相关联的企业。截至 2019 年 3 月末，公司拥有可供出售金融资产的总市值为 22.75 亿元，该部分流动性较好的可供出售金融资产已在前期为公司带来了较好的投资收益，未来公司将依据市场形势择机继续增加股权投资，为公司后期整体盈利提供较好补充。

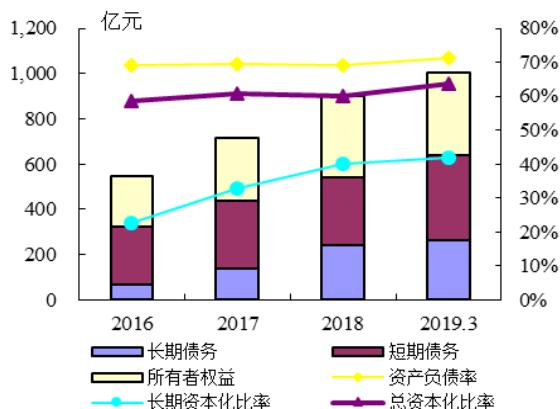
财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告，以及公司提供的 2019 年 1~3 月未经审计的财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

随着业务规模大幅增长，公司资产、负债规模继续扩大，截至 2018 年末，公司总资产为 1,159.74 亿元，同比增长 26.47%；同期，负债总计为 801.09 亿元，同比增长 25.93%。公司自有资本实力不断增强，截至 2018 年末，所有者权益为 358.66 亿元，同比增长 27.70%，主要系公司增加实收资本 1.00 亿元、留存利润的积累、48 亿元永续产品的发行及合并范围增加后少数股东权益大幅增加所致，其中少数股东权益来自成立合资公司，少数股东所有者投入资本增加等因素所致。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 1,281.07 亿元，总负债 915.65 亿元，所有者权益 365.42 亿元。

图 5：2016~2019.3 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，物流供应链和房地产板块运营

资金需求量较大，带动外部融资规模上涨，公司资产负债率和总资本化比率有所提高，截至 2018 年末，公司资产负债率分别为 69.07%，总资本化比率 为 60.09%，同比分别减少 0.30 个百分点和 0.72 个 百分点。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总 资本化比率分别为 71.48% 和 63.56%，财务杠杆水 平较高。

从资产构成来看，公司以流动资产为主，截至 2018 年末，流动资产为 769.43 亿元，同比增长 15.94%，占总资产的 66.35%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、存货、其他应收款和其他流动资产构成，分别占流动资产的比重为 18.49%、6.25%、9.06%、47.86%、5.27% 和 8.35%。其中，公司货币资金主要包括银行存款、现金及其他货币资金，2018 年同比增长 56.16%，增幅较大 主要系近期宏观环境不确定性增加，公司为之后的 到期融资及经营需要提前储备一定量资金，其他货币资金主要为期货保证金及开具备用信用证保证金，其中受限货币资金 23.59 亿元，受限资金主要 为定期存款及保证金；应收账款为非关联交易形成 的应收货款、服务费等，2018 年末同比增长 96.91%， 主要系当期采用赊销和信用证结算的业务增加，公 司应收账款的账龄结构以一年以内为主，2018 年末 一年以内的应收账款账面余额的占比为 89.02%，公 司应收账款面临一定的回收风险；存货主要为房地 产开发成本及库存商品，2018 年末同比增长 17.49%， 主要由于随着供应链板块营业规模扩大，公司增加供应链业务的库存商品，以及房地产开发 规模的增加，2018 年末跌价准备余额约 3.94 亿元， 公司库存商品面临一定的跌价风险；其他应收款项 主要为公司房地产项目的合作股东的利润预付、支 付合资公司合作项目营运款及预付拍地保证金等， 年末余额同比减少 5.74% 至 40.80 亿元；其他流动 资产主要为理财产品、贷款业务、委托贷款、资产包、 预缴及待抵扣税费等，2018 年末同比减少 34.79% 至 64.22 亿元，主要系贷款业务、资产包和 应收保理款年末时点减少所致。截至 2018 年末，公 司非流动资产为 390.31 亿元，同比增长 54.06%。 公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股

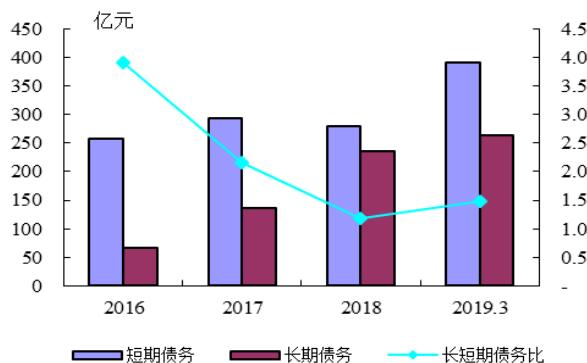
权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无 形资产和其他非流动资产等构成，2018 年末分别占 非流动资产的比重分别为 5.83%、16.84%、6.66%、 30.66%、17.61%、6.14% 和 12.12%。公司可供出售 金融资产主要为公司持有的金融及产业上下游相 关的企业股权，2018 年末同比减少 33.88%，主要系 按公允价值计量的可供出售权益工具减少 13.35 亿 元至 10.18 亿元；长期股权投资为对子公司、联营 企业及合营企业的投资，投资范围包括物流、房 地产、码头、金融等领域，2018 年末同比增长 338.41%， 主要系子公司苏州象屿地产有限公司外部股东增资 4 亿元，公司失去控制权，将其调整为权益法核算， 以及新增重大影响的股权投资所致；投资性房地产 主要系房屋建筑物及土地使用权，2018 年末，投 资性房地产较上年末增长 12.65% 至 26.01 亿元，主要 系存货、固定资产、在建工程转入投资性房地产； 固定资产同比增长 45.62% 至 119.66 亿元，主要是 由于新纳入象道物流、讷河市新帝发粮油贸易有限 公司等增加固定资产，以及子公司在建工程转固； 在建工程同比增长 351.52% 至 68.73 亿元，主要系 收购象道物流股权并纳入合并范围，增加象道物流 的在建工程，以及镍钴冶炼工厂厂区建设和配套设 施投入增加所致；无形资产为 23.98 亿元，同比增 长 39.03%，主要系新增象道物流的无形资产；其他 非流动资产为 47.31 亿元，同比增长 104.62%，主要 系厦门象盛镍业有限公司预付的印尼公司的大型 设备款以及长期委托理财款增加。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截 至 2018 年末，流动负债为 552.46 亿元，同比增长 13.35%，流动负债占总负债的 68.96%。流动负债构 成方面，公司流动负债主要为短期借款、应付票据、 应付账款、预收账款及其他应付款，2018 年末分别 占流动负债的比重为 34.67%、11.75%、11.76%、 20.66% 和 8.70%。其中，公司短期借款主要为信用 借款、保证借款及贸易融资借款，2018 年末同比减 少 20.09% 至 191.54 亿元，主要系信用借款及保证 借款减少所致；应付票据为公司在采购环节所开具 的商业承兑汇票及银行承兑汇票，2018 年末同比增 长 97.25% 至 64.92 亿元，主要系采购规模随着业务

不断扩大，采用票据结算的业务增加所致；应付账款和预收账款分别为 64.94 亿元和 114.12 亿元，同比分别增长 14.93% 和 50.31%，应付账款随供应链运营业务采购量增长而不断增加，预收款项的增长则主要来自物流供应链板块业务规模扩大带来预收客户货款和保证金增加，及销售房地产回款增长；其他应付款为 48.07 亿元，主要是与其他企业之间的往来款、押金及保证金等款项，同比增长 34.53%，主要系下属公司收到合作股东投入的合作项目运营款增加所致。此外，截至 2018 年末，公司其他流动负债 21.29 亿元，同比增长 312.32%，主要系发行短期债券所致；一年内到期的非流动负债 19.65 亿元，包括一年内到期的长期借款 18.15 亿元和一年内到期的长期应付款 1.51 亿元。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，截至 2018 年末，公司非流动负债 248.62 亿元，同比增长 67.15%。其中，长期借款 118.95 亿元，应付债券 116.72 亿元，同比分别增长 38.24%，134.08%。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债 643.81 亿元，其中短期借款 283.46 亿元、应付票据及应付账款 131.17 亿元、预收款项 131.68 亿元及其他应付款 48.22 亿元；非流动负债 271.84 亿元，主要包括长期借款 143.41 亿元和应付债券 116.13 亿元。

从债务期限结构来看，2018 年以来，随着业务规模的快速增长，公司增加超短融、中票、公司债券等债务融资，截至 2018 年末，公司总债务规模为 540.11 亿元，同比增长 23.91%。其中，短期债务为 300.94 亿元，同比增长 0.67%；长期债务为 239.17 亿元，同比增长 74.63%；长短期债务比为 1.26 倍，较上年度减少 0.92 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模为 654.06 亿元，其中，短期债务为 391.31 亿元，长期债务为 262.75 亿元，长短期债务比分别为 1.49 倍。

图 6：2016~2019.3 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司业务规模继续扩张，资产和负债规模亦不断提升，同时债务以短期债务为主，面临一定流动性压力。

盈利能力

2018 年公司实现营业收入 2,414.61 亿元，同比增长 12.79%。从收入构成来看，2018 年公司物流供应链实现营业收入 2,340.08 亿元，同比增长 15.11%，占总收入比重 96.91%，为公司营业总收入的主要来源；房地产业务实现营业收入 29.88 亿元，同比减少 59.65%，主要系由于当年结转的项目相对较少；类金融及其他业务板块实现收入 44.66 亿元，同比增长 31.66%，保持良好发展。2019 年 1~3 月，公司营业总收入为 567.96 亿元，同比增长 18.25%。

2018 年，公司营业毛利率为 3.58%，较上年度减少 0.06 个百分点，主要系毛利率相对较高的房地产业务收入及占比下降所致。从各板块盈利能力上看，2018 年公司营业总收入中占比最大的供应链运营业务毛利率有所提升，该板块毛利率为 2.75%，较上年增加 0.43 个百分点；受政策调控以及结算项目区位环境不同的影响，2018 年房地产开发业务毛利率增长 4.72 个百分点至 31.47%；2018 年公司类金融及其他业务毛利率为 28.29%，较上年度下降 4.01 个百分点，但该部分盈利能力依然较强，为公司的整体盈利提供了较好补充。

表 4：公司各经营板块毛利率情况

项目	单位：%		
	2017	2018	2019.Q1
物流供应链	2.32	2.75	3.36
房地产	26.75	31.47	34.76
类金融及其他	32.30	28.29	20.92
综合毛利率	3.64	3.58	3.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，随着公司业务规模的扩大及融资规模增长，公司销售费用、管理费用及财务费用相应增加，2018 年公司三费合计为 66.86 亿元，同比增长 29.25%。其中，财务费用同比增长 41.35% 至 19.87 亿元，主要系债务规模增长带来利息支出规模增加所致；销售费用 37.13 亿元，同比增长 22.27%，主要系销售运营费用增长所致；管理费用 9.86 亿元，同比增长 34.96%，主要系职工薪酬及管理运营费用增长所致。整体来看，2018 年三费收入占比由 2.42% 上升至 2.77%，期间费用控制能力仍较强，但有进一步提升空间。2019 年 1~3 月，公司的三费合计金额为 16.66 亿元，三费收入占比 2.93%。

表 5：2017~2019.3 公司期间费用分析

	单位：亿元		
	2017	2018	2019.Q1
销售费用	30.37	37.13	10.53
管理费用	7.31	9.86	1.99
财务费用	14.06	19.87	4.14
三费合计	51.73	66.86	16.66
营业收入	2,140.89	2,414.61	567.96
三费收入占比	2.42%	2.77%	2.93%

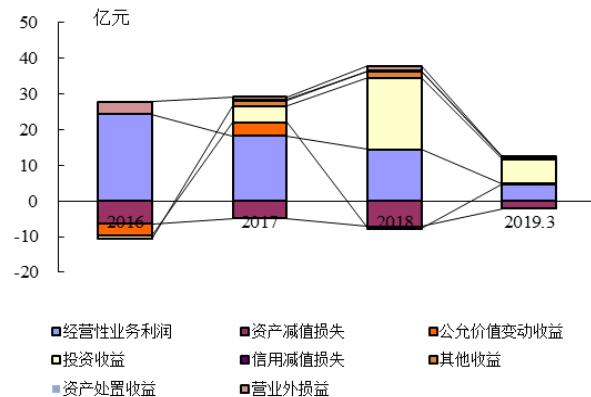
注：2018 年及 2019 年一季度管理费用含研发费用

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年公司利润总额为 30.15 亿元，同比增长 24.08%，主要由经营性业务利润及投资收益等构成。2018 年，公司收入规模保持增长，但由于毛利率下降及费用增长，当期公司经营性业务利润 14.50 亿元，同比减少 20.58%；公司投资收益为 20.00 亿元，同比增长 330.77%，主要系处置可供出售金融资产、地产项目股权、期货套保及远期结售汇取得的投资收益及阶段性理财收益增加所致。2018 年，公司确认资产减值损失 7.18 亿元，主要包括应收账款坏账损失 1.64 亿元、存货跌价损失 3.12 亿元及可

供出售金融资产减值损失 2.23 亿元，同比分别增加 0.13 亿元、减少 0.27 亿元及增加 2.23 亿元。同期，2018 年公司公允价值变动收益为 -0.56 亿元，较上年度减少 4.34 亿元，主要系交易性金融负债及衍生金融工具的公允价值减少所致。此外，2018 年公司取得其他收益 1.86 亿元，资产处置收益 0.14 亿元，营业外收益 1.38 亿元，同比分别增长 33.58%、-67.80% 和 101.78%。2019 年 1~3 月，公司经营性业务利润为 4.77 亿元、资产减值损失 2.10 亿元、公允价值变动收益 0.03 亿元、投资收益 6.92 亿元、信用减值损失 0.29 亿元、其他收益 0.37 亿元、资产处置收益 6.48 万元、营业外损益为 0.14 亿元，取得利润总额为 9.83 亿元。

图 7：2016~2019.3 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，2018 年，公司营业收入保持增长，但受营业毛利率下滑及期间费用增加影响，公司经营性业务利润有所减少，得益于投资收益增长，公司整体盈利规模保持增长。

偿债能力

从 EBITDA 获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，2018 年，公司 EBITDA 增至 54.57 亿元，同比增长 23.53%，主要系利润总额、利息支出和折旧增长所致。从偿债能力指标看，2018 年，公司总债务 /EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 9.90 倍和 2.34 倍，较上年度分别增加 0.03 倍和减少 0.23 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力稍有减弱。从经营活动现金流来看，2018 年，公司经营性净现金流为 35.20 亿元，较上年度增幅较大，主要系由于供应链

业务优化结算方式，较多使用票据支付货款，以及粮食业务加速资金回笼。2018年，公司经营活动净现金/总债务为0.07倍，经营活动净现金/利息支出为1.51倍，同比分别增加0.20倍和4.80倍。

表6：2017~2019.3公司偿债能力分析

财务指标	2017	2018	2019.3
总债务（亿元）	435.88	540.11	654.06
EBITDA（亿元）	44.17	54.57	-
资产负债率（%）	69.37	69.07	71.48
总资本化比率（%）	60.81	60.09	64.16
经营活动净现金流（亿元）	-56.48	35.20	-10.52
EBITDA利息倍数（X）	3.10	2.34	-
总债务/EBITDA（X）	9.87	9.90	-
经营净现金流/总债务（X）	-0.13	0.07	-0.64
经营净现金流/利息支出（X）	-3.96	1.51	-

注：2019年1~3月经营净现金流/总债务指标经过年化处理

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司拥有较好的银企关系，在信贷方面也得到了银行的有力支持，截至2019年3月末，公司共获得各合作银行的授信额度为1,351.06亿元，未使用授信余额合计为588.03亿元，对流动性提供了较好支撑。此外，公司旗下子公司象屿股份作为上市公司，在资本市场的融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至2019年3月末，公司对外担保余额44.16亿元，主要包括公司子公司厦门象屿担保有限公司对外提供担保余额7.37亿元，象屿地产的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保23.20亿元，对合资公司的银行融资提供担保12.46亿元，及对社会公益项目的银行融资提供担保1.14亿元，整体担保规模占净资产的12.31%，规模较大且占净资产比例较大，应予以关注。另外，截至2019年3月末公司尚有多起未决诉讼，涉及金额20.25亿元，相关案件进展及结果存在一定的不确定性，可能产生一定的或有负债，对此也应保持关注。

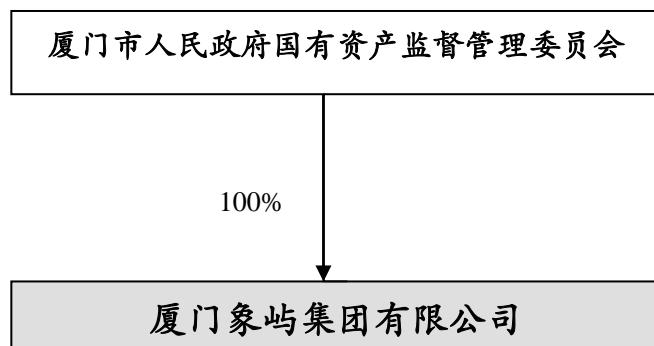
总体来看，2018年公司物流供应链业务产业链布局继续延伸，物流体系进一步完善，业务规模不断扩大，整体盈利能力较强，经营活动净现金流也提升明显，同时融资渠道通畅，财务弹性较大，其整体偿债能力仍然极强。但对公司财务杠杆比率较

高及面临的短期债务偿付压力应予以关注。

结 论

综上，中诚信证评维持厦门象屿集团有限公司主体信用等级**AAA**，评级展望为稳定；维持“厦门象屿集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”和“厦门象屿集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”信用级别为**AAA**。

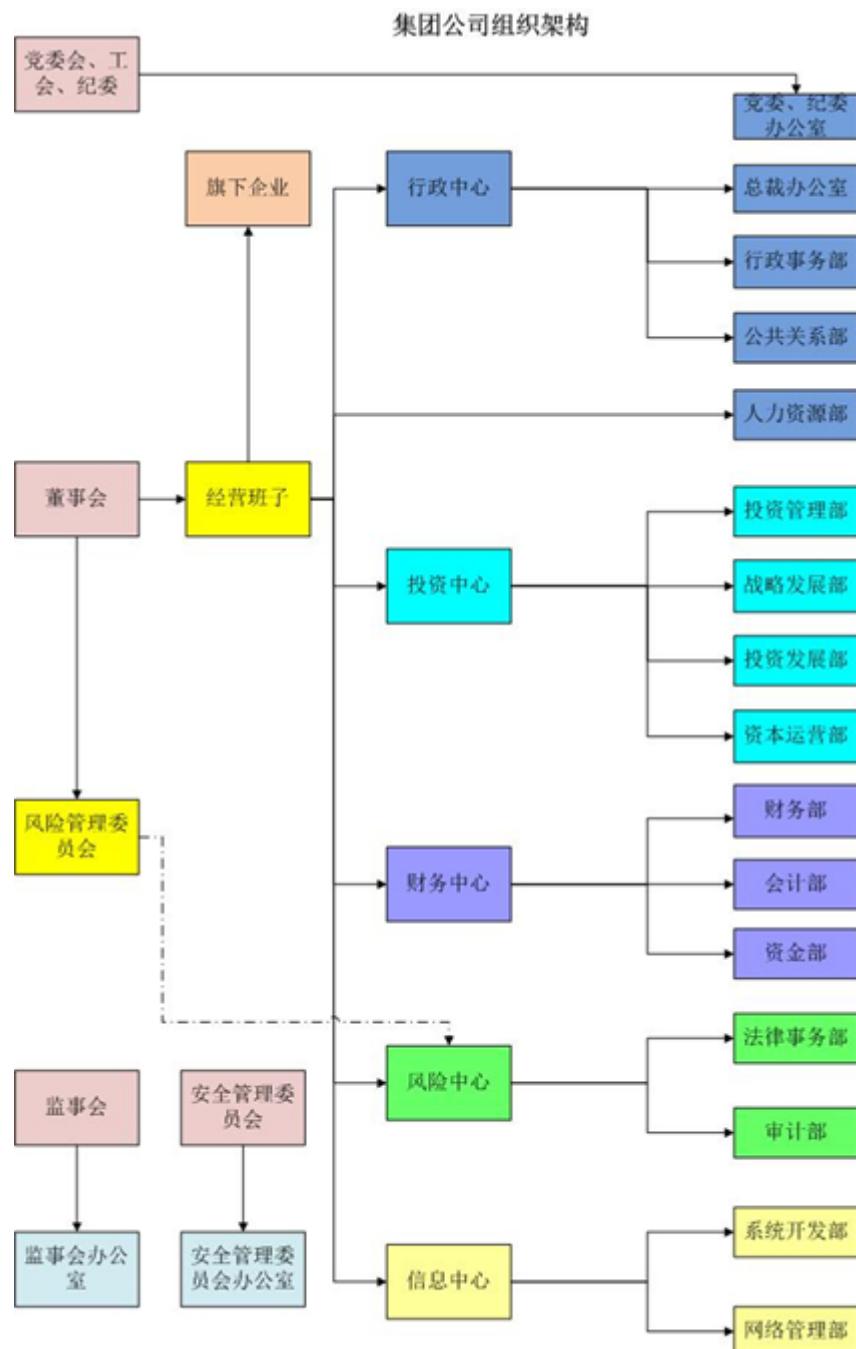
附一：厦门象屿集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



附二：厦门象屿集团有限公司组织架构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



注：此图不含商学院和车队

附三：厦门象屿集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	392,883.32	910,851.98	1,422,389.38	1,176,535.71
应收账款净额	270,419.37	244,322.28	481,092.06	654,720.24
存货净额	2,950,752.78	3,134,463.19	3,682,721.58	4,215,748.04
流动资产	5,230,650.17	5,230,650.17	7,694,324.11	8,584,562.19
长期投资	600,107.97	819,003.03	884,864.49	1,038,712.17
固定资产	710,167.07	821,693.77	2,145,279.24	2,264,446.36
总资产	7,296,376.07	9,169,853.09	11,597,421.96	12,810,676.08
短期债务	2,567,407.66	2,987,103.02	3,009,350.00	3,913,131.16
长期债务	657,777.11	1,371,660.97	2,391,731.66	2,627,467.21
总债务	3,225,184.77	4,358,763.99	5,401,081.66	6,540,598.37
总负债	5,033,978.56	6,361,193.09	8,010,861.47	9,156,466.61
所有者权益 (含少数股东权益)	2,262,397.51	2,808,660.00	3,586,560.48	3,654,209.47
营业总收入	12,393,844.38	21,408,866.38	24,146,079.51	5,679,617.06
三费前利润	575,851.33	699,907.29	813,625.12	214,247.70
投资收益	-10,118.22	46,428.07	200,000.29	69,226.19
净利润	131,551.38	181,718.07	250,644.47	81,616.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	296,633.64	441,709.67	545,656.79	-
经营活动产生现金净流量	-193,733.83	-564,766.32	352,036.00	-1,052,472.87
投资活动产生现金净流量	-1,146,483.74	-403,350.37	-871,577.88	-428,939.38
筹资活动产生现金净流量	1,372,033.17	1,352,181.21	940,379.83	1,077,605.09
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率 (%)	5.13	3.64	3.58	3.87
所有者权益收益率 (%)	5.81	6.47	6.99	8.93
EBITDA/营业收入 (%)	2.39	2.06	2.26	-
速动比率 (X)	0.53	0.72	0.73	0.68
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.08	-0.13	0.07	-0.64
经营活动净现金/短期债务 (X)	-0.10	-0.19	0.12	-1.08
经营活动净现金/利息支出 (X)	-1.56	-3.29	1.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.39	2.57	2.34	-
总债务/EBITDA (X)	10.87	9.87	9.90	-
资产负债率 (%)	68.99	69.37	69.07	71.48
总资本化比率 (%)	58.77	60.81	60.09	64.16
长期资本化比率 (%)	22.53	32.81	40.01	41.83

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2.公司 2019 年 1~3 月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出²-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT率=EBIT/营业收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

存货周转率=主营业务成本(营业成本)/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业收入净额)/应收账款平均余额

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+所有者权益(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA利息倍数=EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

² 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。