



信用等级通知书

信评委函字[2020]G073-X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拟发行的“厦门象屿集团有限公司公开发行2020年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零二零年二月十二日

厦门象屿集团有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）信用评级报告

债券等级 AAA

主体等级 AAA

评级展望 稳定

发行主体 厦门象屿集团有限公司

发行规模 本期债券基础发行规模为人民币5亿元，可超额配售不超过人民币15亿元（含15亿元）。

债券期限 本期债券分为两个品种，品种一基础期限为2年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；品种二基础期限为3年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。

债券利率 本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

付息方式 在公司不行使递延支付利息权的情况下，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。

偿付顺序 本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

续期选择权 本期债券分为两个品种，品种一基础期限为2年，以每2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，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；品种二基础期限为3年，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，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。

赎回选择权 （1）公司因税务政策变更进行赎回：由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回。

递延支付利息条款 本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“厦门象屿集团有限公司公开发行2020年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）”的信用级别为AAA。该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定厦门象屿集团有限公司（以下简称“厦门象屿”或“公司”）主体信用级别为AAA，评级展望稳定。该级别反映了厦门象屿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。中诚信证评肯定了公司显著的区位优势、供应链服务布局进一步完善、主业经营能力持续提升和融资渠道畅通等正面因素对公司信用水平的支撑。但同时，中诚信证评也关注到供应链运营及房地产业务易受经济波动和政治环境变化影响、公司负债率较高、债务负担较重、资产减值损失较大侵蚀部分利润以及经营活动净现金流波动较大等因素对公司信用水平可能产生的影响。

正 面

- 区域优势显著。2018年，福建省和厦门市GDP分别为35,804.04亿元和4,791.41亿元，增速分别为8.3%和7.7%，均超当年全国平均水平。区域内较发达的经济水平、厦门市经贸港口及福建自贸区的区位优势，为公司物流供应链等业务板块的发展提供良好环境。
- 公司供应链服务布局进一步完善，主业经营能力持续提升。公司持续向产业链上下游相关领域适当延伸，积极整合资源优势，物流供应链板块业务加速扩张使得主业经营能力不断提升。2018年及2019年1~9月公司营业收入分别同比增长12.79%和18.37%，同期净利润分别为25.06亿元和23.61亿元，同比分别增长37.93%和74.46%。
- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至2019年9月末，公司共获得各银行授信额



递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受到任何递延支付利息次数的限制。

概况数据

厦门象屿	2016	2017	2018	2019.1~9
所有者权益 (亿元)	226.24	280.87	358.66	397.95
总资产(亿元)	729.64	916.99	1,159.74	1,371.52
总债务(亿元)	322.52	435.88	540.11	662.20
营业总收入 (亿元)	1,239.38	2,140.89	2,414.61	2,082.38
营业毛利率(%)	5.13	3.64	3.58	4.28
EBITDA(亿元)	29.66	44.17	54.57	-
所有者权益收益率 (%)	5.81	6.47	6.99	7.91
资产负债率(%)	68.99	69.37	69.07	70.98
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;

2.2019年1~9月所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

曹梅芳 mfciao@ccxr.com.cn

王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年2月12日

度 1,409.05 亿元,未使用授信余额合计为 645.56 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)为上市公司,畅通的融资渠道为公司流动性提供较好支撑。

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治环境变化影响,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开发投入对资金需求增大的影响,截至 2019 年 9 月末,公司债务规模增至 662.20 亿元,资产负债率上升至 70.98%,其中短期债务为 389.14 亿元,长短期债务比为 1.43。公司负债率水平较高,且面临一定的短期偿债压力。
- 资产减值损失较大。2016~2018 年,公司资产减值损失分别为 6.48 亿元、4.91 亿元和 7.18 亿元,主要为应收账款坏账损失和存货跌价损失,规模相对较大,侵蚀部分经营利润。
- 经营活动净现金流波动较大。受物流供应链业务规模、房地产业务销售回款情况以及楼盘开发和土地储备投入资金波动的影响,公司经营性现金流波动明显,2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司经营活动净现金流量分别为-19.37 亿元、-56.48 亿元、32.20 亿元和-64.21 亿元。

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 and 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。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	厦门象屿集团有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）
发行规模	本期债券基础发行规模为人民币 5 亿元，可超额配售不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）。
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 2 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；品种二基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。
续期选择权	本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 2 年，以每 2 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，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；品种二基础期限为 3 年，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，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。
赎回选择权	（1）因税务政策变更，由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）因会计准则变更，若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。除了以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。
递延支付利息条款	除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。
付息方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，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。
偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金，其中不低于 10% 用于湖北省、浙江省、广东省、湖南省农产品及其

概 况

发债主体概况

厦门象屿集团有限公司（以下简称“厦门象屿”或“公司”）成立于1995年11月，由厦门市政府批准组建，初始注册资本为1.38亿元。2007年以来，公司多次获得增资及国有资本收益返还转增资本，截至2019年9月末，公司注册资本变更为16.76亿元。公司为国有独资企业，实际控制人为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”）。

公司主要业务为物流供应链、房地产和类金融，其中供应链运营业务为公司的核心业务，物流业务与之配套，目前公司已形成集物流园区、仓储、内贸海运、运输、配送、国际货运代理、进口清关、码头、堆场等业务为一体的综合物流服务体系。截至2019年9月末，公司拥有全资子公司85家，控股子公司184家，参股公司61家。2011年8月，公司供应链业务运营主体厦门象屿股份有限公司（以下简称“象屿股份”）成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码为600057.SH。截至2019年9月末，公司对象屿股份直接及间接持股55.44%，为其控股股东。

截至2018年末，公司总资产为1,159.74亿元，所有者权益为358.66亿元，资产负债率为69.07%；2018年，公司实现营业收入2,414.61亿元，净利润25.06亿元，经营活动净现金流35.20亿元。

截至2019年9月末，公司总资产为1,371.52亿元，所有者权益为397.95亿元，资产负债率为70.98%；2019年1~9月，公司实现营业收入2,082.38亿元，净利润23.61亿元，经营活动净现金流-60.21亿元。

他产品供应链业务，包括但不限于采购农产品面向疫情影响地区企业或居民销售。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

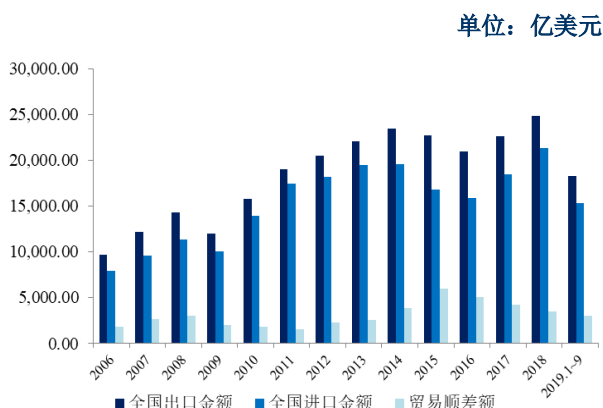
外贸行业概况

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010 年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011 年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012 年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国 GDP 同比增长 7.8%，是进入 1999 年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额 3.87 万亿美元，同比增长 6.2%。2013 年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额 4.16 万亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.6%，增速较上年同期上升了 1.4 个百分点，其中，出口 2.21 万亿美元，增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，增长 7.3%，进口增速显著提升。2014 年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，其中出口总额 2.34 万亿美元，同比增长 6.1%，进口总额 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%。2015 年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015 年我国进出口总额 3.96 万亿美元，同比下降 8.0%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。2016 年，受大宗商品价格低迷，发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，国内经济下行压力仍较大，2016 年我国进出口总额 3.7 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口 2.1 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.6 万亿美元，同比下降 5.5%。2017 年，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，我国进出口

总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口 2.26 万亿美元，进口 1.84 万亿美元。2018 年，我国进出口总额 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%，其中出口 2.48 万亿美元，同比增长 9.9%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012 年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差 0.23 万亿美元，同比大幅增长 48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012 年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了 0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013 年，我国实现贸易顺差 0.26 万亿美元，同比增长 12.55%；2013 年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014 年我国实现贸易顺差 0.38 万亿美元，同比增长 47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面 2014 年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015 年，我国实现贸易顺差 0.59 万亿美元，同比增长 56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015 年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016 年，我国实现贸易顺差 0.51 万亿美元，同比下降 13.9%。2017 年，我国实现贸易顺差 0.42 万亿美元，继续收窄。2018 年，我国实现贸易顺差 0.35 万亿美元，同比收窄 16.2%。2019 年 1~9 月，我国实现贸易顺差 0.30 万亿美元，同比扩大 36.4%。

图 1：2006~2018 年及 2019 年 1~9 月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

在国内经济稳中向好、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。近来，中美贸易摩擦加剧，贸易战后续发展存在很大不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

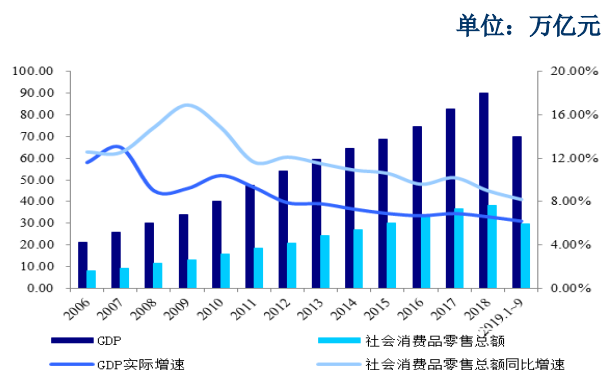
近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，近期国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。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，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

内贸行业概况

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。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%。2017 年，国内生产总值 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。2018 年，我国国内生产总值 900,309.5 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%。2019 年 1~9 月，我国国内生产总值 697,798 亿元，同比增长 6.2%；社会消费品零售总额 296,674 亿元，同比增长 8.2%。

图 2：2006~2018 年及 2019 年 1~9 月我国 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，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。2016年11月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布，针对“十三五”期间我国内贸流通发展，提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施，以推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境，到2020年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。2016年11月，我国商务部等13部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017年6月，我国商务部印发了《2017年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184号，以下简称“方案”），方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税，降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化，降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

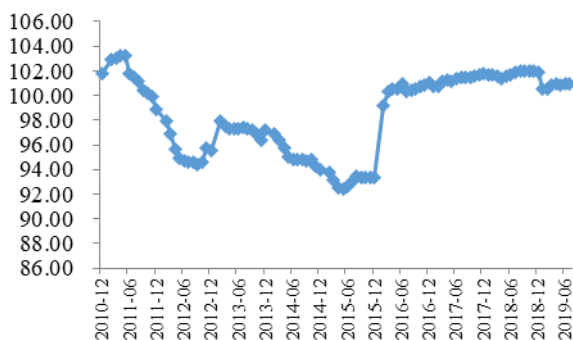
总体上，近年来，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消

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，有利于形成城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。

房地产行业概况

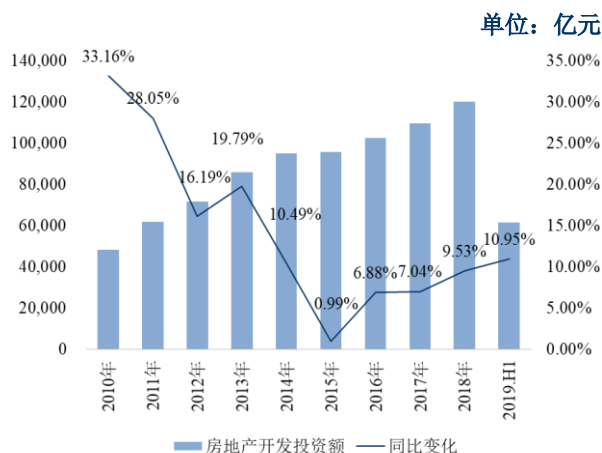
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。2019年1月国房指数降至100.57点，2~6月小幅波动上升，于6月达到100.90点。

图 3：2011~2019.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 4：2010~2019.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53% 至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。2019 年 1~6 月全国房地产开发投资较上年同期增长 10.9% 至 61,609 亿元，增速较上年同期上升 1.2 个百分点。房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、

156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2% 和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9% 和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。2019 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 84,966 亿元，较上年同期增长 7.2%，增速提高 2.6 个百分点。其中，自筹资金和定金及预收款同比分别增长 4.7% 和 9.0% 至 26,731 亿元和 28,465 亿元，增速有所放缓，占比分别为 31.5% 和 33.5%；国内贷款和个人按揭贷款分别为 13,330 亿元和 12,806 亿元，同比分别增长 8.4% 和 11.1%。

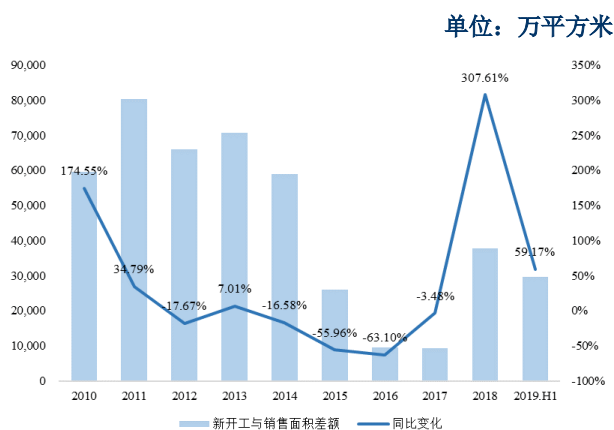
表 2：2016~2019.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%				
指标	2016	2017	2018	2019.H1
资金来源合计	144,214	156,053	165,963	84,966
同比增长	15.2	8.2	6.4	7.2
其中：				
自筹资金	49,133	50,872	55,831	26,731
占比	34.1	32.6	33.6	31.5
同比增长	0.2	3.5	9.7	4.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005	13,330
占比	14.9	16.2	14.5	15.7
同比增长	6.4	17.3	-4.9	8.4
利用外资	140	168	108	43
占比	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8	51.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418	28,465
占比	29.1	31.2	33.4	33.5
同比增长	29.0	16.1	13.8	9.0
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706	12,806
占比	16.9	15.3	14.3	15.1
同比增长	46.5	-2.0	-0.8	11.1

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。2019年上半年房地产开发企业房屋新开工面积为105,509万平方米，较上年同期增长10.12%，新开工面积量处于较高水平但增速有所回落；从新开工面积与销售面积的差额来看，2019年1~6月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长59.17%至29,723万平方米。

图5：2010~2019.H1商品房新开工与销售面积差额

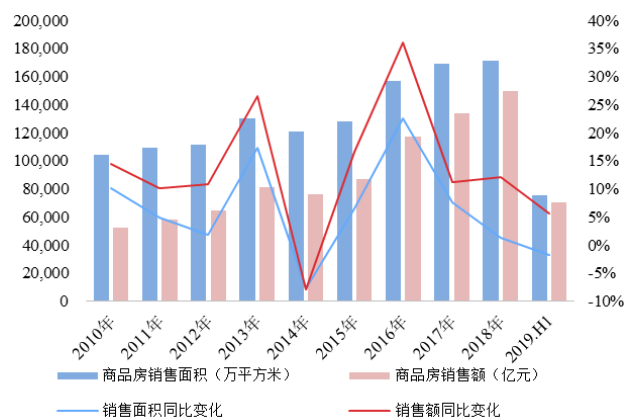


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和

36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售额分别为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1.47个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长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%。2019年1~6月，全国商品房销售面积和销售额分别为75,786万平方米和70,698亿元，同比分别下降1.8%和增长5.6%，销售额增速同比下降7.6个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

图6：2010~2019.H1商品房销售情况



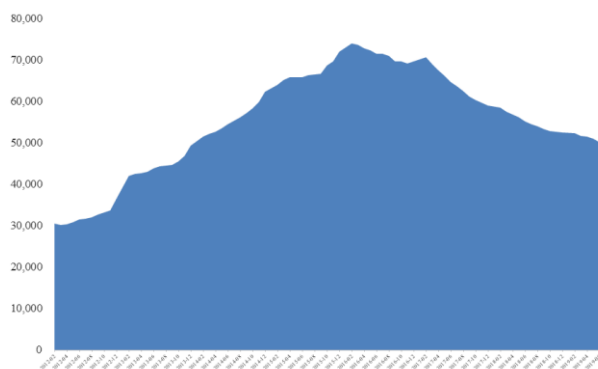
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，2018年东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售额79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售额33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售额31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售额5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。2019年1~6月，东部地区实现商品房销售额37,716亿元，同比增长4.7%；中部地区商品房销售额15,353亿元，同比增长6.1%；西部地区商品房销售额15,178亿元，同比增长8.4%；东北地区商品房销售额2,451亿元，同比增长0.9%，各区域销售额增速均呈回

落趋势。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，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。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6 月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 7：2012~2019.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业

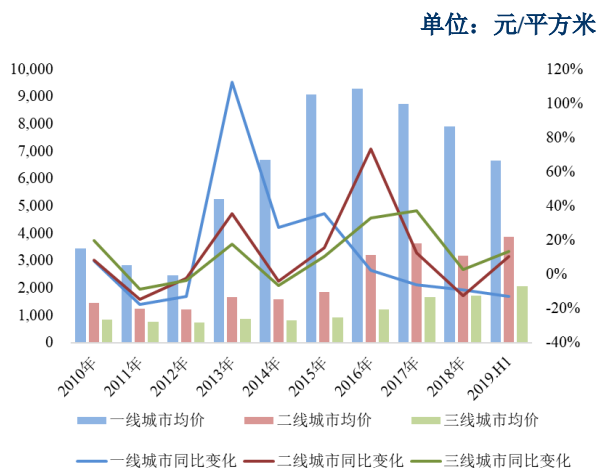
政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

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，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。2019 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 8,035 万平方米和 3,811 亿元，分别同比下降 27.5%和 27.6%；同期土地购置成本为 4,743.00 元/平方米，同比下降 0.14%，2019 年以来房企拿地投资意愿降低，土地投资整体较为低迷。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018

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、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。

年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%，2019 年上半年，一线城市土地成交均价持续下降至 6,661.95 元/平方米，而溢价率则回升至 11.79%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。2019 年上半年，二线城市土地成交楼面均价为 3,874.71 元/平方米，同比增长 18.47%，溢价率为 18.92%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。2019 年上半年三线城市土地成交楼面均价为 2,073.46 元/平方米，同比增长 13.46%，平均溢价率增长至 19.56%。

图 8：2010~2019.H1 各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政

策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市

亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展

资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年 5 月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年 12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

2019 年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4 月中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。5 月，住建部又对近 3 个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示。7 月中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。
2019.02-05	中国人民银行	加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制；坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。
2019.02-05	银保监会	继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准；对投机性房地产贷款严格控制，防止资金通过影子银行渠道进入房地产市场，房地产金融仍是防范风险的重点领域；继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；严查房地产违规。
2019.03	两会政府工作报告	落实地方主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系；推进保障性住房建设和城镇棚户区改造。
2019.04	中央政治局会议	坚持房主不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任长效调控机制。
2019.07	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

区域环境

区域性的贸易活动与区域经济发展息息相关。

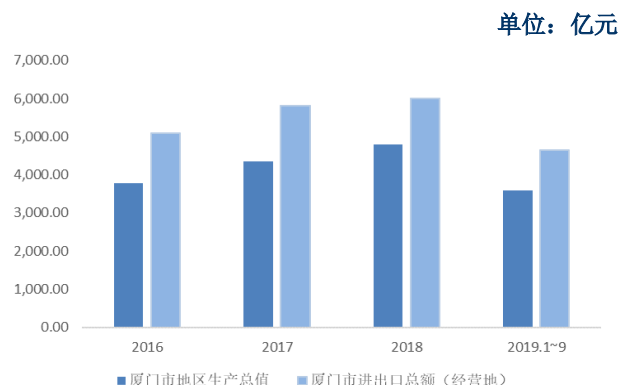
福建省是我国经济发展大省，经济发展的内在动力和活力增强，经济增长质量较好。近年来，福建经济持续增长，福建省 GDP 增速始终高于全国平均水平，固定资产投资稳步增长。2015 年以来，福建省进一步推进海西规划的全面落实，经济运行呈现持续了增长的良好态势，但增速有所放缓。2015 年，福建省实现地区生产总值 25,979.82 亿元，同比增

长 9.0%；全年社会消费品零售总额 10,505.93 亿元，比上年增长 12.4%。其中，城镇消费品零售额 9,448.57 亿元，增长 12.2%；乡村消费品零售额 1,057.36 亿元，增长 14.1%。按消费形态统计，商品零售额 9,396.46 亿元，增长 12.7%；餐饮收入额 1,109.47 亿元，增长 10.0%。2016 年，福建省实现地区生产总值 28,810.58 亿元，按不变价同比增长 8.4%；社会消费品零售总额 11,674.54 亿元，同比增长 11.1%。其中，城镇消费品零售总额 10,501.75

亿元，增长 10.9%；乡村消费品零售总额 1,172.79 亿元，增长 12.7%。按消费形态统计，商品零售额 10,453.40 亿元，增长 11.4%；餐饮收入额 1,221.14 亿元，增长 9.1%。2017 年，福建省实现地区生产总值 32,298.28 亿元，按不变价同比增长 8.1%；社会消费品零售总额 13,013.00 亿元，同比增长 11.5%。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。2019 年 1~9 月，福建省实现地区生产总值 25,595.01 亿元，同比增长 8.0%；社会消费品零售总额 11,411.65 亿元，同比增长 10.9%。

厦门市的经济和外贸发展形势与福建省类似。2016 年，由于产业结构不断优化，经济效益逐渐向好，加上固定资产投资增长较快，厦门市地区生产总值 3,784.25 亿元，同比增长 7.9%；同期社会消费品零售总额同比增长 9.8%至 1,283.46 亿元，消费品市场呈现平稳增长趋势。2017 年，厦门市地区生产总值 4,351.18 亿元，同比增长 7.6%；同期社会消费品零售总额 1,446.74 亿元，同比增长 12.7%。2018 年，厦门市地区生产总值 4,791.41 亿元，同比增长 7.7%；同期社会消费品零售总额同比增长 6.6%至 1,542.42 亿元。2019 年 1~9 月，厦门市地区生产总值 3,592.71 亿元，同比增长 8.1%；同期社会消费品零售总额 1,298.45 亿元，同比增长 13.1%。外贸方面，2016 年，厦门市进出口贸易持续低迷，外贸进出口 5,091.55 亿元，比上年同期下降 1.4%，其中出口增长 6.7%，进口增长 8.0%。2017 年，厦门市外贸进出口 5,816.04 亿元，同比增长 14.3%，其中出口增长 5.2%，进口增长 28.4%，回升明显。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%。2019 年 1~9 月，厦门市外贸进出口 4,653.03 亿元，同比增长 3.9%，其中出口增长 6.8%，进口增长 0.5%。

图 9：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月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

房地产方面，2016 年，厦门市房地产开发投资 765.80 亿元，同比减少 1.1%，下滑速度趋缓。从开工情况来看，2016 年全市房地产新开工面积出现较大回落，全年新开工面积为 548.46 万平方米，下降 7.4%。从销售面积来看，2016 年厦门商品房销售面积为 570.83 万平方米，下降 27.8%，销售额 920.29 亿元，下降 24.3%。2017 年，厦门市房地产开发投资 879.86 亿元，同比增长 14.9%；全市房地产新开工面积为 605.41 万平方米，同比增长 10.4%；厦门商品房销售面积为 527.88 万平方米，下降 0.19%，销售额 1,192.98 亿元，同比增长 12.67%。2018 年，厦门市房地产开发投资 884.58 亿元，同比增长 0.50%；全市房地产新开工面积为 414.56 万平方米，同比下降 30.5%；厦门商品房销售面积为 529.42 万平方米，下降 0.30%，销售额 1,106.85 亿元，同比减少 7.2%。

此外，厦门自贸试验区于 2015 年 03 月 01 日正式挂牌，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。作为福建自贸试验区最大的片区，厦门自贸试验区总面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。其目标定位为发展航运物流、口岸进出口、保税物流、加工增值、服务外包、大宗商品交易等现代临港产业，构建高效便捷、绿色低碳的物流网络和服务优质、功能完备的现代航运服务体

系，成为立足海西、服务两岸、面向国际，具有全球航运资源配置能力的亚太地区重要的集装箱枢纽港。中诚信证评认为，自由贸易园区的发展将有助于厦门在制度框架与法律法规上与国际投资、贸易通行规则形成衔接，营造国际化营商环境，为厦门市带来更多的发展机会。

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。

竞争优势

显著的区位优势

公司位于厦门市，是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业，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。

近年福建省经济保持较快速度增长，2018年，福建省实现地区生产总值 35,804.04 亿元，同比增长 8.3%，增速高于全国平均水平；社会消费品零售总额 14,317.43 亿元，同比增长 10.8%。2018 年厦门市受益于产业结构不断优化，经济效益逐渐向好，加上固定资产投资增长较快，厦门市 GDP 和社会消费品零售总额分别为 4,791.41 亿元和 1,542.4 亿元，增速分别为 7.7% 和 6.6%。

福建自贸区的成立以及厦门经贸港口城市的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。

强大的综合供应链服务体系

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，已在能源化工、金属矿产、林产品、进口汽车和农产品等品类上形成了较强的供应链服务能力。

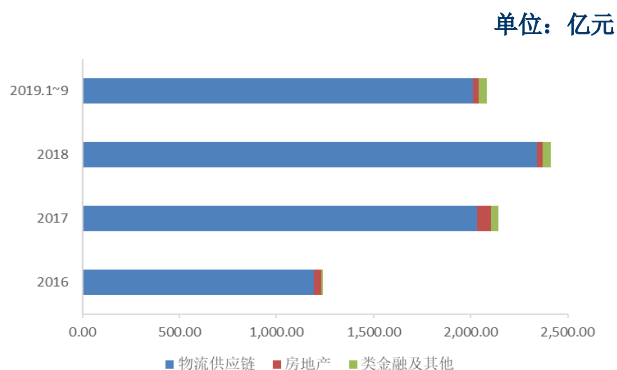
在发展贸易业务的过程中，公司初步形成了全国性的物流网络体系，已构建和正在构建的物流网络体系包括基础物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系。其中，基础物流服务体系集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关、堆场服务、港口服务、园区运营服务等业务为一体，在区域核心城市厦门、泉州、福州、上海、天津、唐山等地开发建设并经营专业物流园区，物流资源充裕。

总体上看，依靠自身的资金、供销市场资源以及物流服务优势，公司已逐渐建立起一套相对完整的供销、运输储存和服务产业链，同时公司有着强大的综合物流服务体系，综合物流服务能力 and 资源整合能力较其他贸易企业具有突出优势。

业务运营

公司经营板块包括物流供应链、房地产、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。2016 年以来，公司与上下游客户合作进一步增强，供应链服务持续完善，实体企业全程供应链服务模式不断深入，多家合资公司设立，业务资源不断丰富，带动公司营业收入快速增长。2016~2018 年公司分别实现营业收入 1,239.38 亿元、2,140.89 亿元和 2,414.61 亿元。分板块看，2018 年，公司物流供应链、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，在营业收入中占比分别为 96.91%、1.24% 和 1.85%。2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 2,082.38 亿元，同比增长 18.37%，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 2,012.42 亿元、30.48 亿元和 39.48 亿元。

图 10：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物流供应链业务

公司物流供应链业务包括大宗商品采购分销服务和物流服务业务，其中大宗商品采购分销服务以大宗商品贸易为主；物流服务通过多年来的持续投入，已初步形成了全国性的物流网络体系，包括自建的物流业务板块和整合社会物流资源能力。

表 4：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司大宗商品采购分销服务业务品种构成情况

单位：亿元、%

	2016		2017		2018		2019.1~9	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
能源化工	205.83	17.88	457.85	23.09	647.27	28.63	481.43	24.69
金属矿产	796.56	69.21	1,374.68	69.32	1,404.95	62.15	1,273.13	65.29
农产品	75.53	6.56	93.50	4.71	171.50	7.59	172.29	8.84
其他产品	73.00	6.34	5.71	2.88	36.75	1.63	23.16	1.19
合计	1,150.93	100.00	1,983.17	100.00	2,260.47	100.00	1,950.02	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司大宗商品采购分销服务业务以国内业务为主，2016~2018年以及2019年1~9月国内业务占其业务总额的比重分别为80.12%、81.40%、82.12%和

大宗商品采购分销服务

大宗商品采购分销服务业务一直是公司主要的收入来源，也是公司最早开展的业务，公司近年来大宗商品采购分销服务业务实现的收入占营业收入的比重一直保持在 80%以上，主要运营主体为上市子公司象屿股份，目前已形成以厦门、上海、天津、广州、青岛、大连为核心辐射全国的市场网络和战略布局。2016~2018 年，公司大宗商品采购分销服务业务销售额分别为 1,150.93 亿元、1,983.17 亿元和 2,260.47 亿元，主营商品包括能源化工、金属矿产和农产品等三大类，2018 年上述三类商品销售额占比分别为 28.63%、62.15%和 7.59%。公司在多个城市设立物流节点，供应链服务平台逐步完善，2019 年 1~9 月，公司实现大宗商品采购分销服务业务收入 1,950.02 亿元，其中能源化工、金属矿产、农产品销售占比分别为 24.69%、65.29%和 8.84%。

80.15%，国内销售区域主要集中在华东地区、华南地区、华北地区；进出口业务则以进口为主，主要进口区域集中在亚洲和拉美。

表 5：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司进出口及国内业务结构

单位：亿元、%

	2016		2017		2018		2019.1~9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
进出口业务	228.83	19.88	368.90	18.60	404.20	17.88	387.01	19.85
国内业务	922.10	80.12	1,614.27	81.40	1,856.27	82.12	1,563.01	80.15
合计	1,150.93	100.00	1,983.17	100.00	2,260.47	100.00	1,950.02	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

化工产品方面，2016~2018年公司能源化工贸易额分别为205.83亿元、457.85亿元和647.27亿元，占贸易业务的比重分别为 17.88%、23.09%和 28.63%，逐年增长。公司主营化工产品包括塑料

（PE、PP、PVC等）、有机化学品（甲醇、甲苯等）、聚酯原料（PTA、MEG）、煤炭等。供应商方面，公司与中国石油化工集团公司、中国石油天然气集团公司等大型化工龙头企业建立了长期稳定的合

作关系。销售方面，公司化工产品销售核心区域包括河北、上海、福建、广东等地，依托各地分公司已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。2019年1~9月，公司能源化工贸易额为481.43亿元，占贸易业务的比重为24.69%。

金属矿产方面，2016~2018 年公司金属矿产贸易额分别为 796.56 亿元、1,374.68 亿元和 1,404.95 亿元，占贸易业务的比重分别为 69.21%、69.32% 和 62.15%。公司主营金属矿产包括钢铁（长材、板材、型材）、有色金属（银、铜、铝、锌、镍、铬）、各类矿产（矿砂）。业务区域方面，主要分布在华东、华北、华中和华南地区为主，华东地区以江、浙、沪为主，以上海为分销中心，辐射浙江、江苏等周边区域；华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主；华中地区以河南为主，向周边华北区域延伸；华南区域以广东为主，向周边沿海区域延伸。此外，公司还将销售渠道拓展至西安及周边地区。销售模式以直销为主，另有部分钢材采用代理方式。结算方面，为确保公司风险可控、收益锁定，公司采取多样化的结算模式，如买断式、二次定价、代销、长约采购按月定价等方式，同时与下游客户签订长约销售协议、二次结价及锁定销售单价等各种结算方式，根据不同的钢厂、不同的行情阶段进行操作。除以事业部形式开展的金属矿产贸易外，公司还通过实体企业全程供应链服务模式开展业务，实体企业全程供应链服务模式包括以下两种：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；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。2019 年 1~9 月，公司实体企业全程供应链服务项目共 3 个，生产品种分别为钢坯、钢坯生铁、不锈钢等；长期稳定且体量较大的代采代销主要合作客户共 1 家，主要生产不锈钢坯、硅锰铁和镍铁。公司与客户之间无预付款，结算周期为 30 天，一般以现金结算。此外，公司持续优化金属矿产贸易结构，向上整合钢厂、不锈钢资源，向下开发核心经销商客户；针

对核心经销商客户，通过在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市设立的物流服务平台，为钢厂提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，针对核心生产型钢厂客户，提供原辅材料采购供应服务、产成品销售服务以及相关配套仓储物流和加工服务，通过一条龙配套服务提高客户粘性并获取增值服务收益。2016 年以来，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，开展实体企业全程供应链服务模式、并建立多家合资公司，业务资源逐步丰富，同时，钢材类等大宗商品价格回暖，共同带动公司业务规模逐年增长。2019 年 1~9 月，公司金属矿产销售额为 1,273.13 亿元，占贸易业务的比重为 65.29%。

农产品方面，2016~2018 年公司农产品销售额分别为 75.53 亿元、93.50 亿元和 171.50 亿元，占公司贸易销售额的比重分别为 6.56%、4.71% 和 7.59%。公司农产品主要贸易商品以粮食类、油脂油料类和木材类为主；经营主体主要为黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）和厦门象屿农产品有限责任公司等公司，截至目前，象屿农产注册资本 21.25 亿元，为公司全资子公司。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（仅粮食采购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）。目前，公司玉米等饲料原粮以象屿农产为中心，整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立集散中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中、西北、西南等下游区域销售提供优质粮食资源。油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心，向华南、华东、华北和福建市场进行辐射。采购方面，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；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厂均建立了战略合作关系。结算方面，饲料厂对公司一般货到付款，结算周期通常为 7-15 天。2019 年 1~9 月，公司农产品销售收入为 172.29 亿元，占当期贸易销售额的比重为 8.84%。

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、五金集采、船舶出口及其他商品等。公司于2015年开始经营平行进口汽车业务，在原有汽车国际保兑仓业务基础上，与福建车库巴士汽车有限公司开展合作，并共同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%，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，采购渠道主要为中东地区、欧洲地区和北美地区。2018年累计采购车辆0.97万台，销售0.61万台，实现销售收入31.17亿元。

客户集中度方面，2016~2018年和2019年1~9月公司前五大下游客户销售金额合计分别为155.82亿元、235.88亿元、304.51亿元和241.46亿元，合计销售收入占比分别为13.08%、11.60%、13.01%和12.00%，公司下游客户较为分散，对单一客户的依赖程度低。

表 6：2018 年公司前五大客户销售情况

单位：亿元、%

前五大客户	销售金额	占比
第一名	92.90	3.97
第二名	81.93	3.50
第三名	48.12	2.06
第四名	47.91	2.05
第五名	33.66	1.44
合计	304.51	13.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：截至 2019 年 9 月末公司自营仓库情况表

单位：万平方米

地理位置			厦门岛内			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	
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，中诚信证评整理

堆场服务方面，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，可以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，公司拥有华南地区最大的修箱棚，并拥有现代

总体来看，公司贸易业务依靠自身的资金、供销市场资源以及物流服务优势，已逐渐建立起一套相对完整的供销、运输储存和服务产业链，市场竞争力较强。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、大宗商品价格波动频繁可能对公司经营产生影响。

物流

近年来，公司初步形成了全国性的物流网络体系，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 and 铁路物流服务体系。

基础物流服务体系

公司已逐步形成集仓储、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。受益于服务能力提升及贸易量上升带来的协同效益，加之物流业务种类丰富以及区域内物流需求的增长，近年来公司基础物流业务收入快速增加。2019 年 1~9 月，公司基础物流业务实现收入 25.86 亿元。

在仓储服务方面，公司在全国各地拥有自营仓库面积超过 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，天津北疆港区、上海宝山区、广州黄埔港区及青岛黄岛区等。

化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料，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。

进口清关服务方面，公司在全国 17 个口岸拥有自己的报关代理服务机构，提供遍及全国的通关服务。公司在厦门口岸自有两个报关行，即象屿报关行和速传报关行，在东渡、海沧、保税区、保税物流园区都有设点，基本覆盖了厦门市的主要海关区。一般贸易清关不超出 3 个工作日。

运输服务方面，公司与国内各大口岸的物流供应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，与国际知名海运企业均建立了紧密的业务合作关系，拥有完善的海外代理网络，可获得主营航线上的仓位保障，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，具有 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，聚集了福建省内 100 多家大型货运企业，整合了厦门始发至国内 90% 的陆运网络，是福建省规模最大的道路运输型配送中心，为客户提供灵活高效的陆运服务。

专业物流园区运营服务方面，公司在福建省内已形成了以厦门、福州、泉州为中心的物流园区网络，此外，随着公司在上海、唐山、天津物流园区的开工建设和陆续投入使用，初步形成了全国性的物流园区网络，有效聚合物流、贸易、加工、金融企业，形成产业集群效应，为客户提供综合性的运营平台。

表 8：截至 2019 年 9 月末公司物流园区服务能力

指标	服务能力
五金机电物流集散中心	中心总建筑栋数为 13 幢，总建筑面积为 66,528.89 平方米
晋江物流园区	室内仓库 26,934 平方米 规划建设 5 万平方米仓库和 5 万平方米堆场的钢材仓储交易市场。整个项目分两期建设，一期 8,300 平方米，二期 119,500 平方米。项目一期于 2013 年 2 月投入使用；二期预计总投资约 5 亿元，暂无建设计划
上海宝山区罗泾物流园	7-2#地块为 24,934.20 平方米的堆场，9#地块有 3 座仓库共计 8,527.78 平方米。8#地一期已建成仓库面积 9,516.21 平方米
福州江阴物流园区	建筑面积 24,277.58 平方米，一栋三层仓库
象屿国际物流仓储中心（29BC 仓库）	

象屿物流 30 号厂房	建筑面积 11,046.51 平方米，两栋均为单层建筑，用于生产、加工、仓储
天津象屿立业物流园区	室内仓库 9,136.8 平方米，室外仓库 23,000 平方米
唐山象屿正丰物流园区	办公楼 1 座建筑面积 10,238 平方米，钢构仓库 1 座面积 86,607.2 平方米
泉州公路港	建筑面积 50,181.11 平方米，其中自用办公室 770.8 平方米，可出租仓库面积 35,623 平方米，生活配套面积 13,787.31 平方米
厦门国际航运中心	项目总建筑栋数为 5 栋商务写字楼，总建筑面积为 149,737.7 平方米
象屿物流配送中心	两栋单层仓库（建筑面积 23,269.55 平方米）；八栋两层建筑（建筑面积 30,562.39 平方米）

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

农产品物流服务体系

在农产品业务领域，公司整合生产、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。公司持续投入建设了九大综合仓储物流中心，为农产品采购分销业务及产业链上下游客户提供粮食收购、烘干、仓储、运输、集散等多项物流服务，实现粮食产区与销区的贯通，满足上游农户售粮、下游粮食深加工企业、养殖和饲料生产企业用粮的需求。同时，公司提供土地流转、种肥农机服务、合作种植服务，及为深加工企业、养殖和饲料生产企业提供农产品采购供应服务。此外，公司还开展粮食国家临储业务。2016 年，我国玉米临储政策取消，随着玉米陈粮的逐步轮出，公司收储规模逐步下滑，公司因承担国家储粮保管任务而获取的收入亦逐步缩减，对公司的盈利水平带来一定的挑战，但玉米陈粮轮出速度较慢，公司未来 1-2 年仍可维持较高仓储利润率。此外，公司积极向“贸易粮”业务转型，同时增加国储水稻收购力度，形成了新的利润增长点，在一定程度上化解了玉米临储政策取消带来的负面影响。受国储粮陆续出库影响，新增收储量未覆盖出库量，使得农产品物流服务收入出现下滑。2016~2018 年公司农产品物流服务分别实现收入 12.54 亿元、10.91 亿元和 9.77 亿元。2019 年 1~9 月，公司农产品物流服务实现收入 6.71 亿元。

铁路物流服务体系

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配备铁路专用线的铁路货场，在铁路货场外围布局业务网点。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司铁路物流分别实现营业收入 8.81 亿元和 9.20 亿元。

总的来看，公司综合物流服务能力 and 资源整合能力较强，与其他贸易企业相比，具备较为突出的物流资源优势。公司通过在关键物流节点开发建设物流园区、配送中心、铁路货运站和码头等物流平台，汇聚了非公司自身所有的仓库、堆场、运输车辆、船舶等社会物流资源，为供应链业务开展提供了有力支撑。

房地产业务

公司房地产业务的运营主体为全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”），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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司房屋竣工面积分别为 76.43 万平方米、35.53 万平方米、65.24 万

平方米和 68.43 万平方米；房屋销售面积分别为 38.97 万平方米、34.25 万平方米、49.39 万平方米和 39.70 万平方米；签约销售额分别为 71.06 亿元、77.78 亿元、122.46 亿元和 80.21 亿元；房地产板块营业收入分别为 38.57 亿元、74.06 亿元、29.88 亿元和 30.48 亿元。2018 年，公司房地产业务收入中，上海、昆山森隆和重庆等区域分别贡献收入 65%、27%和 7%。

表 9：近年公司房地产开发业务情况

单位：万平方米、万元/平方米、亿元

项目	2016	2017	2018	2019.1~9
房屋竣工面积	76.43	35.53	65.24	68.43
房屋销售面积	38.97	34.25	49.39	39.70
新增土地储备面积	83.29	74.75	6.93	15.02
平均销售单价	1.83	2.27	2.48	2.02
签约销售额	71.06	77.78	122.46	80.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在售项目方面，公司目前主要在售项目包括都城怡园、西郊御府、南平瑞峰及天安象屿智慧港等项目，公司各在售项目均保持了良好的持续销售情况，以一、二线城市为主的业务布局也使公司房地产业务具备较好的抗风险能力。

表 10：截至 2019 年 9 月末公司主要房地产销售情况

单位：平方米、万元、元/平方米

项目	位置	用途	销售面积		销售收入		已售均价	
			2018	2019.1~9	2018	2019.1~9	2018	2019.1~9
上海年华	上海	住宅	32,332	862	150,331	5,538	46,495	64,260
大宁悦府	上海	住宅	-	-	25,340	-	65,900	-
郦庭	上海	住宅	1,019	-	1,936	-	19,000	-
品城	上海	住宅	-	-	154	-	-	-
珑庭花园	昆山	住宅	17,580	9,985	29,992	8,907	17,060	8,920
都城嘉园	昆山	住宅	74	-	211	-	28,684	-
都城怡园	昆山	住宅	42,474	13,987	99,504	32,841	23,427	23,479
两江公元	重庆	住宅、别墅	4,916	251	20,061	623	40,808	24,809
昆山合泰	昆山	住宅	38,885	-6,715	107,501	-17,104	27,646	25,471
江南第一城	南平	住宅	2,186	-	4,132	-	18,903	-
南平瑞峰	南平	住宅	79,516	69,425	60,432	57,456	7,600	8,276
西郊御府	昆山	住宅	82,208	22,364	189,470	51,863	23,048	23,191
天安象屿智慧港	天津	住宅	51,961	18,888	55,317	19,656	10,646	10,406
虹桥悦府	上海	住宅	76,391	553	337,925	2,706	44,236	48,977

德馨嘉苑	昆山	住宅	50,573	29,497	114,514	65,575	22,643	22,231
玉兰臻园	常熟	住宅	10,135	21,860	21,804	40,922	21,514	18,720
苏州致嘉	太仓	住宅	1,366	27,657	2,094	41,853	15,332	15,133
观悦府	重庆	住宅	2,318	49,112	3,872	85,550	16,703	17,419
公园悦府	上海	住宅	-	15,564	-	22,816	-	14,659
澜山悦庭	常熟	住宅	-	75,363	-	207,289	-	27,505
公园悦府 (上海)	上海	住宅	-	48,350	-	175,635	-	36,326

注：品诚项目销售收入为车库销售收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 9 月末，公司在建及拟建项目（含完工售罄尚需投入项目）总建筑面积 866.36 万平方米，计划总投资额 844.26 亿元，已投资 636.11 亿元，尚需投资 208.15 亿元。公司房地产业务未来投资额较大，面临一定的资金压力。

表 11：截至 2019 年 9 月末公司房地产项目情况（含非并表项目）

单位：平方米、万元

主要项目名称	位置	进度	总用地面积	总建筑面积	总投资	累计投入
优山美地家园	湖南	完工售罄	43,965	112,735	49,257	49,170
重庆两江公元	重庆	完工售罄	206,356	568,377	423,888	414,681
珑庭花园	昆山	完工在售	87,865	393,284	245,550	225,411
云润新苑（名城）	上海	在建在售	81,857	163,916	177,151	144,455
象屿鼎城	上海	完工售罄	56,570	125,367	199,014	198,711
象屿郦庭	上海	完工售罄	41,424	77,577	105,071	104,386
北场 1 号项目	上海	完工售罄	120,663	226,569	309,294	309,294
闸北地块	上海	完工在售	45,683	119,952	321,867	301,679
花桥地块（15-1）	昆山	在建在售	146,236	459,884	362,240	246,694
陈春路 D/c-1 地块	上海	完工在售	128,091	208,189	488,336	466,608
南桥新城 15 单元 23A-01A 地块	上海	在建未售	36,595	117,328	328,420	263,896
花桥 2-3	昆山	在建在售	100,841	337,987	650,916	582,067
太仓沙溪 7 号	太仓	在建在售	59,026	149,947	152,159	106,737
九龙坡区地块	重庆	在建在售	14,815	67,305	79,972	67,518
观音桥组团	重庆	在建在售	29,749	166,223	185,918	161,046
常熟项目	常熟	在建在售	61,953	129,746	157,363	119,538
常熟城北项目	常熟	在建在售	69,346	133,298	223,600	162,621
并表项目小计	-	-	1,331,034	3,557,684	4,460,016	3,924,513
福建象屿	南平	在建在售	396,584	587,782	208,975	194,400
南平瑞峰	南平	在建在售	206,848	448,911	154,124	82,223
南平恒荣	南平	尚未开工	217,828	206,517	44,802	8,463
鑫山汇众苑 2 期（都城）	上海	完工售罄	138,666	274,041	143,427	142,623
花桥 9-2	昆山	在建在售	65,122	213,231	183,295	162,419
南桥新城 16 单元 36-03 地块	上海	在建在售	52,793	148,852	332,792	292,590
福州项目	福州	尚未开工	642,632	602,790	1,058,919	499,276
天津项目	天津	在建在售	581,907	1,774,558	843,387	264,385
花桥地块（24-2）	昆山	完工在售	100,959	325,438	227,350	198,062
花桥 9-3	昆山	在建在售	55,374	178,526	165,905	149,217

苏地 2019-WG-12 号	苏州	尚未开工	88,002	208,983	404,403	298,570
苏地 2019-WG-13 号	苏州	尚未开工	62,204	136,253	215,207	144,330
非并表项目小计	-	-	2,608,919	5,105,883	3,982,587	2,436,558
合计	-	-	3,939,953	8,663,567	8,442,602	6,361,071

注：公司出让花桥地块（24-2）及花桥 9-3 项目各 50% 股权，上述项目转入非并表项目

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，公司土地储备面积保持一定规模，以满足未来 2~3 年的房地产开发需求。公司主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动，在土地成本大幅攀升的背景下，公司在积极利用自身资金及成本优势的同时，加大了与其他房企的合作。2016~2018 年，公司新

增土地储备面积分别为 83.29 万平方米、74.75 万平方米和 6.93 万平方米，其中，2018 年拿地减少主要系公司控制房地产板块规模，扩张速度减缓所致。截至 2019 年 9 月末，公司合计储备土地 151.55 万平方米。

表 12：截至 2019 年 9 月末公司房地产业务土地储备情况

单位：平方米

项目名称	位置	状态	土地储备面积	土地性质	取得时间	权益占比
江南第一城	南平	在建在售	89,767	住宅	2005 年 5 月	50%
南平瑞峰	南平	在建在售	45,082	住宅	2005 年 5 月	50%
南平恒荣	南平	未开工	217,828	住宅	2005 年 5 月	50%
登云项目	福州	未开工	563,986	住宅	2016 年 9 月	50%
天津项目	天津	在建在售	448,635	住宅、产业园	2017 年 5 月	50%
苏地 2019-WG-12 号	苏州	未开工	88,002	住宅	2019 年 7 月	49%
苏地 2019-WG-13 号	苏州	未开工	62,204	住宅	2019 年 7 月	49%
合计	-	-	1,515,504	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司还承担基础设施和公共工程代建业务，由厦门象屿港湾开发建设有限公司（以下简称“象屿港湾”）负责经营。象屿港湾系厦门市政基础设施建设项目业主招标邀请单位和重大基础设施项目代建单位，象屿港湾以代建工程投资额的 0.4%~3% 收取代建费，2018 年获得代建管理收入 0.17 亿元，占营业收入的比重较小。受政府委托，象屿建设先后开发建设了象屿保税区一期（0.6 平方公里）、象屿保税区 15/16 号集装箱码头及大量保税区内配套项目，累计开发土地近 120 万平方米，完成各类建筑约 40 万平方米及道路与管网建设约 15 公里，积累了丰富的土地开发及房产建设经营经验，并在保税区的建立和发展过程中起了较大的推进作用。公司代建项目有灌中路延伸段、集美北路、灌六路延伸段、厦门东通道配套水工工程、厦门港东渡航道高崎航段、闽台中心渔港 260 码头、厦门国际物流中心。截至 2019 年 9 月末，公司在建的代建项目有集美北路（集灌路---中洲路）、灌口

中路（新亭——324 国道）一期工程、灌前路（集美北大道——海翔大道段）道路工程等项目，合计投资总额 398,958 万元。

总体看，近年来公司房地产销售情况较为稳定，持续较好的销售现金回流为未来项目开发形成了稳定支撑，同时公司土地储备保持一定规模，区位结构也较为合理，可以保证未来一段时间的持续开发。另一方面，房地产市场受宏观经济、信贷政策等因素影响较大，公司未来项目开发面临一定的不确定性，拿地支出以及未来投资额较大也使公司面临一定的资本支出压力。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。

类金融及其他业务

公司其他业务包括类金融业务、制造业务及股权投资等。

公司类金融业务主要运营主体为厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“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。截至 2018 年末，象屿金控总资产 90.27 亿元，总负债 58.34 亿元，所有者权益 31.94 亿元，2018 年实现营业收入 4.78 亿元，实现净利润 0.86 亿元，其中净利润较上年度减少，主要系象屿金控所持有的上市公司股票计提减值所致。截至 2019 年 9 月末，象屿金控资产总额 102.04 亿元，总负债 58.13 亿元，所有者权益 43.90 亿元，2019 年 1~9 月实现营业收入 4.35 亿元，实现净利润 2.56 亿元。

公司制造业主要包括玉米深加工及纤维制造等业务。其中，玉米深加工以黑龙江金象生化有限责任公司（以下简称“金象生化”）为主要运营平台，2018 年及 2019 年 1~9 月，金象生化分别实现营业收入 33.15 亿元和 26.29 亿元。

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 9 月末，公司拥有可供出售金融资产的总市值为 20.65 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较好的投资收益。

总体来看，随着类金融业务渠道的逐步拓宽，公司类金融板块实力将进一步增强；公司所持有的较大规模的优质股权资产也为公司债务的偿付提供一定支持。

发展规划

公司未来将以供应链平台、自贸区平台、地产平台三大平台整合发展为基础，以金融服务链和创业服务链为牵引，以金融升级、市值管理升值、互

联网升级以及国际化为导向，成为集服务城市发展、区域升级和产业运营为一体的现代化服务业投资控股集团。

供应链板块，公司以象屿股份为产业运营主体，将立足供应链、服务产业链，在进一步夯实和优化商品采购供应、综合物流服务、物流园区开发运营等三大服务平台的基础上，继续巩固并强化原有的农产品、金属矿产及能源化工产品等“3+X”供应链服务体系，实现多条供应链的全产业链运作，成为领先的供应链管理、投资、运营服务商。

自贸区平台方面，公司将围绕自贸区及厦门市的产业发展目标，以自贸区及其延伸区的投资、开发、建设、招商、运营为核心，构建服务于政府和市场之间的综合服务平台，实现城市公共资源的整合式、平台式发展。

城市服务配套平台以象屿地产为运营主体，实现从地产销售模式向资源整合型、基础设施型、居住建设型和城市营销型为一体的综合城市运营模式转型，实现金融化、资本化、证券化、区域拓展与深耕化发展。

金融服务链方面，公司以象屿金控为金融板块运营主体，在服务公司产业发展，促进产融结合、产资结合的同时为上下游客户提供多样化的金融服务，并通过合资、合作、引进等多种形式获取金融全牌照，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。

创业服务链主要承担公司投资、创业、孵化项目工作，为公司实现“产业运营+资本运作”的双轮驱动发展模式，即在做精产业运营的同时，基于战略性新兴产业、现代服务业对于未来经济的重要影响和资源导向，通过设立投资基金、创投公司进行投资或公司直接投资等方式投资于创业孵化项目，一方面分享新兴产业快速成长带来的长期投资收益，另一方面探路新的战略业务板块方向，为公司未来产业的转型升级积累经验。

公司管治

公司治理

公司作为厦门市政府授权国有资产投资的资

产经营一体化公司，已按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。董事会是公司的经营决策机构，设 5~13 名董事，其中董事长 1 名，副董事长 1~2 名、职工代表 1 名，任期三年。董事长、副董事长按照《公司法》和《厦门市国有企业领导人员任用暂行办法》有关的程序任免，董事会其他成员由市国资委或其授权管理机构会同有关部门委派。职工代表董事由公司职工代表大会或其他形式民主选举产生。董事长为公司的法定代表人。监事会主要负有监督职责，设 5 名监事。公司设总经理 1 名，实行董事会领导下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。公司内设党委办公室、总裁办公室、人力资源部、投资管理部、资本运营部、财务部和资金部等部门。

内部管理

为了建立完善的法人治理结构，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，包括关于《财务负责人管理暂行规定》、《预算管理制度》、《集团担保管理办法》、《集团融资管理办法》、《集团期货管理办法》、《厦门象屿集团有限公司突发事件应急预案》等。

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，建立了规范的会计工作秩序，并制定了各项具体业务核算制度。同时，公司财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，即一级财务机构为集团财务中心，其为公司及各业务板块决策机构服务；二级财务机构为各业务板块核心公司财务部，其在各业务板块总经理的直接领导下和集团财务中心的专业指导和监督下开展财务工作，对各业务板块总经理负责；三级财务机构为各业务板块派出机构财务部，其在各业务板块派出机构负责人的直接领导下和各业务板块核心公司财务部的专业指导和监督下开展各项财务工作，对各业务板块派出机构的总经理负责。

资金管理和控制方面，公司推行全面预算管理制度，建立《集团担保管理办法》、《融资管理办法》、《授信管理办法》、《开户管理办法》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对公司投资企

业实行资金集约管理；同时，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，公司对投资企业进行内部授信，确保行业发展的资金需求，业务板块间资金额度不能串用。

业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，分别针对采购、销售等不同的业务环节，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施。强化对业务处理过程中关键点的控制，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

安全生产方面，公司制定了《易制毒化学危险品安全管理制度》，其中包括安全管理责任制、劳动保护制度、安全教育制度、经营销售管理制度，并严格贯彻实施。物流部是公司经营易制毒化学危险品的直接管理部门，负责经营易制毒化学危险品的日常管理工作；负责对易制毒化学危险品的储存、运输、出入库存情况进行核查登记；负责与取得存放易制毒化学危险品资质的仓库、运输队签订协议，并定期检查库存易制毒化学危险品的数量。财务部门负责有关危险化学品经营过程中所需的安全投入的预算、支出、统计等工作。

企业内部控制方面，公司在组织架构上根据发展战略需要，形成了适合企业特点的资源配置机制、程序机制、治理与监督机制以及授权与决策机制。公司董事会与经营者、母公司与子公司之间建立了明确的“责、权、利”关系，形成了决策权、监督权和经营权的分离和相互制衡。公司董事会下设经营管理班子、风险管理委员会及五大中心（行政中心、投资中心、财务中心、风险中心、信息中心），而风险管理委员会则独立于经营班子，直接受董事会领导，最大限度发挥风险管理职能。另外公司通过组建二级集团，对下属行业实行专业化的分业管理。

整体来看，公司董事会、监事会和高级管理层日常运作规范；内部控制体系可较好保障各项业务的顺利开展，日常管理规范有序。

财务分析

以下分析基于经希格玛会计师事务所（特殊普

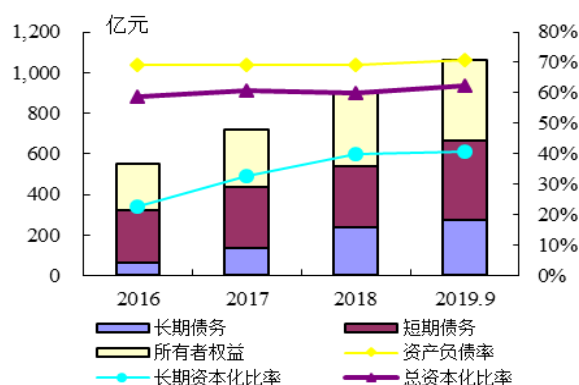
通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2016 年审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2019 年 1~9 月财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

随着业务规模大幅增长，公司资产、负债规模持续扩大，2016~2018 年末，公司总资产分别为 729.64 亿元、916.99 亿元和 1,159.74 亿元，近三年年均复合增长率为 26.07%。同期，负债总计分别为 503.40 亿元、636.12 亿元和 801.09 亿元，近三年年均复合增长率为 26.15%。2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 226.24 亿元、280.87 亿元和 358.66 亿元，近三年年均复合增长率为 25.91%，主要系公司留存利润的积累、永续融资工具的发行及合并范围增加后少数股东权益大幅增加所致，其中少数股东权益的增加主要系象屿股份成功配股、公司成立合资公司使得少数股东所有者投入资本增加等因素所致。截至 2019 年 9 月末，公司总资产为 1,371.52 亿元，总负债 973.57 亿元，所有者权益 397.95 亿元。

财务杠杆方面，2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 68.99%、69.37%和 69.07%，总资本化比率为 58.77%、60.81%和 60.09%，整体较为稳定。截至 2019 年 9 月末，受公司融资规模扩大影响，资产负债率和总资本化比率分别增长至 70.98%和 62.46%，由于永续债实质仍为债务，故公司实际的财务杠杆水平较以上稍高。

图 11: 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 523.06 亿元、663.64 亿元和 769.43 亿元，占总资产的比重分别为 71.69%、72.37%和 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，2018 年末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%，增幅较大主要系近几年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。2019 年 9 月末，公司流动资产为 902.36 亿元，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分别为 132.05 亿元、52.12 亿元、142.59 亿元、397.60 亿元、68.07 亿元和 70.56 亿元，其中预付账款较年初大幅增加，主要系钢材、化工等产品供应链业务规模扩大，对上游供应商预付货款增加所致，此外，公司非并表项目合资公司的运营款增加，导致当期末其他应收款较年初增长 67.76%。2019 年 9 月末，公司非流动资产 469.16 亿元，主要包括可供出售金融资产 20.65 亿元、长期股权投资 78.25 亿元、投资性房地产 29.12 亿元、固定资产 121.78 亿元、在建工程 122.29 亿元、无形资产 28.83 亿元和其他非流动资产 48.27 亿元，其中长期股权投资较年初增长 19.04%，主要系对合营及联营企业投资增加；在建工程较年初增长 77.93%，主要系玉米深加工项目、印尼项目及象道物流铁路铁路专用线工程项目投入增加；无形资产较年初增长 20.25%，主要系当期

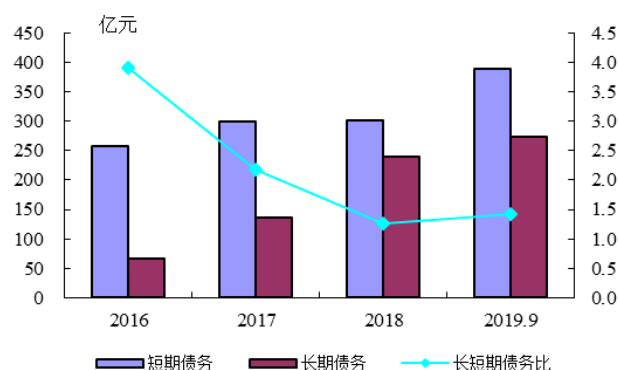
预付土地出让金满足条件，结转为无形资产导致。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2016~2018 年末，公司流动负债分别为 426.23 亿元、487.38 亿元和 552.46 亿元，占总负债的比重分别为 84.67%、76.62%和 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%和 134.08%。截至 2019 年 9 月末，公司流动负债 685.18 亿元，其中短期借款 263.58 亿元（业务规模的扩大导致经营性资金需求上升，较年初增长 34.61%）；应付票据及应付账款分别为 69.14 亿元和 59.67 亿元；预收款项 147.78 亿元（主要随着供应链业务规模扩大，预收客户货款增加，较年初增长 29.49%）；其他应付款 67.74 亿元（并表合资项目收到合资方款项增加，较年初

增长 40.92%)。同期, 非流动负债 288.39 亿元, 主要包括长期借款 144.66 亿元和应付债券 117.91 亿元。

从债务规模来看, 近年来公司债务规模上升较快, 2016~2018 年及 2019 年 9 月末, 公司总债务规模分别为 322.52 亿元、435.88 亿元、540.11 亿元和 662.20 亿元, 其中短期债务分别为 256.74 亿元、298.71 亿元、300.94 亿元和 389.14 亿元; 长期债务分别为 65.78 亿元、137.17 亿元、239.17 亿元和 273.06 亿元。债务期限结构方面, 2016~2018 年及 2019 年 9 月末, 公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 3.90 倍、2.18 倍、1.26 倍和 1.43 倍。总体来看, 公司债务期限结构有所优化, 但仍以短期债务为主, 债务期限结构有待进一步改善。

图 12: 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产结构体现了贸易和房地产行业的特征, 短期债务和负债率水平偏高。近年来随着业务规模的扩张, 公司资产和负债规模均不断提升, 财务杠杆水平较高, 面临一定流动性压力。

盈利能力

公司营业收入主要来自物流供应链和房地产开发业务, 其中物流供应链板块对收入的贡献最

大, 约占公司营业收入的 90%以上。2016~2018 年公司分别实现营业收入 1,239.38 亿元、2,140.89 亿元和 2,414.61 亿元, 近三年年均复合增长率为 39.58%。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, 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; 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 1~9 月, 公司营业收入为 2,082.38 亿元, 同比增长 18.37%, 其中, 物流供应链收入 2,012.42 亿元, 占总收入比重为 96.64%; 房地产业务和类金融及其他收入分别为 30.48 亿元和 39.48 亿元, 占总收入比重分别为 1.46%和 1.90%, 收入结构基本保持稳定。

毛利率方面, 2016~2018 年, 公司营业毛利率分别为 5.13%、3.64%和 3.58%。从各板块盈利能力上看, 受部分商品价格波动、全流程供应链管理业务结构变化等因素影响, 2018 年公司物流供应链运营业务毛利率为 2.75%, 较上年增加 0.43 个百分点, 2019 年 1~9 月为 3.04%, 呈进一步回升态势, 带动整体获利水平小幅提升。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提高 4.72 个百分点至 31.47%, 2019 年 1~9 月提高至 62.59%。2018 年公司其他业务毛利率为 28.29%, 较上年度下降 4.01 个百分点, 主要受毛利率相对较低的制造业务收入增长较快影响, 2019 年 1~9 月为 22.48%, 但该部分获利能力依然较强, 为公司的盈利性提供了较好补充。2019 年 1~9 月, 公司营业毛利率为 4.28%, 较上年有所回升。

表 13: 公司各经营板块营业收入毛利率情况

单位: 亿元、%

	营业收入				毛利率			
	2016	2017	2018	2019.1~9	2016	2017	2018	2019.1~9
物流供应链	1,190.67	2,032.91	2,340.08	2,012.42	3.40	2.32	2.75	3.04
房地产	38.57	74.06	29.88	30.48	48.21	26.75	31.47	62.59
类金融及其他	10.14	33.92	44.66	39.48	44.59	32.30	28.29	22.48
合计	1,239.38	2,140.89	2,414.61	2,082.38	5.13	3.64	3.58	4.28

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，2016~2018 年公司三费合计分别为 33.25 亿元、51.73 亿元和 66.86 亿元。其中，2016~2018 年公司销售费用分别为 17.56 亿元、30.73 亿元和 37.13 亿元，保持逐年增长，主要系随业务规模增长使得销售运营费用增长所致；同期，管理费用（含研发费用）分别为 5.56 亿元、7.31 亿元和 9.86 亿元；财务费用分别为 10.12 亿元、14.06 亿元和 19.87 亿元；同期，三费收入占比分别为 2.68%、2.42% 和 2.77%。2019 年 1~9 月，公司的三费合计金额为 56.75 亿元，三费收入占比 2.73%。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	17.56	30.37	37.13	35.73
管理费用	5.56	7.31	9.86	7.29
财务费用	10.12	14.06	19.87	13.73
三费合计	33.25	51.73	66.86	56.75
营业总收入	1,239.38	2,140.89	2,414.61	2,082.38
三费收入占比	2.68	2.42	2.77	2.73

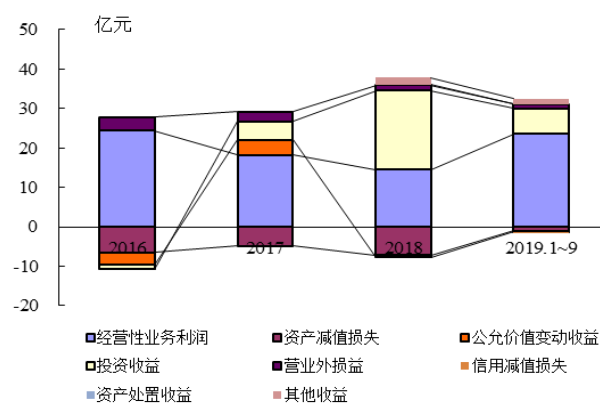
注：管理费用含研发费用

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成。2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 24.34 亿元、18.26 亿元和 14.50 亿元。公司投资收益主要来自股权投资收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益等。2016~2018 年，公司的投资收益分别为-1.01 亿元、4.64 亿元和 20.00 亿元，其中 2018 年投资收益大幅增长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。公司资产减值损失主要包括坏账损失和存货跌价损失等。2016~2018 年公司确认资产减值损失分别为 6.48 亿元、4.64 亿元和 7.18 亿元，其中 2018 年资产减值损失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。此外，公司利润总额还包括公允价值变动收益、资产处置收益、营业外收益及其他收益等，2018 年度分别为 -0.56 亿元、0.14 亿元、1.38 亿元和 1.86 亿元，其

中公允价值变动收益较上年度减少 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。2016~2018 年，公司利润总额分别为 17.08 亿元、24.30 亿元和 30.15 亿元，呈稳定增长态势。2019 年 1~9 月，公司经营性业务利润 23.60 亿元、资产减值损失 1.02 亿元、公允价值变动收益-0.26 亿元、投资收益 6.43 亿元、信用减值损失 0.22 亿元、其他收益 1.30 亿元、资产处置收益 93.29 万元、营业外损益为 1.13 亿元，取得利润总额为 30.96 亿元。

图 13：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司持续向产业链上下游相关领域适当延伸，积极整合资源优势，物流供应链板块业务加速扩张带动了整体营收规模的大幅扩张，同时，较大规模的投资收益为其利润规模提升提供有力补充，公司整体盈利能力较强。未来中诚信证评仍将对公司供应链业务的风险控制、房地产业务盈利能力以及投资收益的持续性保持关注。

偿债能力

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，2016~2018 年，EBITDA 分别为 29.66 亿元、44.17 亿元和 54.57 亿元，保持增长态势，主要系利润总额增长、固定资产规模增长带来折旧增加及利息支出变化等所致。从偿债能力指标看，2016~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 10.87 倍、9.87 倍和 9.90 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.39 倍、3.10 倍和 2.34 倍，公司持续增强的获现能力对其债务本息的偿还提供了保障。

从经营活动现金流来看，2016~2018 年及 2019

年 1~9 月，公司经营活动净现金流为-19.37 亿元、-56.48 亿元、35.20 亿元和-64.21 亿元，2018 年实现净流入，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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司经营活动净现金流/总债务分别为-0.06 倍、-0.13 倍、0.07 倍和-0.14 倍。2016~2018 年，公司经营活动净现金流/利息支出分别为-1.56 倍、3.96 倍和 1.51 倍。

表 15: 2016~2018 及 2019 年 1~9 月公司偿债能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019.1~9
总债务（亿元）	322.52	435.88	540.11	662.20
EBITDA（亿元）	29.66	44.17	54.57	-
资产负债率（%）	68.99	69.37	69.07	70.98
总资本化比率（%）	58.77	60.81	60.09	62.46
经营活动净现金流（亿元）	-19.37	-56.48	35.20	-64.21
EBITDA 利息倍数（X）	2.39	3.10	2.34	-
总债务/EBITDA（X）	10.87	9.87	9.90	-
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.06	-0.13	0.07	-0.14
经营活动净现金流/利息支出（X）	-1.56	-3.96	1.51	-

注：2019 年 1~9 月经营活动净现金流/总债务指标经过年化处理

资料来源：公司定期报告，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 9 月末，公司共获得各合作银行的授信额度为 1,409.05 亿元，未使用授信余额合计为 645.56 亿元，对其流动性提供较好支撑。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 9 月末，公司对外担保余额 62.49 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 6.63 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 41.47 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 1.94 亿元，整体担保规模占净资产的 15.70%，规模较大且占净资产比例较大，应予以关注。另外，截至 2019 年 9 月末公司尚有多起未决诉讼，涉及金额 27.71 亿元，相关案件进展及结果存在一定的不确定性，或将对公司造成一定损失，中诚信证评将对此保持关注。

表 16: 截至 2019 年 9 月末公司主要涉及诉讼情况

起诉方	应诉方	承担连带责任方	涉及金额（万元）	审理结果及影响
厦门象屿物流集团有限责任公司	上海宝杨钢材市场经营管理有限公司	-	5,000.00	二审判决对方交付货物，若无法交付，则赔偿损失 5,000 万元并支付违约金。本案处于执行中。
厦门象屿物流集团有限责任公司	北京中储物流有限责任公司	中储发展股份有限公司	14,473.00	二审判决对方交付货物，中储股份承担一般担保责任。本案处于执行中。
福建兴大进出口贸易有限公司	山煤华南煤炭销售有限公司	北京亚欧经贸集团有限公司、汤龙硕、施天灵	6,806.00	二审发回重审，处于一审中。
厦门速传物流发展股份有限公司	团风永康油脂有限公司	湖北永康粮油股份有限公司、荆州市永康生物科技有限公司、天门市永康油脂化工有限责任公司、陈小林、陈旭霞、陈建雄	4,892.00	按民事调解书对方应支付 4,001.47 万元或另作偿债安排。目前处于执行中。
上海广粮实业有限公司	厦门速传物流发展股份有限公司	-	4,050.00	一审判决，除没收保证金外其余诉求全部支持；2016 年 6 月 13 日已提起反诉，诉请没收保证金、赔偿代垫款项及利息损失等。二审撤诉按一审判决申请执行。
厦门象屿速传物流发展股份有限公司	厦门旭庄进出口有限公司	茂名旭庄贸易有限公司、纪华龙、纪华玉、林少强、方丽宁	5,168.00	一审判决厦门旭庄进出口有限公司等应支付货款、代理手续费、利息等约 5,168 万元。本案处于执行中。
天津象屿进出口贸易有限公司、福建兴大进出口	泉州华明实业有限公司	-	4,732.60	一审判决支持我司诉请。目前处于执行中。

贸易有限公司					
厦门象屿速传供应链发展股份有限公司	河北家然木材贸易有限公司	梁商、衡水鹏翔房地产开发有限公司	8,198.81	衡水鹏翔公司应支付 2,000 万元。一审已调解。	
厦门象屿物流集团有限责任公司	华泰重工（南通）有限公司	南通华凯重工有限公司、南通向隆船舶科技发展有限公司、香港华泰发展有限公司、霍起、徐小寓	6,596.13	一审中。	
厦门象屿资产管理运营有限公司	富锦市富粮粮食储备物流有限公司	穆天学、付立敏、邓金生、穆海鹏、穆明倩、曹大伟、修军、依安县鹏丰投资有限公司、依安县鹏程环保建材有限公司、依安县鹏晟农资市场有限公司、黑龙江清龙米业有限公司、黑龙江鹏程生化有限公司、依安县鹏程商贸有限责任公司	51,049.00	各被告共同确认欠款本金 4.89 亿，及相应利率，于 2027 年 6 月 30 日前分期归还。如任何一期未按时还款，公司即可申请强制执行。	
深圳象屿商业保理有限责任公司	珠海市华峰石化有限公司	-	7,950.00	珠海市华峰石化有限公司确认拖欠货款本金 7,950 万元并同意按照年利率 15% 计付利息，所有应付款项最迟于 2020 年 6 月底前付清。广东华峰能源集团有限公司承担连带清偿责任，华峰珠海新能源科技有限公司以其与厦门象屿物流集团有限责任公司合作协议项下的收益权提供担保。	
深圳象屿商业保理有限责任公司	广东华峰能源集团有限公司	-	7,050.00	广东华峰能源集团有限公司确认拖欠货款本金 7,050 万元并同意按照年利率 15% 计付利息，所有应付款项最迟于 2020 年 6 月底前付清。华峰珠海新能源科技有限公司以其与厦门象屿物流集团有限责任公司合作协议项下的收益权提供担保。	
厦门象屿金融控股集团有限公司	中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司	中海外智慧城市科技集团有限公司	4,778.00	因中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司逾期未归还委托贷款本金及利息，象屿金控提起诉讼，要求偿还贷款本金及利息，并向法院申请财产保全，法院查封了车位和商场等抵押物及对方持有其他公司的股权等财产，目前一审已开庭。	
厦门象屿金融控股集团有限公司	中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司	中海外智慧城市科技集团有限公司	4,802.00	因中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司逾期未归还委托贷款本金及利息，象屿金控提起诉讼，要求偿还贷款本金及利息，并向法院申请财产保全，法院查封了车位和商场等抵押物及对方持有其他公司的股权等财产，目前一审已开庭。	
厦门象屿金融控股集团有限公司	中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司	中海外智慧城市科技集团有限公司	30,450.00	因中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司逾期未归还委托贷款本金及利息，象屿金控提起诉讼，要求偿还贷款本金及利息，并向法院申请财产保全，法院查封了车位和商场等抵押物及对方持有其他公司的股权等财产，目前一审已开庭。	
厦门象屿金融控股集团有限公司	广州华骏实业有限公司	广州百嘉信集团有限公司、广州盈创科技集团有限公司、瑞晟房地产开发（深圳）有限公司、广州清大瑞泰信息科技有限公司、海南保亭新创设投资有限公司、漯河银鸽实业集团有限公司、北京万士丰实业有限公司、曾伟光、梁勤、杨文娟、梁娜	34,505.00	因广州华骏实业有限公司逾期未归还委托贷款本金及利息，象屿金控提起诉讼，要求偿还贷款本金及利息，并向法院申请财产保全。因抵押物（该抵押物二押给象屿金控）经一押权利人申请已经在拍卖阶段，故象屿金控申请参与分配，并向法院申请查封了保证人海南保亭新创设投资有限公司的房地产、漯河银鸽实业集团有限公司持有的河南银鸽实业投资股份有限公司（600069）47.35% 股权等财产。目前案件处于一审中。	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司物流供应链业务布局日趋成熟，业务规模快速增长；同时，公司利润总额

逐年增长，经营所得能对债务本息偿还能够提供保障。此外，公司融资渠道通畅，财务弹性良好，整体偿债能力极强。

递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设定保证了本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

结 论

综上，中诚信证评评定厦门象屿集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“厦门象屿集团有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）”的信用等级为 **AAA**。

关于厦门象屿集团有限公司公开发行 2020年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

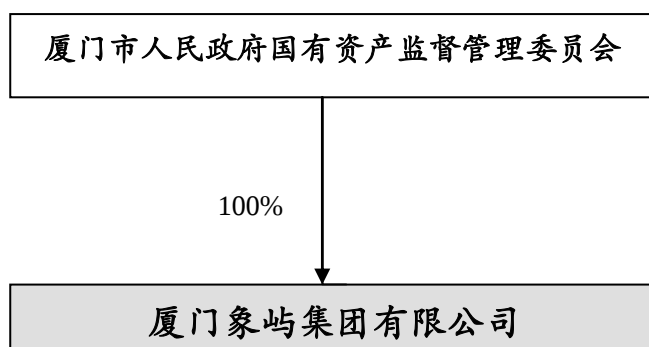
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

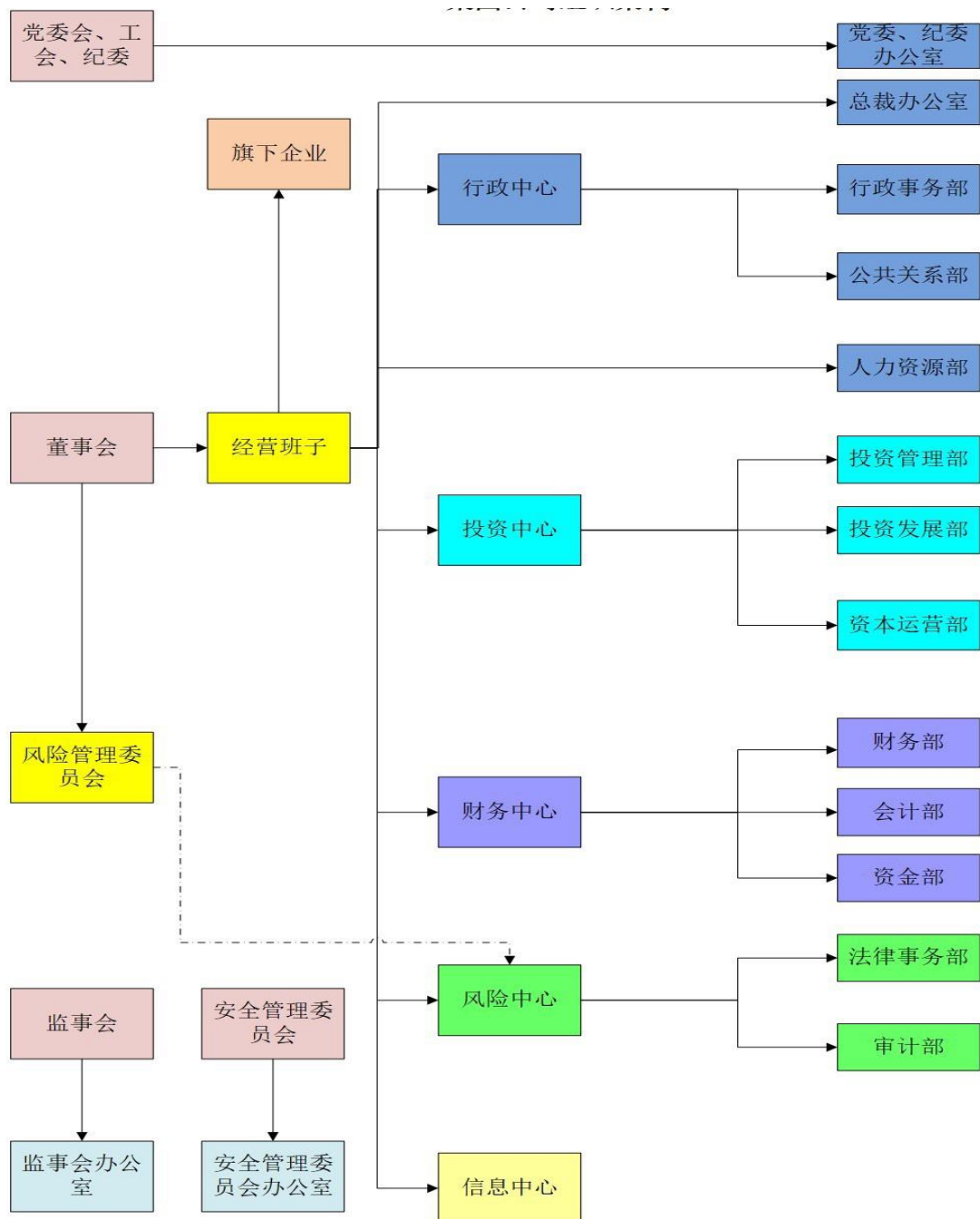
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：厦门象屿集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 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结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



注：此图不含商学院、研究院和车队

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：厦门象屿集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.1~9
货币资金	392,883.32	910,851.98	1,422,389.38	1,320,516.77
应收账款净额	270,419.37	244,322.28	481,092.06	521,216.78
存货净额	2,950,752.78	3,134,463.19	3,682,721.58	3,975,977.17
流动资产	5,230,650.17	5,230,650.17	7,694,324.11	9,023,622.08
长期投资	600,107.97	819,003.03	884,864.49	989,001.40
固定资产	710,167.07	821,693.77	2,145,279.24	2,731,931.19
总资产	7,296,376.07	9,169,853.09	11,597,421.96	13,715,194.08
短期债务	2,567,407.66	2,987,103.02	3,009,350.00	3,891,386.89
长期债务	657,777.11	1,371,660.97	2,391,731.66	2,730,576.51
总债务	3,225,184.77	4,358,763.99	5,401,081.66	6,621,963.40
总负债	5,033,978.56	6,361,193.09	8,010,861.47	9,735,698.11
所有者权益（含少数股东权益）	2,262,397.51	2,808,660.00	3,586,560.48	3,979,495.97
营业总收入	12,393,844.38	21,408,866.38	24,146,079.51	20,823,776.41
三费前利润	575,851.33	699,907.29	813,625.12	803,433.50
投资收益	-10,118.22	46,428.07	200,000.29	64,320.84
净利润	131,551.38	181,718.07	250,644.47	236,096.41
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	-642,053.85
投资活动产生现金净流量	-1,146,483.74	-403,350.37	-871,577.88	-691,487.24
筹资活动产生现金净流量	1,372,033.17	1,352,181.21	940,379.83	1,103,997.29
财务指标	2016	2017	2018	2019.1~9
营业毛利率（%）	5.13	3.64	3.58	4.28
所有者权益收益率（%）	5.81	6.47	6.99	7.91
EBITDA/营业总收入（%）	2.39	2.06	2.26	-
速动比率（X）	0.53	0.72	0.73	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	-0.13	0.07	-0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.10	-0.19	0.12	-0.24
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	70.98
总资本化比率（%）	58.77	60.81	60.09	62.46
长期资本化比率（%）	22.53	32.81	40.01	40.69

注：1.所有者权益包含少数股东权益；

2.公司 2019 年 1~9 月所有者权益收益率、经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/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-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/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

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（营业总收入净额）/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）

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。