

厦门象屿集团有限公司 2018 年面向合格投资者公 开发行永续期公司债券（第一期、第二期）跟踪 评级报告（2020）

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪1809 号

厦门象屿集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 象屿 Y1”和“18 象屿 Y2”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持厦门象屿集团有限公司（以下简称“厦门象屿”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 象屿 Y1”和“18 象屿 Y2”的信用等级为 **AAA**。2019 年以来，受益于持续开拓业务范围及渠道，公司收入规模进一步扩大，综合物流实力进一步增强且保持畅通的融资渠道，对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到外部环境的不利影响、债务上升较快且结构仍有待优化和类金融业务涉诉规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

厦门象屿（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	916.99	1,159.74	1,393.67	1,590.00
所有者权益合计（亿元）	280.87	358.66	435.55	441.97
总负债（亿元）	636.12	801.09	958.12	1,148.04
总债务（亿元）	435.06	539.36	573.10	795.87
营业总收入（亿元）	2,140.89	2,414.61	2,841.82	680.95
净利润（亿元）	18.17	25.06	25.91	3.62
EBIT（亿元）	38.21	46.95	54.62	11.30
EBITDA（亿元）	44.17	54.57	54.94	--
经营活动净现金流（亿元）	-56.48	35.20	52.99	-181.15
营业毛利率(%)	3.64	3.58	4.40	2.25
总资产收益率(%)	4.64	4.52	4.28	--
资产负债率(%)	69.37	69.07	68.75	72.20
总资本化比率(%)	60.77	60.06	56.82	64.30
总债务/EBITDA(X)	9.85	9.88	10.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	2.34	2.05	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **公司贸易业务布局日益完善，贸易规模进一步上升。**公司持续开拓业务范围及渠道，2019 年，金属材料及能源化工等业务规模提升公司大宗商品采购分销服务业务规模增长至 2,638.55 亿元，规模优势显著。

■ **综合物流服务体系逐渐完善。**公司拥有丰富的物流资源，受益于 2018 年整合铁路物流资源，目前已形成基础物流、农产品物流和铁路物流三大物流服务体系，公司物流业务收入整体保持增长。

■ **融资渠道畅通。**公司拥有良好的银企关系，截至 2020 年 3 月

同行业比较

2019 年部分贸易企业主要指标对比表					
公司名称	主要贸易品种及其收入占比	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
国贸控股	铜（20.43%）、钢材（18.44%）、铁矿砂（15.80%）	1,020.90	67.88	2,956.13	22.66
厦门建发	冶金原材料（45.10%）、林产品（17.04%）	3,413.45	71.70	3,396.90	86.82
厦门象屿	金属矿产（59.82%）、能源化工（23.80%）	1,393.67	68.75	2,841.82	25.91

注：“国贸控股”为“厦门国贸控股集团有限公司”简称；“厦门建发”为“厦门建发集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 象屿 Y1	AAA	AAA	12.00	12.00	2018/04/26~2021/04/26（3+N）
18 象屿 Y2	AAA	AAA	5.00	5.00	2018/07/24~2021/07/24（3+N）

注：附公司续期选择权和赎回选择权。

末，公司获得国内多家银行授信额度为 1,556.60 亿元，尚未使用余额 695.80 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”，600057.SH）作为上市公司，可在资本市场进行权益融资，公司拥有直接的股权融资渠道。

关 注

■ **外部环境的不利影响。**公司供应链管理业务易受外部环境变化以及大宗商品价格波动等因素的影响。同时，房地产业务仍然面临严厉的政策调控，未来政策调控的大方向预计将继续保持，但地方政府或根据当地市场情况对调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧。

■ **债务水平上升较快，债务结构有待优化。**公司不断扩大的业务规模带来较大的资金需求，债务规模快速增加。截至 2020 年 3 月末，公司总债务规模达 795.87 亿元，其中短期债务为 547.37 亿元，中诚信国际对公司债务水平及结构改善情况保持关注。

■ **类金融业务涉诉规模较大。**截至 2020 年 3 月末，公司类金融业务涉诉金额 13.56 亿元，目前案件均处于结案调解或二审诉讼中，中诚信国际将对诉讼进展情况保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，厦门象屿集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**房地产政策调控及大宗商品超预期波动等因素大幅侵蚀经营性业务利润，或债权等资产质量明显恶化。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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”）发行规模为 12 亿元，截至 2018 年末，“18 象屿 Y1”募集资金已全部使用完毕，实际使用情况与发行时披露的使用用途一致；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”）发行规模为 5 亿元，截至 2018 年末，“18 象屿 Y2”募集资金已全部使用完毕，实际使用情况与发行时披露的使用用途一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不

容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，我国贸易行业继续受到世界经济疲软、中美贸易战的影响；近期爆发的新冠肺炎疫情对外贸带来了进一步挑战

2019 年，世界经济增速继续放缓，中美贸易摩擦进一步升级，外部经贸环境仍然复杂严峻；在此背景下，我国政府出台的稳外贸政策效应逐渐释放，与欧盟、东盟及“一带一路”沿线国家贸易伙伴的合作进一步加强。2019 年，我国货物贸易进出口总值 31.54 万亿元，比 2018 年增长 3.4%，但增速有所放缓；其中，出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%。

从中美贸易战来看，2019 年 5 月，美国政府宣布，对中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高至 20%。同月，我国政府决定，自 6 月 1 日起对已实施加征关税的 600 亿美元清单中的部分，提高加征关税税率，对之前加征 5% 的商

品，仍继续加征 5% 关税。2020 年 1 月，《中美第一阶段经贸协议》在华盛顿签署，美方宣称自 2020 年 2 月 14 日起，已于 2019 年 9 月 1 日起加征 15% 关税的 1200 亿美元商品，加征关税由 15% 调整为 7.5%，中方决定调整对原产于美国约 750 亿美元进口商品的加征关税措施。

从国内贸易情况来看，2019 年以来我国经济下行压力有所加大，大宗商品整体呈大幅波动态势，劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素和消费品流通企业也带来了一定的挑战。

2020 年 1 月，武汉出现新型冠状病毒肺炎疫情，并向国内其他省市及国外扩散，世界卫生组织（WHO）判定此次疫情为国际大流行病，外贸订单量及物流等方面带来较大的冲击。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，我国货物贸易进出口总额同比下降 6.4% 至 6.57 万亿元；其中，出口 3.33 万亿元，同比下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，同比下降 0.7%。

中诚信国际认为，2019 年，外贸环境仍然复杂，我国进出口增速放缓。内贸继续面临经济疲软、商品价格波动及成本上涨的压力。尽管中美贸易关系暂时缓解，但后续走向仍具有不确定性；同时，新冠疫情逐渐得到控制，但对我国贸易行业的影响仍需关注。

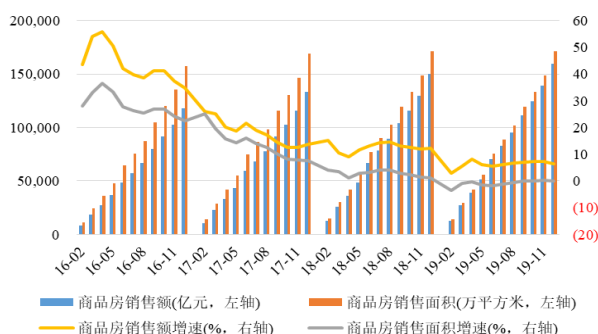
2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的背景下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，去库存效果逐步显现；新冠疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台支持政策，疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈明显

缩窄,由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。全年商品房销售金额为15.97万亿元,同比增长6.5%,增速下滑5.7个百分点。

图1:近年来全国商品房销售情况

单位:亿元、万平方米、%



资料来源:国家统计局,中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进,全国商品房待售面积持续下降,截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米,同比下降4.9%,去库存效果逐步显现,但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市,库存压力仍然较大,同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

新型冠状病毒肺炎疫情直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击;房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。与此同时,部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策,帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文,从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响,但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为,2019年以来,房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路,各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持

续的影响下,房地产企业整体内部流动性来源增速承压。此外,因疫情爆发于房地产行业销售淡季,因而短期内疫情对行业的整体冲击可控;但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重,若疫情持续时间延长,则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019年,公司继续开拓供应链业务范围和渠道,金属矿产及农产品等优势产品收入规模有所提升

大宗商品采购分销服务业务是公司主要的收入来源,其中2019年国内业务占总业务的比重为79.29%,贸易模式以自营为主。2019年,公司大宗商品采购分销服务业务规模进一步扩大,实现业务收入2,638.55亿元。2020年1~3月,公司大宗商品采购分销服务业务继续保持增长态势,实现营业收入649.35亿元,较上年同期增长21.74%。

表1:近年来大宗商品采购分销服务业务分品种收入情况

单位:亿元

	2017	2018	2019	2020.1~3
能源化工	457.85	647.27	676.25	159.12
金属矿产	1,374.68	1,404.95	1,699.85	434.13
农产品	93.50	171.50	233.07	54.06
其他	57.13	36.75	29.38	2.04

资料来源:公司提供

公司贸易品种主要包括能源化工、金属矿产以及农产品三大类。分业务来看,2019年,公司为拓展蒙古焦煤、电煤业务和内贸焦煤、电煤业务的大宗贸易及配套物流业务,与易大宗控股有限公司合作设立贸易合资公司和组建物流合资公司;同时,公司新开发了俄罗斯、菲律宾等海外煤炭采购渠道,当期煤炭进口量超2,200万吨,约占全国煤炭进口量的6.20%,煤炭业务收入同比增长35.03%。但聚酯原料类等品种业务收入较上年下降24.96%。当期,公司能源化工贸易业务实现营业收入676.25亿元,同比增长4.48%。2020年1~3月,公司能源化工供应链实现收入159.12亿元,同比上涨16.28%。

金属矿产业务方面,2019年,公司聚焦核心生

产型钢厂客户，通过优化合作方案、提高运营效率等方式深化全供应链服务模式，当期黑色金属经营货量超 4,200 万吨；同时，公司通过整合内蒙古和新疆地区的物流资源，进一步扩大了氧化铝下游销售渠道和铝锭采购渠道，有效促进氧化铝-铝锭对流，当期铝产品经营货量超 1,000 万吨。当期公司金属材料实现营业收入 1,699.85 亿元，同比增长 20.99%。2020 年 1~3 月，公司金属矿产供应链实现收入 434.13 亿元，同比上涨 26.66%。

农产品方面，得益于铁路物流资源，公司疏通北粮南运小通道，实现了物流资源与粮食供应的有效协同，当期公司粮食供应链经营货量净 750 万吨。2019 年，公司农产品实现营业收入 233.07 亿元，同比增长 35.90%。2020 年 1~3 月，公司农产品供应链实现收入 54.06 亿元，同比增长 16.86%。

为规避价格剧烈波动对大宗商品采购分销业务的影响，公司除了利用二次定价、公式结价、提供保证金、进行市场行业行情研判外，还利用期货市场规避风险的功能，一定程度上对冲公司大宗商品采购分销业务因价格剧烈变动产生的风险。套期保值主要分为买入套期保值和卖出套期保值。

中诚信国际认为，2019 年以来，公司继续开拓供应链业务范围和渠道，贸易品种及贸易规模有所扩大，从而带动公司整体贸易收入保持稳步增长。

2019 年以来，公司基础物流服务和农产品物流服务收入有所下降，但铁路物流服务收入大幅提升，公司物流业务保持平稳发展

公司物流业务目前已形成基础物流服务体系、农产品物流服务体系 and 铁路物流服务体系三大物流体系。

表 2：物流板块收入分析（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
基础物流服务	31.63	37.73	35.13	8.87
农产品物流服务	10.91	9.77	7.76	1.59
铁路物流服务	--	8.81	12.88	2.29
合计	42.54	56.31	55.77	12.75

¹ 为国储粮收购量，不包含贸易粮。

资料来源：公司提供

基础物流服务方面，2019 年，公司与中远海运集装箱运输有限公司达成战略合作，在印尼合资设立专业物流服务公司，“中国-印尼”国际物流线路完成运输量近 850 万吨，业务量居全国前列。但受公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源提高物贸联动的影响，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，2019 年公司基础物流服务收入同比小幅下降 6.89% 至 35.13 亿元。

农产品物流服务方面，公司为农产品采购分销业务及产业链上下游客户提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等多项物流服务。粮食收储方面，由于玉米国家临储政策取消，随着玉米陈粮的逐步轮出，公司因承担国家储粮保管任务而获取的补贴收入逐步缩减。2019 年以来，公司加大水稻收储力度，提高仓容使用效率，粮食收储方面，2019/2020 产季完成粮食收购量 60.2 万吨¹，同比增长 115.00%。截至 2019 年底，公司经营和管理的粮食仓容达 1500 万吨，管理国储粮食库存约 900 万吨，其中水稻库存约占 50%，剩余仓容主要用于储存贸易粮，仓容使用率 90% 左右。当期，公司农产品物流服务实现收入 7.76 亿元，同比下降 20.57%。

铁路物流服务方面，自公司收购象道物流以来，在中西部地区的大宗商品集散区域拥有沿铁路枢纽干线的铁路货场，目前共有 11 个网点（其中贵阳网点暂为托管经营模式）；自有 35 公里铁路专用线，配套集装箱堆场和仓库面积逾 200 万平方米。2019 年，积极拓展运输品类，在原有铝、煤炭等大宗商品的基础上，新增水泥熟料、水渣、高岭土等品种；当期公司共经营货量 1,225 万吨，其中发送 569 万吨、到达 489 万吨、仓储 167 万吨，主要品种是煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖。当期，公司铁路物流服务业务实现收入 12.88 亿元，同比增长 46.20%。

中诚信国际认为，2019 年，公司物流服务体系进一步完善，具备较为突出的物流资源优势，物流服务业务保持平稳发展。

2019 年，公司房地产项目区域分布良好，土地储备保持一定规模，为后续经营提供了一定保障；但房地产政策调控等因素对公司房地产业务带来的影响需要关注

公司房地产业务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、天津及福建等地，以刚需住宅项目为主。2019 年，公司房地产业务收入同比大幅增长 116.13%至 64.58 亿元。

表 3：近年来公司房地产板块主要经营指标

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
竣工面积（万平方米）	35.53	65.24	68.43	0
签约面积（万平方米）	34.25	49.39	49.97	5.39
签约金额（亿元）	77.78	122.46	102.87	11.00
销售均价（万元/平方米）	2.27	2.48	2.05	1.95
新增土地储备面积（万平方米）	74.75	6.93	18.23	0

注：表中数据统计范围包括并表项目和非并表项目的全口径数据。

资料来源：公司提供

2019 年，受项目建设节奏加快影响，公司竣工面积同比有所增长。销售方面，当期公司签约销售面积与去年基本持平，受项目分布区域变化导致销售均价下降影响，签约销售金额同比有所下降。2020 年 1~3 月，受新冠疫情及均价进一步下降的影响，签约面积和签约金额均较上年同期均有所减少。截至 2020 年 3 月末，公司房地产在售项目总建筑面积为 714.37 万平方米²，其中位于昆山、天津、福州及上海的项目建筑面积占比分别为 26.71%、24.84%、13.31%和 11.29%。

土地储备方面，2019 年，公司新增土地储备 18.23 万平方米；截至 2020 年 3 月末，公司土地储备共 134.34 万平方米，其中福州占 36%、天津占

30%、南平占 22%、苏州占 10%、上海占 2.15%。同期末，公司在建项目总建筑面积 912 万平方米，总投资额 864 亿元，尚需投资 199 亿元。

表 4：截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况

（单位：平方米）

项目	位置	状态	面积	权益占比
江南第一城	南平	在建在售	89,767	50%
南平瑞丰	南平	在建在售	14,802	50%
南平恒荣	南平	未开工	217,828	50%
登云项目	福州	未开工	540,333	50%
天津项目	天津	在建在售	448,635	50%
中山街道 SJC10010 单元 02-02A 号地块	上海	未开工	32,064	49%
合计	--	--	1,343,429	--

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，2019 年，公司签约销售规模与去年基本持平，保持稳定发展；当期新增土地储备规模不大，延续了谨慎的拿地策略；土地储备规模较为充裕，可为未来一段时间内的持续开发提供支持。

公司类金融业务明确发展方向，所持有的股权资产可以为公司债务的偿付提供一定支持，但委托贷款和商业保理等业务的风险和诉讼进展需要关注

公司类金融业务以产融结合为战略发展方向，主要分为产业金融、消费金融和资产管理三大业务领域，目前主要由子公司厦门象屿金象控股集团有限公司³（以下简称“象屿金象”）负责运营。2019 年，象屿金象产业金融板块、消费金融板块和资产管理板块分别实现收入 2.56 亿元、1.41 亿元和 1.69 亿元，实现净利润 3.28 亿元，同比均保持增长。2020 年 3 月末，象屿金象实现营业收入 1.96 亿元，净利润 1.66 亿元。

此外，出于业务合作、战略合作以及获取投资回报等目的，公司展开对外股权投资业务。通过原始股投资、参与定增配股以及二级市场买卖等方

² 为包含并表项目和非并表项目的全口径数据。

³ 2019 年，象屿金象总资产 132.86 亿元，总负债 72.64 亿元，所有者

权益 60.22 亿元。

式，公司持有兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”，601377.SH）和国都证券股份有限公司（以下简称“国都证券”，870488.OC）等上市公司股权。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产账面价值合计 13.75 亿元，其中以公允价值计量的可供出售权益工具账面价值为 10.85 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，为公司的盈利性和流动性提供了较好补充。

表 5：2019 年末及 2020 年 3 月末持有部分公司股票情况

（单位：亿元）

项目	2020.3.31		2019.12.31	
	持有股数	市场价值	持有股数	市场价值
科华恒盛	1,862,604	0.41	6,952,230	1.13
兴业证券	26,172,000	1.64	76,002,000	5.38
国都证券	38,582,071	0.70	38,582,071	0.72
三友化工	180,000	0.009	22,422,522	1.42

注：除上表之外，剩余金额为在活跃市场中没有报价且其公允价值不能可靠计量，按照成本计量的权益工具投资。

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司类金融业务涉诉金额较大，为 13.56 亿元，主要涉及委托贷款和保理等业务。其中，2018 年 9 月，因富锦市富粮粮食储备物流有限公司逾期未归还委托贷款本金及利息，其他被告亦未履行担保责任，公司下属厦门象屿资产管理运营有限公司提起诉讼，涉案金额约 5.10 亿元；2019 年 10 月，因中海外恒泰（厦门）投资管理有限公司逾期未归还借款，象屿金象作为原告分三案提起诉讼请求，总涉案金额约 3.95 亿元。中诚信国际将对公司涉诉案件的后续进展情况保持关注。

中诚信国际认为，随着类金融业务的逐步转型，公司类金融板块实力将进一步增强，但类金融业务的风险控制情况有待关注。公司所持有的多家上市公司股权所取得的投资收益和浮盈为公司债务的清偿提供了一定支持。

公司在建拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

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。在建工程方面，公司计划投资 200.55 亿元，其中，镍钴冶炼工厂项目投资规模较大，公司拟在印度尼西亚合作投资设立年产 250 万吨不锈钢的一体化冶炼项目，充分利用境外资源国丰富优质的红土镍矿资源，开展不锈钢粗钢的冶炼生产，成品主要供应亚洲市场。厦门大嶝对台小额商品交易市场项目规划用地 83 万平方米，建筑面积 112 万平方米，目前已开发土地 20 多万平方米，其余项目开发需等政府规划；项目尚需投资 24.94 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司在建项目已投资 124.27 亿元，未来尚需投资 76.29 亿元。公司建设项目需要较大额资金投入，随着项目的推进，债务规模或将有所上升，中诚信国际将对公司未来资本支出及项目盈利情况保持关注。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
厦门大嶝对台小额商品交易市场	35.19	10.25	24.94
镍钴冶炼工厂项目	140.49	100.40	40.09
中心渔港冷库	1.10	0.95	0.15
象屿总部大楼	13.07	4.03	9.04
巩义象道货场建设项目	2.82	2.61	0.21
安阳象道货场建设项目	5.40	4.13	1.27
息烽象道货场建设项目	2.48	1.90	0.58
总计	200.55	124.27	76.29

资料来源：公司提供

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 2017~2018 年审计报告、经致容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年 1~3 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。中诚信国际所分析数据采用公司各

期财报期末数据，并将各年末其他流动负债中的（超）短期融资券和委托贷款调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务。

2019 年，供应链物流板块和房地产板块毛利率上升带动公司盈利水平进一步增强

2019 年，公司物流供应链业务规模进一步扩大带动营业总收入同比增长 12.52%；同时，整体营业毛利率有所上升。分业务来看，受公司部分贸易品种毛利率上升、供应链与物流资产的协同作用渐强等因素影响，物流供应链板块毛利率同比上涨；受房地产结转项目区位环境变化的影响，房地产板块毛利率同比上升；受毛利率相对较低的制造业务收入增长影响，类金融及其他板块毛利率同比下降，但该部分获利能力依然较强，为公司的盈利能力提供了补充。2020 年实行新收入准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致，公司物流供应链板块毛利率降幅较大，加之房地产板块毛利率有小幅下降，公司营业毛利率降至 2.25%。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019
物流供应链	2,032.91	2,340.08	2,724.12
房地产	74.06	29.88	64.58
类金融及其他	33.92	44.66	53.12
营业总收入	2,140.89	2,414.61	2,841.82
毛利率	2017	2018	2019
物流供应链	2.32	2.75	3.10
房地产	26.75	31.47	41.74
类金融及其他	32.30	28.29	25.33
营业毛利率	3.64	3.58	4.40

资料来源：公司提供

2019 年，公司期间费用同比有所上升。其中，由于铝产品等核心产品的物流配套服务增加，加之煤炭、农产品业务量增长，带动销售费用、管理费用同比增加。同时，公司融资规模快速增长带动利息支出有所上升，但得益于本期利息收入规模较大，公司财务费用同比略有下降。由于期间费用合计增速较快，期间费用率同比有所上升。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和

投资收益。2019 年，得益于物流供应链业务规模扩大且毛利率上升以及房地产项目结转毛利增加，公司经营性业务利润规模同比上升；受公司处置可供出售金融资产取得的投资收益减少影响，当期公司投资收益有所下降。公司资产减值损失主要包括存货跌价损失及可供出售金融资产减值损失，由于当期存货跌价损失减少，加之公司持有的股票投资规模缩减，公司资产减值损失同比下降。同期，随着公司利润总额的提升和费用化利息支出的增长，EBITDA 同比有所上升。但由于营业总收入的快速增长，EBITDA 利润率同比下降。2020 年 1~3 月，公司实现利润 5.12 亿元，受疫情影响，利润规模较上年同期有所下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	51.73	66.86	82.14	12.86
期间费用率(%)	2.42	2.77	2.89	1.89
经营性业务利润	19.65	16.36	29.73	2.57
投资收益	4.64	20.00	7.17	5.32
资产减值损失	4.91	7.18	3.86	1.26
利润总额	24.30	30.15	34.66	5.12
EBITDA	44.17	54.57	54.94	--
EBITDA 利润率(%)	2.06	2.26	1.93	--

注：资产减值损失已含公司财务报表中的“信用减值损失”和“资产减值损失”，损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司主营业务扩张带动总资产和总负债规模进一步扩大；若将永续债计入有息债务，公司财务杠杆水平偏高

2019 年，公司总资产规模同比有所增长。公司资产以流动资产为主，主要由存货、货币资金、预付款项和其他流动资产等构成。细分来看，受供应链板块业务规模扩大以及房地产项目持续开发的影响，2019 年存货规模同比上升；货币资金主要为银行存款，系公司提前储备的经营所需资金，规模较年初有所下降；预付款项主要为对上游供应商的预付货款，由于钢材、化工等产品业务规模扩大，当期公司预付货款同比增加；其他流动资产较年初涨幅较大，主要影响因素是本期公司新增贷款以及资产包业务，同时预缴及待抵扣税费增加。非流动

资产方面，主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。可供出售金融资产主要为公司持有的股票投资，2019 年，受公司减持股票和二级市场股价下跌的影响，可供出售金融资产同比减少。同时，公司长期股权投资有所增长，主要系受新增参股公司投资款所致。

2019 年，公司总负债规模有所上升；其中，流动负债占负债总额比重为 50.08%，主要由有息债务及应付账款构成。由于 2019 年公司贸易业务规模有所扩大、采购规模增加，加之公司对海外项目持续投资，带动当期有息债务和应付账款规模同比扩大。截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 795.87 亿元，其中短期债务为 547.37 亿元，短期债务占比较大，债务结构有待改善。

2019 年，公司所有者权益规模增长，主要来自未分配利润累积、发行永续产品、下属公司与银行合作债转股业务以及成立合资公司少数股东所有者投入资本增加。同期，公司资产负债率及总资本化比率水平较年初略有下降。值得关注的是，若将永续债务调整至有息债务，截至 2019 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 77.14% 和 68.41%，杠杆水平偏高。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	91.09	142.24	125.42	157.21
存货	313.45	368.27	386.01	485.93
预付款项	83.59	69.71	85.85	145.33
其他流动资产	98.49	64.22	100.56	109.28
可供出售金融资产	34.40	22.75	13.79	8.11
长期股权投资	47.50	65.74	77.38	78.19
总资产	916.99	1,159.74	1,393.67	1,590.00
应付账款	56.51	64.94	147.46	82.57
总债务	435.06	539.36	573.10	795.87
短期债务/长期债务	2.20	1.29	1.53	2.20
总负债	636.12	801.09	958.12	1,148.04
其他权益工具	45.00	93.00	116.90	132.90
少数股东权益	166.04	195.59	235.64	224.02
所有者权益	280.87	358.66	435.55	441.97
资产负债率	69.37%	69.07%	68.75%	72.20%
总资本化比率	60.77%	60.06%	56.82%	64.30%
应收账款周转率	83.18	66.57	52.41	42.50*
存货周转率	6.78	6.83	7.20	6.11*

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产周转率方面，受益于公司加大了对应收账款及存货周转速度的管理力度，2019 年公司流动资产周转率有所提高。

2019 年，公司经营活动净现金流持续向好，相关的偿债能力有所提升

2019 年，公司经营活动现金流继续保持净流入状态且流入规模同比扩大，主要系公司供应链业务优化结算方式，加速资金回笼所致。2020 年 1~3 月，由于公司贸易业务采购备货规模扩大，预付款项上升，经营活动净现金流为大幅净流出状态。2019 年以来，公司投资活动净现金流为大幅净流出状态，主要系公司增加工厂工程及设备投资、支付房地产项目合作款项及为提高资金使用效率，购买短期理财产品所致。同时，由于公司资金需求较大，筹资活动净现金流呈净流入态势。

偿债指标方面，2019 年公司经营活动净现金流净流入规模扩大，对债务本息的覆盖能力有所增强。同时，受公司债务规模增长速度较快影响，EBITDA 对债务本息的保障能力同比有所下降。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-56.48	35.20	52.99	-181.15
投资活动净现金流	-40.34	-87.16	-127.21	-9.30
筹资活动净现金流	135.22	94.04	59.25	215.86
经营活动净现金流/总债务	-0.13	0.07	0.09	-0.91*
经营活动净现金流/利息支出	-3.29	1.51	1.97	--
总债务/EBITDA	9.85	9.88	10.43	--
EBITDA 利息保障倍数	2.57	2.34	2.05	--

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；对外担保或有负债风险可控；但未决诉讼金额较大需要关注

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司涉及的标的额超过 4,000 万元的未决诉讼共有 16 起，涉及金额合计 27.20 亿元，占 2020 年 3 月末净资产的 6.15%。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 45.47 亿元。其中，象屿担保对外提供担保余额 5.46 亿元，象屿地产集团有限公司的项目子公司为购房者提供的按揭贷款担保 22.12 亿元，对合资公司的银行融资提供担保 15.97 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 1.92 亿元。公司对外担保主要与业务正常开展有关，或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月末，公司因抵押而受限资产账面价值合计 159.88 亿元，占总资产的比例为 11.47%，以土地使用权及房屋建筑物为主。

授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司从银行获得综合授信总额为 1,556.60 亿元，尚未使用余额 695.80 亿元。此外，象屿股份作为上市公司，在资本市场拥有直接股权融资渠道。

过往债务履约情况：根据公司提供资料，截至 2020 年 3 月末，公司本部及下属子公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司本部及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

外部支持

厦门较好的区位优势对公司主营业务发展构成有力支撑；所持有的优质股权为公司流动性带来了较好支持

厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一。近年来，厦门市产业结构不断优化，加上固定资产投资增长较快，经济发展形势良好，且外贸竞争力位居全国前列；同时，厦门自贸片区是福建自贸试验区最大的片区，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。中诚信国际认为，厦门作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件；同时稀缺的土地资源以及良好的经济环境也为公司在厦门房地产业务的开展奠定了基础。

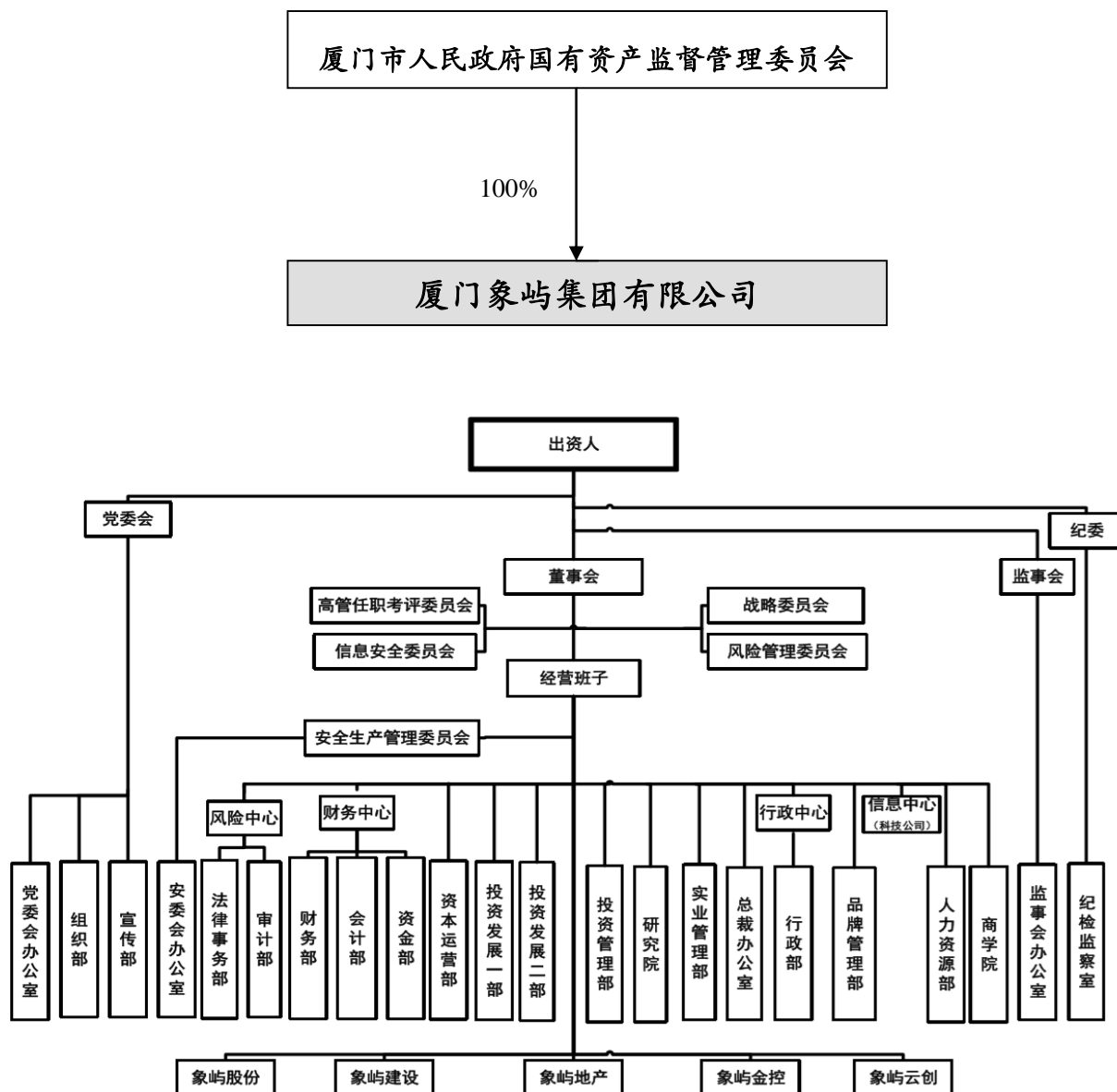
公司是厦门国资委全资企业，自成立以来，在供应链及投资等方面得到很大的支持。截至目前，公司持有较大规模的可供出售金融资产和长期股

权投资；其中，截至 2019 年末，公司持有的兴业证券、三友化工等企业的金融股权投资规模分别为 5.38 亿元和 1.41 亿元，公司参股的厦门农行等企业的长期股权投资规模为 9.19 亿元。优质的股权投资为公司带来投资收益的同时也为公司提供了流动性支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持厦门象屿集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 象屿 Y1”和“18 象屿 Y2”的信用等级为 **AAA**。

附一：厦门象屿集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：厦门象屿集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	910,851.98	1,422,389.38	1,254,165.52	1,572,108.94
应收账款净额	244,322.28	481,092.06	564,067.20	645,099.16
其他应收款	430,310.71	408,048.20	625,539.84	642,753.44
存货净额	3,134,463.19	3,682,721.58	3,860,076.53	4,859,258.74
长期投资	819,003.03	884,864.49	911,718.13	862,979.22
固定资产	821,693.77	1,196,587.52	1,589,610.81	1,568,243.68
在建工程	152,224.44	688,632.76	1,185,639.05	1,353,252.74
无形资产	172,460.85	239,778.29	298,789.14	298,660.59
总资产	9,169,853.09	11,597,421.96	13,936,652.02	15,900,030.76
其他应付款	357,300.52	546,636.46	673,258.31	801,564.63
短期债务	2,992,145.00	3,036,856.60	3,463,018.47	5,473,672.20
长期债务	1,358,477.48	2,356,753.23	2,268,007.29	2,484,981.30
总债务	4,350,622.48	5,393,609.82	5,731,025.76	7,958,653.50
净债务	3,439,770.49	3,971,220.44	4,476,860.24	6,386,544.56
总负债	6,361,193.09	8,010,861.47	9,581,150.53	11,480,371.45
费用化利息支出	139,081.68	168,033.47	199,629.89	61,876.72
资本化利息支出	32,786.33	64,764.61	68,916.42	10,247.65
所有者权益合计	2,808,660.00	3,586,560.48	4,355,501.48	4,419,659.30
营业总收入	21,408,866.38	24,146,079.51	28,418,162.30	6,809,494.12
经营性业务利润	196,504.78	163,603.72	297,329.23	25,738.19
投资收益	46,428.07	200,000.29	71,715.59	53,228.50
净利润	181,718.07	250,644.47	259,103.37	36,233.14
EBIT	382,071.31	469,537.91	546,235.08	113,046.92
EBITDA	441,709.67	545,656.79	549,449.10	--
经营活动产生现金净流量	-564,766.32	352,036.00	529,925.28	-1,811,472.22
投资活动产生现金净流量	-403,350.37	-871,577.88	-1,272,051.59	-93,042.51
筹资活动产生现金净流量	1,352,181.21	940,379.83	592,540.95	2,158,576.42
资本支出	356,820.30	726,829.14	853,747.03	215,848.76
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	3.64	3.58	4.40	2.25
期间费用率(%)	2.42	2.77	2.89	1.89
EBITDA 利润率(%)	2.06	2.26	1.93	--
总资产收益率(%)	4.64	4.52	4.28	--
净资产收益率(%)	7.17	7.84	6.52	3.30*
流动比率(X)	1.36	1.39	1.27	1.24
速动比率(X)	0.72	0.73	0.72	0.68
存货周转率(X)	6.78	6.83	7.20	6.11*
应收账款周转率(X)	83.18	66.57	54.38	45.05*
资产负债率(%)	69.37	69.07	68.75	72.20
总资本化比率(%)	60.77	60.06	56.82	64.30
短期债务/总债务(%)	68.78	56.30	60.43	68.78
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.13	0.07	0.09	-0.91*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.19	0.12	0.15	-1.32*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.29	1.51	1.97	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-18.85	0.00	0.88	-95.62*
总债务/EBITDA(X)	9.85	9.88	10.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.18	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.57	2.34	2.05	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.22	2.02	2.03	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理；4、因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。