

厦门象屿集团有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 1 月 27 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 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。

■ 本次信用评级结果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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]0333D 号

厦门象屿集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“厦门象屿集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券（品种一）的信用等级为 **AAA**，本期公司债券（品种二）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

二零二二年一月二十七日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
厦门象屿集团有限公司 ¹	不超过人民币 28 亿元 (含 28 亿元)	品种一: 2+1 品种二: 3+2	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	偿还公司债券

评级观点: 中诚信国际评定“厦门象屿集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) (品种一)” 的信用等级为 **AAA**, 评定“厦门象屿集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) (品种二)” 的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司区位优势明显、贸易业务布局日益完善、很强的综合物流服务能力及融资渠道畅通等方面的优势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、本部财务杠杆偏高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

象屿集团 (合并口径)	2018	2019	2020	2021.9
总资产 (亿元)	1,159.74	1,393.67	1,700.25	2,066.34
所有者权益合计 (亿元)	358.66	435.55	475.78	545.67
总负债 (亿元)	801.09	958.12	1,224.48	1,520.67
总债务 (亿元)	539.36	573.10	809.51	1,033.95
营业总收入 (亿元)	2,414.61	2,841.82	3,748.35	3,570.29
净利润 (亿元)	25.06	25.91	30.73	43.00
EBIT (亿元)	46.95	54.62	66.24	74.63
EBITDA (亿元)	54.57	64.55	79.72	--
经营活动净现金流 (亿元)	35.20	33.52	32.95	-66.19
营业毛利率 (%)	3.58	4.40	2.83	3.14
总资产收益率 (%)	4.52	4.28	4.28	5.28*
资产负债率 (%)	69.07	68.75	72.02	73.59
总资本化比率 (%)	60.06	56.82	62.98	65.46
总债务/EBITDA (X)	9.88	8.88	10.15	--
EBITDA 利息倍数 (X)	2.34	2.40	2.50	--
象屿集团 (母公司)	2018	2019	2020	2021.9
总资产 (亿元)	301.17	290.96	375.30	373.19
所有者权益合计 (亿元)	116.89	136.07	134.19	96.76
总负债 (亿元)	184.28	154.89	241.10	276.42
总债务 (亿元)	175.99	143.54	227.97	263.82
营业总收入 (亿元)	0.33	0.30	0.76	0.14
净利润 (亿元)	3.47	0.76	7.68	6.57
经营活动净现金流 (亿元)	2.16	-0.36	-8.28	2.41
资产负债率 (%)	61.19	53.23	64.24	74.07
总资本化比率 (%)	60.09	51.34	62.95	73.16

注: 1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于经致同会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告、经容诚会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具的标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表整理。公司财务报表均按照新会计准则编制; 2、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, 将租赁负债、长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

正 面

■ **区域优势。** 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, 是国家计划单列市, 位于中国 (福建) 自由贸易试验区内, 良好的区域优势为公司各板块业务的发展提供了有利的外部环境。

■ **公司大宗商品采购分销业务布局日益完善。** 公司持续开拓业务范围及渠道, 近年来金属材料、能源化工及农产品等业务规模推升公司大宗商品采购分销服务业务规模增长, 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, 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, 综合物流服务能力及资源整合能力很强, 日益完善的物流网络对贸易业务发展提供了重要的支撑作用。

■ **备用授信相对充足, 直接融资渠道畅通。** 公司拥有良好的银企关系, 截至 2021 年 9 月末, 公司获得国内多家银行授信额度为 1,832.36 亿元, 未使用余额 767.79 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, 具有直接股权融资渠道。

关 注

■ **外部环境的不利影响。** 公司业务发展速度较快, 而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, 房地产融资环境变化对房地产企业的资金平衡能力提出更高要求。中诚信国际将对公司经营中面临的业务风险管控情况保持关注。

■ **债务水平上升较快, 债务结构有待优化, 本部债务规模较为集中。** 公司业务规模的不断扩大带来较大的资金需求, 债务规模快速增长。同时 2020 年以来, 公司本部债务规模增速较快, 且本部权益中包含一定规模的永续债, 若将其调整至债务, 本部财务杠杆水平偏高。

■ **类金融业务涉诉规模较大。** 截至 2021 年 9 月末, 公司类金融业务标的金额超过人民币 5,000 万元的未决诉讼 (仲裁) 涉诉金额共计 9.10 亿元, 涉及委托贷款和保理等业务, 相关案件审理及处置进展有待关注。

¹ 以下简称为“象屿集团”或“公司”。

发行人概况

公司于 1995 年 11 月成立，由厦门市政府批准组建，为国有独资企业；并作为保税区开发建设的主体，具体负责象屿保税区的开发建设和国有资产的经营运作。经过多年的发展，目前公司经营业务涉及物流供应链、房地产和类金融。

产权结构：公司是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”）的全资企业，公司实际控制人为厦门市国资委。截至 2021 年 9 月末，公司实收资本为 17.76 亿元。目前，公司拥有全资及控股子公司及参股公司 497 家，其中全资子公司 185 家，控股子公司 232 家，参股公司 80 家；其中，子公司象屿股份为上市公司，公司对象屿股份合计持股比例为 53.44%。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	合计持股比例
厦门象屿股份有限公司	象屿股份	53.44%
象屿地产集团有限公司	象屿地产	100.00%
厦门象屿金象控股集团 有限公司	象屿金控	100.00%

注：1、厦门象屿金融控股集团有限公司 2019 年 8 月更名为厦门象屿金象控股集团有限公司；2、公司持股象屿股份 52.03%，象屿地产持股象屿股份 1.41%。

本期债券概况

发行规模：本期债券发行规模不超过人民币 28 亿元（含 28 亿元）。

债券期限及品种：本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期，附第 2 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年期，附第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

品种间回拨选择权：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，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另外品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规

模的 100%。

公司赎回选择权：公司有权决定在本期债券品种一存续期的第 2 年末行使本期债券赎回选择权。若公司决定行使赎回选择权，本期债券品种一将被视为第 2 年末全部到期，公司将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部本期债券品种一。所赎回的本金加第 2 个计息年度利息在兑付日一起支付。若公司不行使赎回选择权，则本期债券品种一将继续在第 3 年存续。

公司有权决定在本期债券品种二存续期的第 3 年末行使本期债券赎回选择权。若公司决定行使赎回选择权，本期债券品种二将被视为第 3 年末全部到期，公司将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部本期债券品种二。所赎回的本金加第 3 个计息年度利息在兑付日一起支付。若公司不行使赎回选择权，则本期债券品种二将继续在第 4、5 年存续。

调整票面利率选择权：公司有权决定是否在本期债券品种一存续期的第 2 年末调整本期债券品种一后 1 年的票面利率，公司将于本期债券品种一第 2 个计息年度付息日前的第 30 个交易日向投资者披露关于是否调整本期债券品种一票面利率以及调整幅度的公告。公司有权决定是否在本期债券品种二存续期的第 3 年末调整本期债券品种二后 2 年的票面利率，公司将于本期债券品种二第 3 个计息年度付息日前的第 30 个交易日向投资者披露关于是否调整本期债券品种二票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司。若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。

债券利率或其确定方式：本期发行的公司债券为固定利率债券，本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

还本付息方式及支付金额：本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

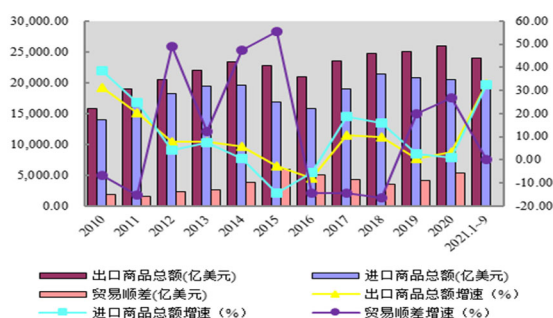
募集资金用途：本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债券。

行业及区域经济环境

2020 年，中国成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体；大宗商品价格单边上升并高位运行的市场态势，对我国流通企业风控能力带来一定挑战

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。近年来，世界经济疲弱，贸易保护主义持续升温，加之新冠肺炎疫情冲击，我国对外贸易发展面临的形势复杂严峻。受新冠疫情的持续影响，全球多数国家难以复工复产，在此背景下中国外贸占国际市场的份额有所提升；2020 年，我国进出口总额实现 4.65 万亿美元，同比增长 1.50%，为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体；其中，货物出口总值 2.59 万亿美元，同比增长 3.6%；货物进口总值 2.06 万亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5,350.30 亿美元，同比增长 27.0%。2021 年 1~9 月，我国进出口贸易金额创历史新高，当期进出口总值 4.37 万亿美元，较上年同期增长 32.80%；其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，较上年同期增长 32.60%。

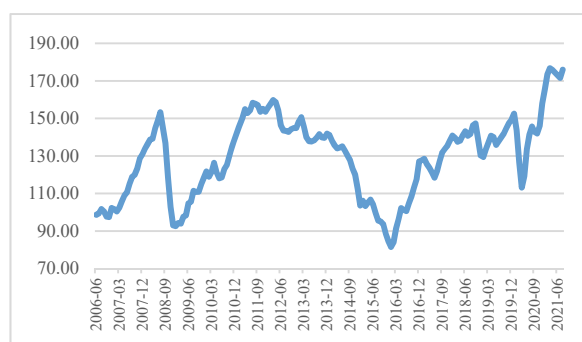
图 1：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，但随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，截至 2019 年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。2020 年，受到新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至历史高点；2021 年以来，大宗商品价格继续高位运行。大宗商品价格波动和高位运行的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

图 2：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，中诚信国际整理

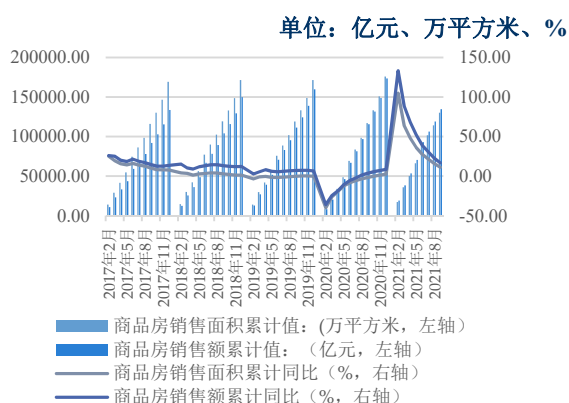
中诚信国际认为，2020 年，外贸环境仍然复杂，但在其他国家未实现复工复产的背景下，我国外贸占国际市场的份额有所提升，并成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。内贸方面，在新冠疫情冲击和全球经济刺激计划等因素的影响下，2020 年以来中国大宗商品价格指数先抑后扬，并在 2021 年保持高位运行，对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

2020 年在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平；2021 年上半年全国房地产市场整体保持较快增长态势，但随着上半年低基数效应

的减弱以及调控政策的持续影响, 2021 年下半年商品房销售已明显放缓

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大, 全国商品房销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%, 均降至2017年以来同期最低水平。二季度, 市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏, 商品房销售逐月恢复, 并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度后, 房企加速去化, 带动全年销售面积和金额超越上年, 房地产行业表现出较强韧性。2021年上半年房地产市场保持较高热度, 1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着2020年上半年低基数效应的减弱以及房地产调控政策的持续影响, 下半年以来商品房销售增速持续回落, 2021年1~9月, 全国商品房累计销售面积及金额同比增速已分别降至11.30%和16.60%。

图3: 近年来全国商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

商品房价格方面, 随着房地产调控政策效应显现, 2021年下半年以来房价上涨速度有所抑制。9月份, 70个大中城市新建商品住宅价格同比上升3.3%, 较6月增速回落1个百分点, 其中一线城市、二线城市及三线城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为5.3%、4.1%和2.3%, 增速较6月回落0.8、0.7和1.4个百分点。从商品房去化情况看, 近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平, 2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响, 待售面积环比增幅明显提升, 但随着疫情得到控制后, 去化明显提速, 商品房待售面积逐月下降并快速恢复

至上年同期水平。2021年以来在房地产市场热度较高且去化加速的背景下, 库存消化周期进一步缩短。但随着政策效应显现, 下半年房地产市场整体有所降温, 且各能级城市依旧呈现出明显的分化趋势, 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。

发行人信用质量分析概述

公司供应链业务具有很强的规模优势, 同时已建立起一套相对完整的供销、物流和服务产业链, 近年来公司供应链业务规模持续增长

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, 主要运营主体为上市子公司象屿股份, 其中大宗商品采购分销服务是公司收入的主要来源。公司大宗商品采购分销分为国内业务和进出口业务, 以国内业务为主, 近年来国内业务占比约为80%, 公司业务区域主要集中在华东地区、华南地区和华北地区。

表2: 近年来大宗商品采购分销服务业务分品种收入情况 (亿元)

品种	2018	2019	2020	2021.1~9
能源化工	647.27	676.25	760.46	754.69
金属矿产	1,404.95	1,699.85	2,325.08	2,283.68
农产品	171.50	233.07	397.38	297.25
其他	36.75	29.38	19.99	15.51
合计	2,260.47	2,638.55	3,502.91	3,351.13

资料来源: 公司提供

大宗商品采购分销从运营模式来看, 在多年的业务开展过程中, 公司大宗商品采购分销业务盈利来源从单一赚取商品价格波动差价, 逐步衍生为综合服务收益(涵盖仓储、装卸、运输等物流服务收益和供应链金融服务收益等), 并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。同时, 中诚信国际关注到, 近年来, 象屿股份与部分工厂开展实体企业全程供应链服务模式, 公司通过对上游原料采购和下游成品销售方面的供应链整合, 对工厂的原材料和产成品实现包采包销, 同时为工厂提供物流仓储等综合服务; 象屿股份派驻人员入场监管(管控生产制造、库存管理等环节), 并通过资金、

物流、采销及厂内监管等监控机制，较好地实现对业务风险的管控。公司还将工厂的固定资产抵押和存货浮动抵押作为额外的增信措施。此外，象屿股份与部分工厂对经营成果进行分成。

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；近年来，公司沿产业链上下游不断拓展产品品类，打通上下游渠道，业务收入逐年增长，2020 年，公司黑色金属、铝、粮食、煤炭等品类业务规模持续增长，带动当期业务收入大幅上升。2021 年 1~9 月，随着公司业务量增加并伴随大宗商品价格上升，公司大宗商品采购分销业务同比增长 27.86%。从上下游的集中度来看，供应商方面，2021 年 1~9 月，象屿股份前五大供应商（非关联方）采购金额合计 718.57 亿元，合计采购金额占采购总额的比例为 20.97%²。客户方面，象屿股份下游客户较为分散，对单一客户的依赖程度低；2021 年 1~9 月，象屿股份前五大下游客户销售金额合计为 401.49 亿元，合计销售收入占比为 11.66%。

中诚信国际认为，公司大宗商品采购分销服务业务依靠自身的资金、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。2020 年以来，公司金属矿产、能源化工、农产品等业务量提升，带动大宗商品采购分销服务业务规模保持增长，规模优势显著，但业务规模高速增长将对公司贸易业务风险控制及资金管理提出更高要求。

公司综合物流服务能力 and 资源整合能力强，物流资源优势突出，为供应链业务的开展提供了有力支撑

公司物流业务目前已形成综合物流服务、农产品物流服务和铁路物流服务三大物流体系。近年来物流收入保持相对平稳，但细分板块收入走势有所分化。

表 3：公司物流板块收入构成（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1-9
综合物流服务	37.73	35.13	43.23	41.71

² 其中象屿股份第四大供应商为象屿集团下属 PT.OBSIDIAN STAINLESS STEEL 公司，象屿股份运营该公司在境内的分销业务，

农产品物流服务	9.77	7.76	5.68	2.88
铁路物流服务	8.81	12.88	8.66	9.47
合计	56.31	55.77	57.57	54.06

注：表中合计数与该列数据之和存在差异，系四舍五入影响。

资料来源：公司提供

综合物流服务方面，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综合物流服务体系。从物流资源方面看，截至 2021 年 9 月末，公司在厦门、福州和上海的五个港区拥有自营堆场 46.53 万平方米，在全国各地拥有自营仓库面积超 67.29 万平方米，在厦门及福州口岸拥有 100 余辆拖车，在全国 17 个口岸拥有自己的报关代理服务机构。同时，公司在区域核心城市厦门、晋江、福州、唐山等地开发建设并经营专业物流园区，已初步形成了全国性的物流园区网络，其中象屿物流配送中心集城市城际配送和货运站功能于一体、包括 23,000 平方米的仓库、32,000 平方米的货运站及 6,000 平方米的配套停车场，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。此外，公司参股的厦门现代码头有限公司具有较强的货物吞吐能力，可以同公司的供应链业务产生良好的协同效应，为公司业务的发展提供有力支撑。受益于服务能力提升及贸易量上升带来的协同效应，加之物流业务种类丰富、物流链条较为完整以及区域内物流需求增长，2020 年以来，公司综合物流服务业务发展状况良好。

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，实现粮食产区与销区的贯通和北粮南运物流体系的完善，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。公司在粮食产区以依安、富锦等 7 大粮食收购平台为核心节点配备烘干和铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车 1,250 余节，辐射周边 90 多个收购网点和 2,500 万

2021 年 1~9 月采购金额为 86.97 亿元。

吨粮源。截至 2021 年 9 月末，公司自有和合作仓储规模已超 1,500 万吨。此外，公司还开展粮食国家临储业务，由于 2016 年我国玉米临储政策取消，随着玉米陈粮的逐步轮出，公司因承担国家储粮保管任务而获取的收入亦逐步缩减，截至 2021 年 9 月末，公司保管国储粮食库存总量约 450 万吨。此外，由于公司积极向“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。

铁路物流服务方面，公司于 2018 年控股象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”），自此铁路物流服务业务得以拓展。目前公司形成了覆盖陕西、河南、江西、湖南、青海、贵州、云南、山西、四川、广西、福建等省的大宗货物运输配送网络，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，自有及租赁铁路货运场站 17 个，配套 35 条铁路专用线、逾 240 万平方米集装箱堆场和仓库、超过 3.3 万个自备集装箱，年运力超 1,600 万吨，形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络。2020 年，象道物流完成铁路发送量约 500 万吨，到达量约 390 万吨，实现营业收入 12.91 亿元，同比下降 32.68%，营收下降主要系高速通行费减免政策及国际油价低位震荡，铁路运输货物量减少所致。

中诚信国际认为，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。公司依托于厦门自贸区和象屿保税区的区位优势，通过在关键物流节点开发建设物流平台，汇聚了丰富的社会物流资源，为供应链业务开展提供了有力支撑。但 2020 年以来铁路物流服务收入大幅减少，需要关注铁路物流板块后续业绩恢复情况。

近年来房地产销售面积及销售金额受开盘项目影响有所波动，同时需关注项目所在区域集中供地等政策出台对公司房地产业务带来的影响

公司房地产业务的运营主体为全资子公司象屿地产，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。公司主要采用合作开发方式，从拿地到销售的周期一般为 12~15 个月。

从经营指标来看，近三年公司新开工面积有所波动，2020 年增幅较大主要系上一年储备的土地开工所致。随着项目建设进度的加快，公司竣工面积逐年增长，2020 年年竣工面积增量主要来自重庆、常熟、苏州和南平等区域项目。销售方面，受销售项目区域变化、销售均价下降等因素影响，近三年签约销售金额持续有所下降；2021 年 1~9 月，受上海、天津、苏州、福州、唐山等地住宅项目开盘销售拉动，当期签约销售金额回升到 136.06 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司完工售罄、在建及未建的房地产项目总建筑面积 1,133.18 万平方米，总投资额 1,114.98 亿元，已完成投资 826.71 亿元，尚需投资 288.27 亿元。

表 4：近年来公司房地产板块主要经营指标

指标	2018	2019	2020	2021.1~9
新开工面积（万平方米）	68.89	44.84	60.20	84.09
竣工面积（万平方米）	65.24	68.43	118.21	38.67
签约面积（万平方米）	49.39	49.97	45.56	51.42
签约金额（亿元）	122.46	102.87	96.50	136.06
销售均价（万元/平方米）	2.48	2.05	2.12	2.65
新增土地储备面积（万平方米）	6.93	18.23	10.00	73.44

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

表 5：截至 2021 年 9 月末公司房地产项目明细
(万平方米、亿元)

区域	总建筑面积	总投资	已投资
非并表项目			
南平	135.01	50.78	33.92
上海	49.87	63.95	59.62
福州	92.63	105.89	56.99
天津	177.46	84.34	33.75
苏州	106.24	123.51	110.19
南京	17.04	24.74	5.03
小计	578.24	453.21	299.50
并表项目			
湖南	11.27	4.93	4.92
重庆	110.02	112.25	94.88
苏州	212.91	239.12	196.07
上海	117.36	209.31	197.29

唐山	27.97	14.76	6.33
福州	31.05	33.87	11.24
宁德	14.93	9.65	5.30
绍兴	29.44	37.88	11.19
小计	554.95	661.76	527.21
合计	1,133.18	1,114.98	826.71

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司主要采用招拍挂方式取得土地；近三年分别新增土地储备 6.9 万平方米、18.23 万平方米和 10 万平方米。其中 2019 年和 2020 年新增土地分别位于长三角地区和唐山；2021 年 1~9 月，公司以招拍挂形式获取 13 幅土地，分别位于南京、苏州、重庆、福州、上海、宁德和绍兴³，成交地价合计 128.89 亿元。截至 2021 年 9 月末，公司未售计容土地面积达 380.37 万平方米，主要分布在天津、福州、苏州、南平、重庆、唐山和上海等地⁴。

从收入情况来看，受益于房地产结转项目收入情况较好，近年来收入呈上升态势。2018~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司房地产板块分别确认收入 29.88 亿元、64.58 亿元、71.33 亿元和 27.44 亿元，其中 2020 年江苏和重庆的收入贡献分别达 62%和 35%。

此外，公司还承担填海造地、水工工程、市政道路等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。象屿港湾受政府委托负责对代建项目实施全过程管理，公司不负责垫资，而是以代建工程投资额的 0.4%~3%收取代建费，截至 2021 年 9 月末获得代建管理收入（含税）0.32 亿元。象屿港湾累计已开发土地近 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。截至 2021 年 9 月末，公司在建的代建项目包括集美北路（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，合计投资总额达 80.86 亿元，其中未竣工项目总投资 39.97 亿元。

中诚信国际认为，近年来公司房地产业务主要集中在长三角、福建、重庆、天津等经济较为发达的一、二线城市，区域分布良好，但象屿地产业绩易受单个项目影响。此外，2021 年以来多地出台集中供地政策，对房地产企业的资金调配和投资研判能力提出更高要求，中诚信国际将对公司未来房地产板块的发展速度保持关注。

公司类金融及其他板块业务经营相对稳定，并持有一定的优质股权资产；但委托贷款和商业保理等业务涉诉案件的审理及处置进展仍需关注

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，主要运营主体为子公司象屿金控。

表 6：象屿金控主要板块收入结构（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
产业金融	1.68	2.58	5.20	5.57
消费金融	0.64	1.50	2.45	2.27
资产管理	0.77	1.69	4.56	1.92
其他	1.69	0.83	0.43	0.21
合计	4.78	6.61	12.65	9.98

资料来源：公司提供

产业金融系通过商业保理、融资租赁、委贷小贷及产业基金等平台，服务象屿集团产业链上下游客户，以民营企业为主。目前该业务已布局有色金属、黑色金属、农产品、能源化工、铁路物流等领域。消费金融主要是小贷业务和融资租赁业务，围绕二手房、二手车、二手船等场景，整合布局外部渠道资源，初步建立“场景+流量”的消费金融运作模式；资产管理主要是不良资产处置业务，公司在福建省不良资产经营行业中已树立了良好的业内品牌与口碑。2020 年，受益于小贷、融资租赁、资产管理等各项业务的快速发展以及对保理等产业金融业务投放的增加，象屿金控实现营业收入 12.65 亿元，净利润 6.25 亿元，同比分别大幅增长 91.38%和 90.55%。2021 年 1~9 月，象屿金控各板块均保持较好的发展态势，截至 2021 年 9 月末，象屿金

³ 南京项目为非并表项目，其余为并表项目，均为合作开发模式。

⁴ 其中天津占 29.99%、福州占 19.35%、苏州占 18.22%、南平占

8.25%、重庆占 5.49%、唐山占 5.09%。

控总资产 160.96 亿元，总负债 78.09 亿元，所有者权益 82.84 亿元，2021 年 1~9 月，象屿金控营业收入和净利润规模分别为 9.98 亿元和 5.36 亿元。

表 7：近年来象屿金控委托贷款基本业务情况（亿元）

主要指标	2018	2019	2020	2021.9
期末委托贷款余额	28.58	38.96	45.51	52.07
其中：产业金融在贷余额	17.44	29.51	36.36	43.25
其他委托贷款在贷余额	11.15	9.45	9.15	8.82
期末委托贷款笔数（笔）	67	69	54	35
委托贷款发生逾期金额	6.95	--	--	--
期末逾期贷款	12.54	7.65	8.52	8.52
期末贷款损失准备	0.12	0.48	1.13	1.13
利息收入	1.58	1.59	2.36	3.03

注：2019 年末期末逾期贷款金额减少系与富锦市富粮粮食储备物流有限公司签署和解协议，从逾期业务中剔除。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来象屿金控保理业务经营情况（亿元）

主要指标	2018	2019	2020	2021.9
当期保理业务数（笔）	94	131	440	494
当期保理业务金额	29.12	52.04	90.65	76.94
期末保理业务余额	15.61	27.11	34.13	17.18
其中：正向保理余额	0.06	-	16.29	4.82
反向保理余额	15.55	27.11	17.84	12.37
不良率（%）	2.21	4.74	3.76	7.47

注：不良率为期末保理业务累计逾期余额与期末保理业务余额之比，其中逾期超过 90 天纳入不良；各分项加总与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司类金融业务标的金额超过人民币 5,000 万元的未决诉讼（仲裁）涉诉金额合计为 9.10 亿元，主要涉及委托贷款⁵、商业保理等业务。其中，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，象屿金控作为原告分三案提起诉讼请求，总涉案金额约 3.95 亿元，目前案件已一审完毕正在执行中；2019 年 6 月，因广州华骏实业有限公司逾期未还借款，象屿金控提起诉讼，涉案金额 3.00 亿元，目前二审完毕正在执行中。中诚信国际将对相关案件审理及处置进展保持关注。

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；还涉足与公司主业相关联的工业和其他服务业等，参股企业有福建南平太阳电缆股份有限公司和厦门国际物流港有限责任公司等。截至 2021 年 9 月末，公司交易性金融资产中金额较大的股票资产市值合计为 13.13 亿元，该部分流动性较好的资产为公司带来了较好的投资收益。

表 9：截至 2021 年 9 月末持有部分公司股票情况

股票简称	持股股数	市值（万元、亿元）
东方盛虹	1,674.11	4.71
天山铝业	346.02	0.33
*ST 安通	241.13	0.10
科思科技	27.36	0.36
兴业证券	6,800.42	6.69
恒力石化	98.56	0.26
国都证券	3,858.21	0.64
滨海泰达物流	1,000.00	0.03
合计	19,940.85	13.13

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

中诚信国际认为，随着类金融业务三大业务发展方向确定，该板块盈利能力不断增强，但中诚信国际也将持续关注公司委托贷款和商业保理等涉诉案件的审理及处置进展。

近年来公司积极布局镍钴冶炼、玉米深加工等制造业；随着印尼不锈钢项目投产，公司利润有望得到进一步提升

公司其他业务还包括镍钴冶炼、玉米深加工等制造业。为响应国家“一带一路”战略，积极拓展海外市场，公司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⁶。该项目旨在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，成品主要销往中国及亚洲

⁵目前逾期贷款主要系涉诉项目，项目正处于一审判决、调解结案或执行等阶段，预计可收回大部分本金，因抵押物价值和保全资产价值可覆盖逾期本金，故公司未全额计提贷款损失准备。

⁶印尼镍钴冶炼厂建设和配套项目运营主体是子公司 PT Obsidian

Stainless Steel（以下简称“OSS 公司”），2020 年，该项目实现部分投产，收入来自钢坯销售。2020 年，该项目共实现营业收入总收入 69.72 亿元，净利润 3.26 亿元。

市场，项目总投资额 140.49 亿元。截至 2021 年 9 月末，已完成投资 137.04 亿元，预计该项目达产后公司利润将得到进一步提升。2021 年以来，印尼镍钴冶炼效益逐步体现，2021 年 1~9 月，印尼项目运营主体 OSS 公司实现营业收入 106.11 亿元，净利润 15.51 亿元，有力支持了公司利润总额的提升；但目前海外疫情仍然较重，中诚信国际将对该类项目后续盈利情况保持关注。

玉米深加工业务的主要运营平台为子公司黑龙江金象生化有限责任公司（简称“金象生化”），该公司下属的金象生化富锦公司和北安公司均具有 60 万吨玉米深加工产能，下属的绥化公司具有 150 万吨玉米深加工产能，形成了以酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖 70 万吨、发酵用糖 30 万吨，以及发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸 10 万吨、年产色氨酸 1 万吨。2020 年和 2021 年 1~9 月金象生化分别实现营业收入 75.87 亿元和 73.79 亿元，实现净利润-1.32 亿元和 1.09 亿元。

公司在建项目尚需投资规模较小，未来投资支出压力可控

公司在建项目主要涉及大宗商品采购分销业务产业链延伸及物流业务的资源扩充等。截至 2021 年 9 月末，公司在建项目计划总投资 172.90 亿元，尚需投资 23.75 亿元，其中镍钴冶炼工厂项目于 2021 年底完成建设，预计 2022 年上半年将全面达产；息烽象道货场建设项目正在施工的最后阶段。整体来看，随着大部分项目的基本完工，公司在建项目尚需投资规模较小，未来投资支出压力可控。

表 10：截至 2021 年 9 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
镍钴冶炼工厂项目	140.49	137.04	3.45
象屿集团总部大厦	13.07	6.80	6.27
东南智慧供应链产业园	16.86	3.41	13.45
息烽象道货场建设项目	2.48	1.90	0.58
总计	172.90	149.15	23.75

注：表中合计数与该列数据之和存在差异，系四舍五入影响。

注：厦门大嶝对台小额商品交易市场项目已经暂停，暂无后续投资计划。

资料来源：公司提供

公司的法人治理结构完善，业务控制和财务管理体系较为健全，积极履行社会责任和环境责任，近期未发生重大环境污染和安全环保事故

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，法人治理结构较为完善。为了有效提高内部管理效率、防范企业运营风险，公司分别针对采购、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。公司投资活动遵循分级决策、统一管理的基本原则，本部及子公司对本级投资活动作出决策，集团投资管理部履行监督管理职责。集团对融资实行统一管理，按行业对子公司额度进行切块，行业间额度不能串用。同时，公司财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，分别为集团财务中心、各业务板块核心公司财务部及各业务板块派出机构财务部，在资金管理制度的制定和执行、资金预算和结算管理、资金筹措和调剂及内部风险控制等领域管理效果良好。

公司业务主要涉及贸易流通业务、房地产业务和金融业务，象屿股份控股子公司南通象屿海洋装备有限责任公司被南通市生态环境局列为重点排污单位，2021 年 7 月份被省生态环境厅列为江苏省挥发性有机物排放重点监管企业，象屿股份控股子公司日照象明油脂有限公司于 2021 年被日照市生态环境局列为重点排污单位。2021 年以来，象屿股份未发生重大安全环保及环境污染事故。社会责任方面，公司及下属子公司积极参与扶贫项目，2020 年象屿股份及下属子公司向甘肃省临夏州进行消费扶贫近 55 万元。

受业务扩张以及在建工程项目持续投入影响，公司资金需求较大，有息债务持续增长；受益于公司深化供应链综合服务、地产项目结转增加以及制造业项目效益释放影响，公司经营性业务利润呈上升趋势

公司资产结构以流动资产为主，近年来公司物

流供应链业务扩张及在建工程投入带动总资产规模上升，2021 年 9 月末，资产规模进一步增至 2,066.34 亿元。其中，随着供应链板块业务规模的扩大以及房地产新项目的获取，公司存货呈逐年增长态势；同时，受益于贸易业务快速周转，2020 年以来存货周转率有所上升；由于公司物流供应链业务应收账款规模增长较快，应收账款周转率有所下降。此外，公司持续投入海外工程项目，固定资产有所上升，2020 年，印尼镍钴冶炼工厂项目新增投入 61.91 亿元，且已实现部分投产。

随着业务规模的扩大以及融资规模增长，近年来公司总负债及总债务规模均呈增长态势，截至 2021 年 9 月末，公司总负债增至 1,520.67 亿元，主要是有息债务增长。2020 年以来，公司资产负债率和总资本化比率均呈上升趋势，且有息债务以短期债务为主，债务结构有待优化。此外，若将永续债调整至有息债务，截至 2021 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 76.85% 和 69.72%，杠杆水平偏高。

近年来，得益于物流供应链业务不断扩张，公司营业总收入呈持续增长态势；由于毛利率较低的物流供应链业务占比较高，公司整体毛利率偏低；同时，获利能力较强的房地产、类金融板块对公司盈利能力提供有力补充。在疫情冲击、新收入准则实施及房地产行业政策的影响下 2020 年公司毛利率有所下降，需关注主业盈利恢复情况。公司利润主要来自于经营性业务利润和投资收益，受益于公司深化供应链综合服务、大宗商品业务量价齐增，商品房项目结转增加以及制造业项目效益逐步释放，经营性业务利润呈上升态势。

现金流方面，由于供应链业务和房地产业务资金回笼，公司经营活动净现金流持续保持净流入态势；受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购买短期理财产品的影响，投资活动净现金流呈净流出态势且流出规模有所扩大；因公司业务规模快速扩大，且在建项目和股权收购不

断推进，使得公司具备较大的融资需求，筹资活动净现金流保持较大净流入态势，2020 年以来公司对外筹资力度增大。

表 11：近年来公司主要财务状况（%、亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率	3.58	4.40	2.83	3.14
经营性业务利润	16.36	29.73	32.62	54.08
净利润	25.06	25.91	30.73	43.00
总资产	1,159.74	1,393.67	1,700.25	2,066.34
总负债	801.09	958.12	1,224.48	1,520.67
总债务	539.36	573.10	809.55	1,033.95
资产负债率	69.07	68.75	72.02	73.59
总资本化比率	60.06	56.82	62.98	65.46
经营活动净现金流	35.20	33.52	32.95	-66.19
投资活动净现金流	-87.16	-127.21	-100.30	-50.22
筹资活动净现金流	94.04	59.25	139.13	159.59

资料来源：公司提供

经营活动净现金流季度波动大，短期债务占比大；货币资金、备用流动性及直接融资渠道对公司短期债务的偿还提供一定保障

近年来，公司债务规模持续上升，截至 2021 年 9 月末，公司债务主要由银行贷款和债权融资等构成，1 年以内到期债务较多，存在一定的短期偿债压力。

表 12：截至 2021 年 9 月末公司主要债务构成

(亿元、%)			
类型	金额	1 年以内到期	1 年以上到期
信用借款	336.58	182.83	153.74
抵押/质押/担保/保证借款	549.59	335.49	214.10
合计	886.17	518.32	367.84

注：信用借款中包括债券融资；该表格中未统计应付票据、衍生金融负债等，与总债务口径有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司非受限货币资金为 197.43 亿元，对当期末短期债务的覆盖能力有限；公司经营活动现金流持续净流入且较为稳定，但受主营业务规模扩张、海外工程项目投入等因素影响，公司债务规模持续扩大。目前公司公开市场融资渠道相对畅通，但仍应对外部融资环境及公司融资压力的变化保持关注。

表 13：近年公司偿债指标情况（X）

指标	2018	2019	2020	2021.9
总债务/EBITDA	9.88	8.88	10.15	--

EBITDA 利息覆盖倍数	2.34	2.40	2.50	--
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.06	0.04	-0.09*
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.51	1.25	1.03	-2.50
货币资金/短期债务	0.47	0.36	0.37	0.39

注：带*指标已年化处理。

资料来源：公司提供

公司银行授信余额可对偿债资金形成一定补充，截至 2021 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 1,832.36 亿元，其中未使用授信额度 767.79 亿元，备用流动性尚可。

整体来看，公司业务扩张速度较快，对外部融资依赖较强，但货币资金、备用流动性可对短期债务的偿还提供一定资金支持，且象屿股份为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

2020 年以来，母公司债务规模快速增长，财务杠杆处于较高水平；中诚信国际将对母公司杠杆水平控制情况保持关注

公司业务分布于下属子公司，母公司主要承担统筹管控职能，因此收入规模很小，现有收入主要来自租金、托管公司咨询服务费等。2020 年，母公司实现利润总额 8.26 亿元，主要来自子公司分红、股票处置收益及公允价值变动收益、理财收益等。

从资产负债表来看，母公司的资产主要由与子公司等关联方之间的往来款以及对子公司的长期股权投资构成。2020 年末，母公司总资产规模较上年末增长 84.34 亿元，主要系持有股票增加以及与子公司之间的往来款增加；总负债较上年末增长 86.22 亿元，主要系长短期借款和超短期融资券；所有者权益较上年末变化不大。财务杠杆方面，截至 2021 年 9 月末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.07% 和 73.16%，此外，若考虑母公司所有者权益中的永续债，则财务杠杆比率还将进一步推升。整体来看，母公司债务规模偏高，中诚信国际将对母公司层面的杠杆水平控制情况保持关注。

表 14：近年来母公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	11.53	5.37	3.74	5.80
交易性金融资产	--	--	--	15.99

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.01	0.00	13.24	--
其他应收款	135.91	122.38	149.89	102.72
可供出售金融资产	15.81	7.68	44.18	--
长期股权投资	123.53	140.37	150.55	178.08
其他非流动金融资产	--	--	--	59.30
总资产	301.17	290.96	375.30	373.19
总负债	184.28	154.89	241.10	276.42
总债务	175.99	143.54	227.97	263.82
短期债务/总债务	49.20	57.47	74.34	42.58
其他权益工具	93.00	116.90	111.53	67.30
所有者权益合计	116.89	136.07	134.19	96.76
资产负债率	61.19	53.23	64.24	74.07
总资本化比率	60.09	51.34	62.95	73.16

注：2021 年 6 月末，因执行新金融工具准则，“可供出售金融资产”调整至“交易性金融资产”及“其他非流动金融资产”核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，由于母公司对子公司拆借资金规模增加，当期经营活动现金流净流出规模同比大幅增长；由于母公司收购少数股东持有的股权，当期投资活动现金流呈大幅净流出态势；受母公司层面债务融资规模大幅上升影响，筹资活动现金流呈大幅净流入态势。

表 15：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~9
经营活动净现金流	2.16	-0.36	-8.28	2.41
投资活动净现金流	-63.63	15.61	-59.97	21.39
筹资活动净现金流	65.52	-21.42	66.62	-21.74
经营活动净现金流/总债务	0.01	-0.003	-0.04	0.01*
经营活动净现金流/利息支出	0.27	-0.05	-1.11	--

注：带“*”号数据经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2021 年 9 月末，公司未决诉讼总金额合计 19.79 亿元，占同期末净资产的 3.63%，主要系逾期未收回的货款、委托贷款及保理款等。

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额为 38.87 亿元。其中子公司厦门象屿融资担保有限责任公司对外提供担保余额 5.38 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 21.35 亿元，对非并表合资公司的银行融资提供担保 10.51 亿元，对社会公益项目的银行融资提供担保 1.63 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 2021 年 9 月末，公司受限资产合计 228.91 亿元，占总资产的比例为 11.08%，主要为向银行借款提供抵押的存货、应收账款、土地使用权及房屋建筑物等。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 10 月 2 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

截至 2021 年 9 月末，发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。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。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“厦门象屿集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**，评定“厦门象屿集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于厦门象屿集团有限公司 2022 年面向 专业投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

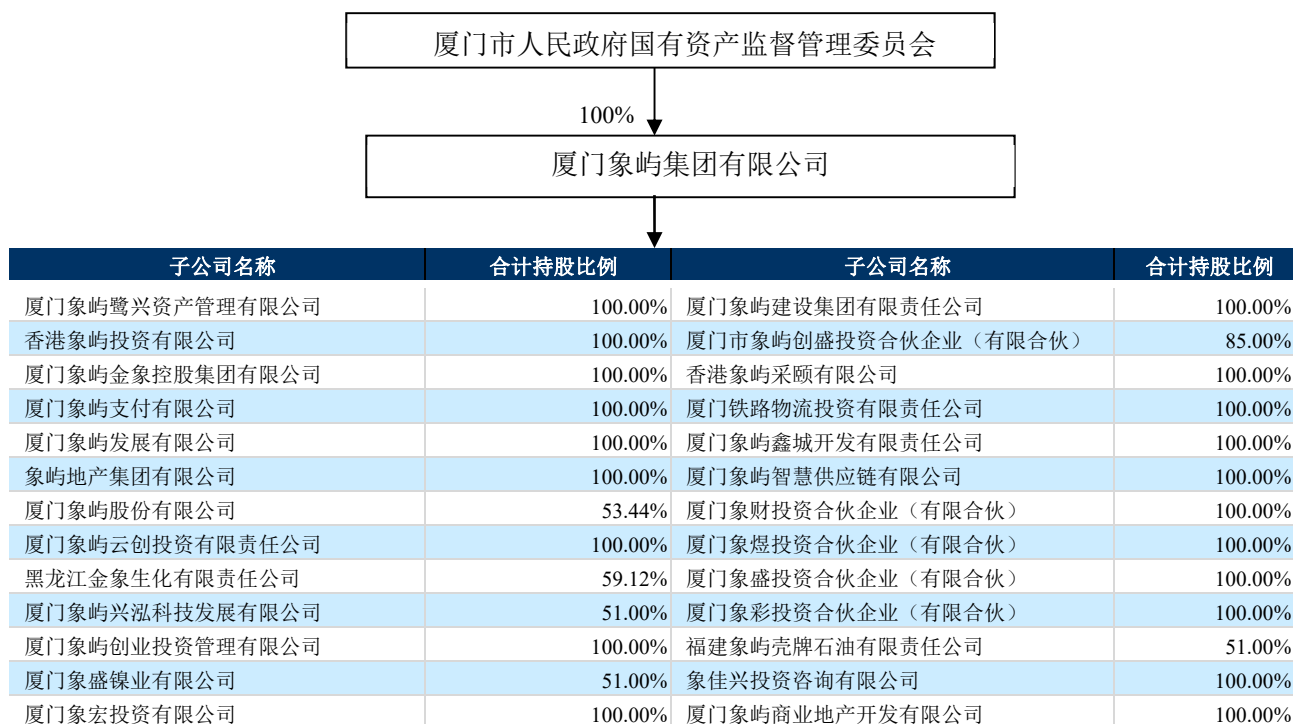
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

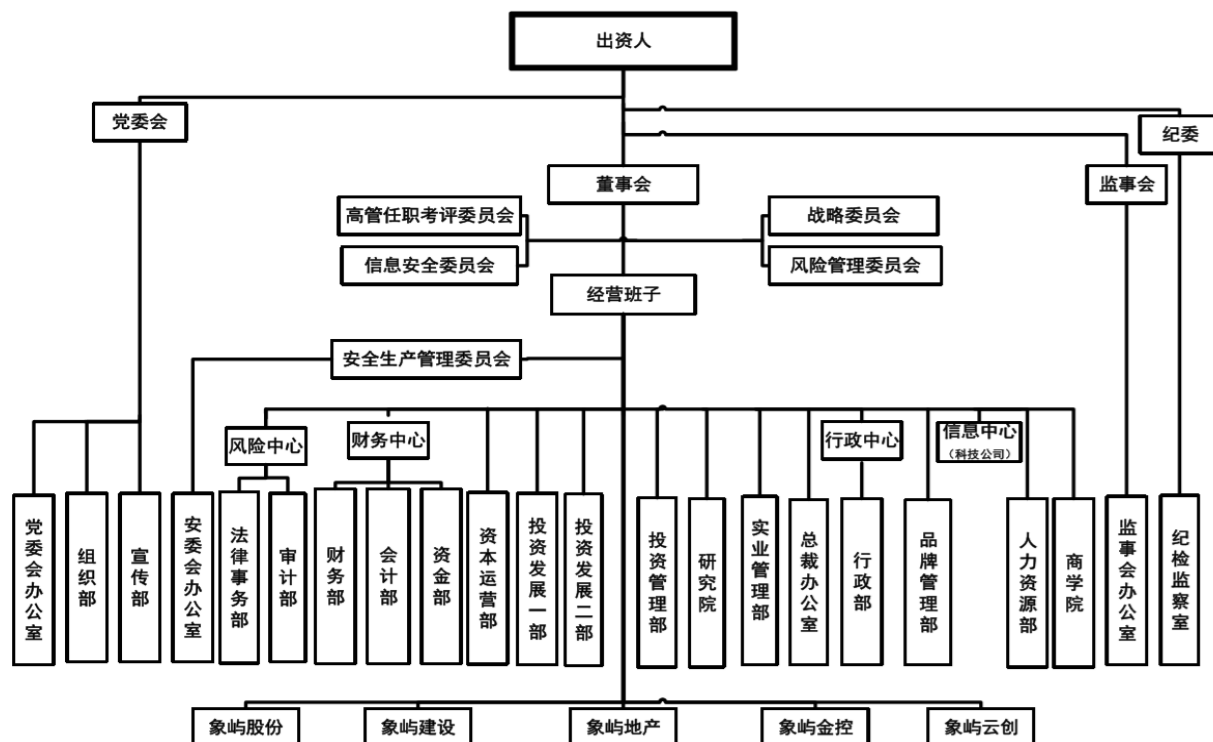
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



注：合计持股比例为直接及间接持股比例总和。



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）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	1,422,389.38	1,254,165.52	1,942,353.84	2,580,599.14
应收账款净额	481,092.06	603,444.21	956,667.48	1,211,030.81
其他应收款	408,048.20	625,539.84	899,573.91	1,046,350.09
存货净额	3,682,721.58	3,860,076.53	4,185,617.44	5,690,920.42
长期投资	884,864.49	911,718.13	924,148.77	1,431,889.63
固定资产	1,196,587.52	1,589,610.81	1,975,806.81	1,986,779.06
在建工程	688,632.76	1,185,639.05	1,155,482.85	1,080,050.73
无形资产	239,778.29	298,789.14	363,207.53	623,433.13
总资产	11,597,421.96	13,936,652.02	17,002,546.91	20,663,390.56
其他应付款	546,636.46	673,258.31	947,957.46	1,177,635.30
短期债务	3,036,856.60	3,463,018.47	5,313,648.14	6,585,560.23
长期债务	2,356,753.23	2,268,007.29	2,781,803.26	3,753,950.14
总债务	5,393,609.82	5,731,025.76	8,095,451.40	10,339,510.38
净债务	3,971,220.44	4,476,860.24	6,153,097.56	7,758,911.23
总负债	8,010,861.47	9,581,150.53	12,244,755.60	15,206,733.46
费用化利息支出	168,033.47	199,629.89	282,157.39	224,080.57
资本化利息支出	64,764.61	68,916.42	36,729.64	40,229.72
所有者权益合计	3,586,560.48	4,355,501.48	4,757,791.31	5,456,657.10
营业总收入	24,146,079.51	28,418,162.30	37,483,543.89	35,702,943.99
经营性业务利润	163,603.72	297,329.23	326,183.85	540,812.04
投资收益	200,000.29	71,715.59	87,367.62	32,414.97
净利润	250,644.47	259,103.37	307,328.30	430,018.56
EBIT	469,537.91	546,235.08	662,397.81	746,347.01
EBITDA	545,656.79	645,453.21	797,221.94	--
经营活动产生现金净流量	352,036.00	335,229.03	329,487.41	-661,940.99
投资活动产生现金净流量	-871,577.88	-1,272,051.59	-1,003,019.41	-502,188.79
筹资活动产生现金净流量	940,379.83	592,540.95	1,391,286.83	1,595,867.23
资本支出	726,829.14	853,747.03	847,471.04	561,459.26

财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	3.58	4.40	2.83	3.14
期间费用率(%)	2.77	2.89	2.01	1.63
EBITDA 利润率(%)	2.26	2.27	2.13	--
总资产收益率(%)	4.52	4.28	4.28	5.28*
净资产收益率(%)	7.84	6.52	6.74	11.23*
流动比率(X)	1.39	1.27	1.21	1.28
速动比率(X)	0.73	0.72	0.76	0.78
存货周转率(X)	6.83	7.20	9.05	9.34*
应收账款周转率(X)	66.57	52.41	48.05	43.92*
资产负债率(%)	69.07	68.75	72.02	73.59
总资本化比率(%)	60.06	56.82	62.98	65.46
短期债务/总债务(%)	56.30	60.43	65.64	63.69
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.06	0.04	-0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.12	0.10	0.06	-0.13*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.51	1.25	1.03	-2.50
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.00	-2.52	-1.74	--
总债务/EBITDA(X)	9.88	8.88	10.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.19	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.34	2.40	2.50	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.02	2.03	2.08	2.82

注：1、2021 年三季报未经审计；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、由于缺乏相关数据，部分财务指标无法计算。

附三：厦门象屿集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	115,300.66	53,653.13	37,403.01	57,953.87
应收账款净额	6.21	36.86	46.66	22.60
其他应收款	1,359,116.42	1,223,842.51	1,498,931.95	1,027,225.83
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,393,410.62	1,480,569.55	1,947,312.64	2,373,821.71
固定资产	905.32	810.34	759.33	585.62
在建工程	0.00	1,129.76	13,719.57	28,390.53
无形资产	360.14	38,051.14	37,038.27	36,330.81
总资产	3,011,728.01	2,909,627.28	3,752,982.75	3,731,856.63
其他应付款	72,893.09	103,110.66	119,024.29	118,736.05
短期债务	865,834.03	824,956.80	1,694,741.84	1,123,270.76
长期债务	894,047.40	610,485.17	584,917.04	1,514,947.93
总债务	1,759,881.43	1,435,441.98	2,279,658.88	2,638,218.69
净债务	1,644,580.77	1,381,788.85	2,242,255.87	2,580,264.82
总负债	1,842,794.75	1,548,878.52	2,411,034.19	2,764,220.35
费用化利息支出	79,114.72	72,278.11	74,695.56	--
资本化利息支出	466.59	158.17	158.68	--
所有者权益合计	1,168,933.27	1,360,748.76	1,341,948.56	967,636.27
营业总收入	3,308.75	3,043.57	7,576.62	1,421.70
经营性业务利润	-23,495.97	-25,044.17	-12,256.39	-41,409.11
投资收益	58,756.92	38,888.21	77,298.04	87,347.31
净利润	34,711.67	7,642.60	76,836.65	65,718.87
EBIT	113,824.52	79,920.91	157,290.68	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	21,566.29	-3,593.17	-82,753.04	24,094.16
投资活动产生现金净流量	-636,337.99	156,143.30	-599,663.62	213,866.80
筹资活动产生现金净流量	655,194.52	-214,197.67	666,166.54	-217,410.10
资本支出	3,847.56	4,142.55	13,102.49	17,551.14
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	25.05	-16.66	65.77	-15.78
期间费用率(%)	727.19	798.71	226.03	2,881.95
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	4.24	2.70	4.72	--
净资产收益率(%)	3.56	0.60	5.69	7.59*
流动比率(X)	1.56	1.44	0.93	1.00
速动比率(X)	1.56	1.44	0.93	1.00
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	928.50	141.32	181.42	54.74*
资产负债率(%)	61.19	53.23	64.24	74.07
总资本化比率(%)	60.09	51.34	62.95	73.16
短期债务/总债务(%)	49.20	57.47	74.34	42.58
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	-0.003	-0.04	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.02	0.00	-0.05	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.27	-0.05	-1.11	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-5.33	-10.99	-10.33	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：1、2021 年三季报未经审计；2、中诚信国际分析时将母公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，部分财务指标无法计算。

附四：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”。

附五：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。