

信用评级公告

联合〔2022〕3152号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门象屿股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 01”“20 象屿 02”“20 象屿 Y5”“21 象屿 02”和“21 象屿 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月二十七日

厦门象屿股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
厦门象屿股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
厦门象屿集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 象屿 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 象屿 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 象屿 Y5	AAA	稳定	AAA	稳定
20 象屿 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 象屿 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 象屿股份 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*21 象屿 Y1	8 亿元	8 亿元	2023/12/8
21 象屿 02	10 亿元	10 亿元	2024/3/23
*20 象屿 Y5	10 亿元	10 亿元	2022/11/5
20 象屿 02	12 亿元	12 亿元	2025/3/2
20 象屿 01	8 亿元	8 亿元	2025/1/15
*19 象屿股份 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/12/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；存续期债券中标注为*的债券为可续期公司债券/永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2022 年 5 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型 (打分卡)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为厦门市重要的供应链管理和服务商之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面具备显著优势。跟踪期内，公司主动优化产品结构、业务结构及服务模式，聚焦附加值高的业务和产品，对单位商品叠加多维度服务价值，核心产品业务量持续提升，带动经营业绩保持提升。同时，联合资信也关注到大宗商品价格波动、公司业务规模快速扩张推升资金需求，债务规持续模增长，经营现金流量净额波动大等因素可能对公司信用水平造成的影响。

存续债券“19象屿股份MTN001”“20象屿Y5”和“21象屿Y1”具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“19象屿股份MTN001”“20象屿Y5”和“21象屿Y1”在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，同时，赎回和利率重置条款设置使上述债券不赎回可能性小。“19象屿股份MTN001”由厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，象屿集团担保实力很强，提高了“19象屿股份MTN001”本息偿付的安全性。

未来，随着公司供应链业务的提质增效，在东南亚及“一带一路”沿线的物流网络布局和物流资源整合推进，以及非公开发行股票地完成，公司综合竞争力有望进一步巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 01”“20 象屿 02”“20 象屿 Y5”“21 象屿 02”和“21 象屿 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘丙江 闫力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1.跟踪期内，厦门市经济运行保持平稳增长态势，所处福建自由贸易试验区享有一定政策便利，公司外部发展环境良好。2021年，厦门市进入全国营商环境排名的前十位，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

2.跟踪期内，公司综合物流服务能力保持行业领先水平。公司已建立起覆盖全国，连接海外的“公、铁、水、仓”网络化物流服务体系，并持续推进大宗商品经营服务与物流服务的横向协同，综合物流服务能力具备领先水平。2021年，公司位列全国仓储企业100强第3位，是国家5A级物流企业。

3.公司经营业绩持续提升，经营效率保持行业中上游水平。跟踪期内，公司营业收入和利润规模保持增长，经营效率处于行业中上游水平。

关注

1.贸易摩擦及全球新冠肺炎疫情蔓延影响下，大宗商品价格波动可能对供应链管理服务行业产生不利影响。2020年以来，受新冠疫情影响，全球经济发展存在不确定性，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动可能对公司经营环境产生一定不利影响。跟踪期内，因大宗商品市场波动，资产减值损失、投资收益等非经常性损益对公司利润有一定影响。

2.跟踪期内，供应链业务规模的扩张持续推升公司流动资金需求，公司经营活动现金流易受上下游回款周期影响，存在季节性波动。跟踪期内，随着公司供应链业务规模持续扩张，公司流动资产中存货、预付款项及应收账款等营运资产对公司资金占用加大；公司经营活动现金流量净额受上下游回款周期影响存在季节性波动，对外融资需求持续存在。

3.跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担较重。截至2021年底，公司全部债务344.15亿元，较上年底增长5.73%；公司资产负债率为67.31%，全部债务资本化比率为52.35%。考虑到公司所有者权益中包括永续债等其他权益工具，实际债务负担高于上述值。

4.“19象屿股份MTN001”“20象屿Y5”和“21象屿Y1”具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累

积等特点；一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	96.47	171.43	184.70	125.81
资产总额(亿元)	657.32	873.65	958.34	1252.55
所有者权益(亿元)	217.96	265.09	313.30	325.84
短期债务(亿元)	177.71	240.41	275.32	528.43
长期债务(亿元)	68.29	85.09	68.83	66.38
全部债务(亿元)	246.00	325.50	344.15	594.82
营业收入(亿元)	2724.12	3602.15	4625.16	1138.64
利润总额(亿元)	19.36	22.29	39.97	8.96
EBITDA(亿元)	36.83	43.05	61.32	--
经营性净现金流(亿元)	41.40	12.80	54.20	-235.00
营业利润率(%)	3.04	1.87	2.09	2.60
净资产收益率(%)	6.69	6.14	8.68	--
资产负债率(%)	66.84	69.66	67.31	73.99
全部债务资本化比率(%)	53.02	55.11	52.35	64.61
流动比率(%)	134.69	136.54	138.28	125.85
经营现金流动负债比(%)	11.37	2.49	9.61	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.71	0.67	0.24
EBITDA利息倍数(倍)	3.19	3.01	4.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.68	7.56	5.61	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	139.66	170.25	224.61	306.25
所有者权益(亿元)	113.81	123.97	134.20	133.43
全部债务(亿元)	17.20	30.61	43.94	110.68
营业收入(亿元)	0.39	1.07	2.20	1.09
利润总额(亿元)	11.14	8.47	14.87	-0.40
资产负债率(%)	18.51	27.18	40.25	56.43
全部债务资本化比率(%)	13.13	19.80	24.67	45.34
流动比率(%)	334.05	273.47	177.17	135.89
经营现金流动负债比(%)	-18.34	14.92	-8.95	--

注: 1、2022年1-3月财务数据未经审计, 相关数据未年化; 2、2019-2022年3月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为30.00亿元、40.00亿元、43.00亿元和43.00亿元; 3、合并口径其他应付款、其他流动负债、租赁负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标; 母公司其他流动负债中的有息债务已调入短期债务及相关债务指标

资料来源: 公司财务报告和提供资料, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19象屿股份MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/6/17	郭察理 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21象屿Y1	AAA	AAA	稳定	2021/6/16	郭察理 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21象屿02/20象屿Y5/20象屿	AAA	AAA	稳定	2021/6/2	郭察理 黄冠嘉	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文

02/20 象屿01						模型 (V3.0.201907)	
21 象屿02	AAA	AAA	稳定	2021/3/12	郭察理 候珍珍	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 象屿Y5	AAA	AAA	稳定	2020/10/22	候珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 象屿01/20 象屿02	AAA	AAA	稳定	2020/6/12	候珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 象屿股份 MTN001/18 象屿股份 MTN001/17 象屿股份 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/6/9	郭察理 王晴	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 象屿02	AA+	AA+	稳定	2020/2/19	候珍珍 崔濛濛	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 象屿01	AA+	AA+	稳定	2019/12/25	候珍珍 崔濛濛	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 象屿股份 MTN001	AAA	AA+	稳定	2019/10/14	刘嘉敏 郭察理	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受厦门象屿股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

厦门象屿股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于厦门象屿股份有限公司(以下简称“公司”或“象屿股份”)的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为厦门特贸房地产开发公司,成立于1992年,初始注册资本为500.00万元,历经多次增资扩股与股权变更,于2011年借壳夏新电子股份有限公司(以下简称“夏新电子”)在上海证券交易所上市,股票代码为“600057.SH”,2012年股票简称变更为“象屿股份”。2018年5月17日,股票简称变更为“厦门象屿”。历经配股和资本公积转增股本,截至2022年3月底,公司股本为21.57亿股,厦门象屿集团有限公司(以下简称“象屿集团”)直接持有公司52.03%的股权,通过象屿地产集团有限公司(以下简称“象屿地产”)间接持有公司1.41%的股权,为公司控股股东,厦门市国有资产监督管理委员会(以下简称“厦门市国资委”)为公司实际控制人。

公司经营范围:一般项目:贸易经纪;货物进出口;进出口代理;国内贸易代理;食品销售(仅销售预包装食品);谷物销售;豆及薯类销售;饲料原料销售;畜牧渔业饲料销售;农副产品销售;棉、麻销售;棉花收购;针纺织品及原料销售;鞋帽批发;建筑材料销售;化肥销售;林业产品销售;五金产品批发;煤炭及制品销售;非金属矿及制品销售;金属矿石销售;金属材料销售;高品质特种钢铁材料销售;高性能有色金属及合金材料销售;化工

产品销售(不含许可类化工产品);塑料制品销售;工程塑料及合成树脂销售;橡胶制品销售;高品质合成橡胶销售;产业用纺织制成品销售;国际货物运输代理;国内货物运输代理;普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目);婴幼儿配方乳粉及其他婴幼儿配方食品销售;供应链管理服务;非居住房地产租赁;信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务);企业管理咨询;软件开发;技术进出口。(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)。

截至2022年3月底,公司本部内设行政中心、财务中心和物流管理中心等职能部门(详见附件1-2)。

截至2021年底,公司合并资产总额958.34亿元,所有者权益合计313.30亿元(含少数股东权益141.15亿元);2021年,公司实现营业总收入4625.16亿元,利润总额39.97亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额1252.55亿元,所有者权益合计325.84亿元(含少数股东权益149.56亿元);2022年1-3月,公司实现营业总收入1138.64亿元,利润总额8.96亿元。

公司注册地址:厦门市现代物流园区象屿路99号厦门国际航运中心E栋7层08单元;法定代表人:邓启东。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日,公司由联合资信评级的存续公募债券见表1。其中,“19 象屿股份 MTN001”于2019年12月公告变更募集资金用途¹,并已按变更后的募集资金用途使用完

¹募集资金中2亿元原计划用于偿还子公司厦门象屿物流集团有限责任公司及黑龙江象屿农业物产有限公司到期银行借款,其中黑龙江象屿农业物产有限公司1亿元用款对应的借款到期日由

2020年1月1日变更为2020年1月14日。

毕，其余债券募集资金均按计划用途使用完毕。截至本报告出具日，除“21 象屿 Y1”尚未到付息日外，其余债券均正常付息。

表 1 公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
*19 象屿股份 MTN001	5.00	5.00	2019/12/13	2022/12/13
20 象屿 01	8.00	8.00	2020/01/15	2025/01/15
20 象屿 02	12.00	12.00	2020/03/02	2025/03/02
*20 象屿 Y5	10.00	10.00	2020/11/05	2022/11/05
21 象屿 02	10.00	10.00	2021/03/23	2024/03/23
*21 象屿 Y1	8.00	8.00	2021/12/08	2023/12/08

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据或永续期公司债券，所列兑付日为首次赎回权行权日

资料来源：Wind

1. 普通优先债券

基于表 1，截至 2022 年 3 月底，公司存续期普通优先债券（公开发行）包括“20 象屿 01”“20 象屿 02”和“21 象屿 01”，合计金额 30 亿元。

2. 永续债

截至 2022 年 3 月底，公司存续期永续债包括“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 Y5”和“21 象屿 Y1”，合计金额 23 亿元。“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 Y5”和“21 象屿 Y1”在公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于上述债券条款，可得出以下结论：

（1）在偿付顺序方面，“19 象屿股份 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具；“20 象屿 Y5”和“21 象屿 Y1”在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

（2）“19 象屿股份 MTN001”如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点；“20

象屿 Y5”和“21 象屿 Y1”如不赎回，从第 2 个计息年开始每 2 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）上述债券在除发生公司向普通股股东分红、减少注册资本以及在上述债券计息年度内支付存续债务本金或利息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 Y5”和“21 象屿 Y1”递延利息按当期票面利率累计计息。2019 年，公司分两次派发 2018 年现金股利合计 5.18 亿元；2020 年，公司派发 2019 年现金红利 5.39 亿元；2021 年，公司派发 2020 年现金红利 6.47 亿元；2022 年 4 月，公司发布 2021 年度利润分配预案，拟发放现金红利 10.99 亿元。公司每年分红稳定，历史经营状况良好且未来持续盈利可能性大，递延支付利息可能性小。

综合以上分析，上述债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增

长 4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造

业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算

的几何平均增长率，下同。

转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 供应链管理服务及物流行业

(1) 行业概况

跟踪期内，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与

到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，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 年底，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，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。2021 年，国际大宗商品价格呈先涨后跌走势，前 10 个月持续上涨，个别产品价格创出历史新高，10 月底开始震荡回落，总体水平比上年明显上涨。2022 年一季度，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等

物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

（2）物流行业

全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情形势好转后全球需求复苏，但海运物流不畅、交付延误导致客户弃货，物流成本持续攀升侵蚀相关出口企业利润。2021 年，中国物流运行稳中有进，社会物流总额保持良好增势。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020 年中国社会物流总额 300.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为 -7.3%、-0.5% 和 2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

2020 年下半年以来，随着航运需求不断上升，全球海运面临运力不足，尤其是出现集装箱空箱不足、周转率下降的现象，海运运价和运输成本大幅上涨。由于疫情形势有所好转，因船舶集中到港、提货缓慢导致港口集装箱数量增加，港口作业过载现象也十分普遍，这些也直接增加了货物仓储成本，并可能导致一些易腐或保质期短的货品面临更多的威胁。

港口拥堵、出港陆运延误导致货物交付延迟、运费居高不下甚至出运困难，交付延误将导致目的港弃货可能性直线上升。集装箱运费攀升，最受冲击的是低附加值的商品，因为利润空间小，这些商品无法承受过高的运价，导致很多海外买家暂停下单，并把一些低货值的商品订单进行延期或者拒绝收货。同时船公司运费和附加费继续上涨，物流成本继续侵蚀相关出口企业利润。

2021 年，中国社会物流总额 335.2 万亿元，

按可比价格计算,同比增长 9.2%,两年年均增长 6.2%,增速恢复至正常年份平均水平,物流运行稳中有进,社会物流总额保持良好增势,社会物流总费用与 GDP 的比率稳中有降,“十四五”实现良好开局。

2. 区域经济概况

厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市,2021 年经济运行保持平稳增长态势。经济特区的战略定位和强劲发展,以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2021年厦门市国民经济和社会发展统计公报》,2021年厦门地区生产总值(GDP)7033.89亿元,按可比价格计算,比上年增长 8.1%。其中,第一产业增加值29.06亿元,增长 5.3%;第二产业增加值2882.89亿元,增长6.7%;第三产业增加值4121.94亿元,增长9.0%。三次产业结构为0.4:41.0:58.6。

内贸方面,2021年厦门市社会消费品零售总额2584.07亿元,比上年增长12.7%。按消费形态分,商品零售2313.56亿元,增长12.0%;餐饮收入270.51亿元,增长18.6%。对外贸易方面,全年实现外贸进出口总值8876.52亿元,比上年增长27.7%,其中,出口4307.30亿元,增长20.6%;进口4569.22亿元,增长35.3%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来,呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。2021年,厦门市进入全国营商环境排名的前十位,经济活力和政策便利显著,开放水平和发展动能持续提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底,象屿集团直接持有公司 52.03%³的股权,通过象屿地产间接持有公司 1.41%的股权,为公司控股股东,厦门市国资委

为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为厦门市大型供应链管理与服务企业之一,跟踪期内在经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力、智能化信息技术体系建设等方面保持突出的品牌优势和行业竞争力。

公司基于“立足供应链,服务产业链,创造价值链”的经营理念,通过整合“商流、物流、资金流、信息流”打造“四流合一”的一体化流通服务平台,通过产业运营和资本运作,沿着产业链上下游不断拓展产品经营业务,在金属矿产、能源化工和农产品三大类产品上形成了很强的供应链服务能力。公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式,串联“公、铁、水、仓”,夯实提升多式联运能力,形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系。

行业地位方面,公司位列 2021 年《福布斯》全球上市公司 2000 强第 1504 位;位列《财富》中国 500 强第 32 位;全国仓储企业 100 强第 3 位,是国家 5A 级物流企业;入选全国首批供应链创新与应用示范企业、中国物流优秀服务商。

智能化信息化建设方面,公司依托自身业务数据、客户资源和应用场景,积极向数智化转型,构建了涵盖企业经营分析、客户关系、风险管理、财务管控、人力资源管理在内的数智化体系。2021 年,公司完成“农业产业级互联网平台”仓点联盟部分的系统建设,“铁军”地推团队服务区域拓展至公司七大粮食基地周边产区;“屿链通”数字供应链金融服务平台进一步拓展金融机构合作伙伴。

截至 2021 年底,公司下属核心业务运营主体包括厦门象屿物流集团有限责任公司(以下简称“象屿物流”)和黑龙江象屿农业物产有限公司(以下简称“象屿农产”)。其中,象屿物流

³2021 年 3 月 2 日,公司控股股东象屿集团与中国农垦产业发展基金(有限合伙)(以下简称“中垦基金”)签订《战略投资及合作协议》,约定中垦基金通过大宗交易方式受让象屿集团所持上市

公司 2.00%股份。中垦基金承诺,自该股份过户登记至其名下之日起 24(二十四)个月内不予转让。该转让股份事项于 2021 年 3 月 2 日完成。

是公司下属最重要的大宗商品采购供应及综合物流业务运营主体，象屿农产是主要从事农产品采购分销与仓储物流的农业全产业链运营主体。

2021年，象屿物流营业收入同比增长

29.37%，供应链主业盈利能力进一步提升。同期，象屿农产基于完善的农业产业链布局，在种植端、收购端、销售端全面发力，粮食采购分销业务持续放量，营业收入同比增长 11.50%。

表 2 公司下属核心业务运营主体 2021 年财务指标

公司名称	业务性质	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	2021 年底 (亿元)			
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润
厦门象屿物流集团有限责任公司	大宗商品采购供应及综合物流	81.26	50.46	672.56	155.41	4150.13	24.39
黑龙江象屿农业物产有限公司	农产品供应链	63.16	21.25	203.56	71.64	301.06	4.04

注：表中财务数据均为合并口径

资料来源：公司提供

3. 企业信用记录

公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录；因借壳上市，沿用原夏新电子贷款卡而存在部分已结清的不良和关注类信贷记录，与公司日常经营无关。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91350200260131285X），截至 2022 年 4 月 24 日，公司本部无未结清的不良信贷记录；已结清信贷中，有 89 笔垫款记录，有 192 笔关注类和不良类短期借款、3 笔关注类贴现、122 笔关注类银行承兑汇票、244 笔关注类信用证和 2 笔关注类保函。上述欠息及不良信贷记录的产生主要是由于公司于 2011 年借壳夏新电子上市，沿用原夏新电子营业执照、贷款卡等信息，发生在 2011 年 8 月 29 日前的所有贷款信息均为夏新电子重组前未偿还债务，与公司无关，公司在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 13 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构、主要管理制度

未发生变化。

八、重大事项

非公开发行 A 股股票

2022 年 5 月 17 日，公司发布《厦门象屿股份有限公司非公开发行 A 股股票预案》，计划募集资金 35.00 亿元用于补充流动资金及偿还债务。本次非公开发行 A 股股票的发行对象为招商局集团有限公司（以下简称“招商局”）、山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口”）及象屿集团，招商局、山东港口及象屿集团拟以现金方式一次性全额认购，其中招商局认购 10.00 亿元，山东港口认购 10.00 亿元，象屿集团认购 15.00 亿元，三者所认购的本次发行的股票自本次发行结束之日起 18 个月内不得转让。本次非公开发行后，招商局、山东港口在将分别成为公司持股 5%以上股东，但是不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司经营格局保持稳定，经营业绩持续提升。

跟踪期内，公司仍以大宗商品经营与物流服务为主业。2021 年，公司实现营业收入

4625.16亿元，同比增长28.40%；实现利润总额39.97亿元，同比增长79.31%。

从主营业务收入构成来看，2021年，公司大宗商品经营与物流服务收入同比增长28.13%，主要系公司夯实供应链和物流平台化服务体系，业务量增加所致，为公司主要收入

来源。公司其他收入主要包括船舶建造及铁矿石加工业务收入等，占主营业务收入比重较小。

从毛利率来看，2021年，公司大宗商品经营与物流服务毛利率同比变动不大；其他业务毛利率升至7.20%。综合上述因素影响，2021年，公司主营业务毛利率同比略有上升。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况

板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
大宗商品经营与物流服务	2694.32	99.04	3.09	3560.48	98.96	1.98	4562.12	98.91	2.07	1121.10	98.71	2.42
其他	26.24	0.96	-1.42	37.46	1.04	-5.34	50.18	1.09	7.20	14.63	1.29	15.20
合计	2720.56	100.00	3.04	3597.95	100.00	1.91	4612.3	100.00	2.12	1135.73	100.00	2.59

注：上表主营业务收入与营业收入差别主要为象屿农产的装卸烘干等业务收入；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2022年1-3月，公司实现主营业务收入1135.73亿元，同比增长27.38%，主要是公司持续夯实供应链综合服务能力，深化供应链综合服务，黑色金属、有色金属、煤炭的业务量增加所致。同期，毛利率为2.59%，同比变化不大。2022年1-3月，公司实现利润总额8.96亿元，同比增长34.39%。

2. 大宗商品经营与物流服务

跟踪期内，公司能源化工、金属矿产和农产品业务量持续扩张，带动大宗商品经营及物流服务收入快速增长。

大宗商品经营及物流服务业务是公司营业收入的主要来源，经营主体为下属全资及控股子公司，服务对象主要是制造业企业客户和贸

易商客户，其中，制造业企业服务量占比已达50%以上。大宗商品经营及物流服务主要依托平台化优势和智能化信息科技体系等，为客户提供物流配送、代理采销、信息咨询和供应链金融等全产业链服务。

(1) 大宗商品经营

跟踪期内，公司大宗商品经营业务盈利来源为“以服务收益为主，兼具金融收益和交易收益”，并应用于金属矿产、农产品、能源化工等产业链服务当中。

公司经营的核心产品金属矿产、能源化工和农产品三者合计收入占贸易业务收入的98%左右，其中，金属矿产类收入贡献占60%以上。跟踪期内，公司大宗商品经营业务核心产品种类变化不大。

表5 公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况

商品类别	2019年		2020年		2021年		2022年1-3月	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
能源化工	676.25	25.63	760.46	21.71	1089.87	24.28	290.57	26.35
金属矿产	1699.85	64.42	2325.08	66.38	2927.89	65.23	713.96	64.74
农产品	233.07	8.83	397.38	11.34	439.88	9.80	77.17	7.00

其他	29.38	1.11	19.99	0.57	30.93	0.69	21.07	1.91
合计	2638.55	100.00	3502.91	100.00	4488.57	100.00	1102.77	100.00

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采和其他非吨核算的商品

资料来源：公司提供

在采购定价上，公司推动长约形式的合作，同时与供应商在定价模式上进行协商和探讨，通过公式定价、二次定价、到港前报价等方式控制价格波动的风险。由于定购量相对较大，公司在与供应商的议价中可获得相对低于或持平于同行业的优势价格。2021年，公司前五大供应商采购额合计951.57亿元，占采购总额的比重为20.99%，集中度一般。跟踪期内，公司与上游供应商的结算方式主要包括银行承兑汇票、信用证和预付款（款到发货）方式，预付款对象主要为规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。

下游销售方面，公司客户包括流通型客户

和产业型客户，根据不同的业务品种，主要销售渠道分布和销售方式见下表。跟踪期内，公司与下游客户的结算方式主要包括款到发货、信用证和银行承兑汇票等方式，少量情况下通过风险评估给予客户一定的赊销额度。公司要求客户缴纳一定比例的保证金，且如果交易货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例或要求下游客户补交保证金。同时，公司为确保控制货权，对所采购的货物均要求储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。2021年，公司前五大客户销售额合计402.33亿元，占销售总额的比重分别为8.70%，集中度低。

表6 公司大宗商品经营业务主要业务品种销售渠道分布情况

业务品种	主要产品	销售渠道分布	销售方式
能源化工	塑料原料（PE、PP、PVC等）；有机化学品（甲醇、甲苯等）；聚酯原料（PTA、MEG等）；煤炭	以江浙、福建、广东、上海等地区为核心，依托各地分公司搭建起比较完整的华北、华东、华南全国销售网络。	直接销售给下游厂家为主。一部分MEG与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。
金属矿产	钢铁；有色金属；矿产、矿砂	主要分布在华东、华北、华中和华南区域。华东地区以江、浙、沪为主，上海作为分销中心；华北地区以天津、河北、内蒙、山西为主；华中地区以河南为主，向周边区域延伸；华南地区以广东为主，向周边区域延伸。此外，公司还将销售渠道拓展至西安及西南地区。	直接销售给下游厂商为主，部分采用分销或者对锁方式。
农产品	粮食谷物（玉米、水稻、大豆）、食品原料（油脂、白糖、奶粉）；饲料原料（鱼粉、乳清粉等）；林产品（原木、锯材、木浆等）	玉米等饲料原粮以黑龙江总部为中心整合黑吉辽蒙四省的种植资源，通过在渤海湾建立销售中心，为北港区域、华北、华东、华南、华中等下游区域销售提供优质粮食资源。饲料原料类以上海、天津、广州各分公司为依托，辐射华东、华中、华北、东北、西北、华南、西南各地市场。油脂油料类以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心，分别向华南、华东、华北和福建市场进行全方位辐射，市场遍布全国主要油脂消费大省。	直销给下游重点客户，一部分向经销商销售。

资料来源：公司提供

能源化工

公司能源化工业务主要涉及煤炭、塑料原料和有机化学品等种类。跟踪期内，公司依托铁路物流和口岸物流服务能力，深化与终端电厂、钢厂合作，实现内贸煤和进口煤业务双增长，煤炭经营量突破7000万吨；积极拓展石化供应链客户，石油业务营业收入同比增长超35%。从经营货量来看，2021年，能源化工供

应链合计经营货量8428万吨（主要包含煤炭供应链7406万吨），同比增长18.56%，主要源于煤炭和油品货量的快速增长。

金属矿产

金属矿产供应链方面，针对核心生产型钢厂客户，公司为其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；针对核心经销商客户，公司通过在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个城市建立的物流服务能力，为其提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务。

此外，公司在大宗商品经营业务开展过程中与合作方开展实体企业全程供应链服务、合资公司等模式的深度合作。跟踪期内，公司持续在钢铁、铝等产业链复制推广“全程供应链管理服务模式”，实现经营规模超 1000 亿元，同时部分业务采取利润分成合作方式，销售净利率明显提升。联合资信关注到，上述模式的开展一方面有助于公司利用供应链服务优势整合上下游资源，但同时相关客户经营情况可能对公司业绩及应收账款质量产生一定影响，公司通过派驻监管团队、严控货权、签订不动产抵押和货物浮动抵押协议等方式控制业务风险。

2021 年，公司实现金属矿产收入 2927.89 亿元，同比增长 22.40%；2022 年 1—3 月，实现金属矿产收入 713.96 亿元，同比增长 26.97%。

农产品

粮食产业链服务模式已运用到公司农产品产业服务中。公司贯通产前、产中、产后，已形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流运输、原粮供应、粮食加工及农业金融等于一体的服务布局。公司依托 7 大粮食收购、仓储、物流平台和北粮南运物流服务体系，为大型养殖、饲料和深加工企业提供一体化原粮供应服务，玉米年经营量达千万吨级。

跟踪期内，公司拓展外围合作库点 108 个，

组建地推团队，提升进口能力，强化粮源掌控；拓展长江流域、西南区域、华北区域销售市场，完成农产品销售量超 1200 万吨；布局大豆压榨业务，实现从进口大豆到豆油、豆粕加工的产业链延伸。

(2) 大宗商品物流服务

公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。2021 年，公司综合物流服务收入同比增长 34.80%，毛利率同比减少 2.39 个百分点，一方面原因是受海运费持续走高、海外疫情反复、双控政策影响，导致毛利率较高的进口物流、国际租船等业务开展受阻，另一方面原因是公司为拓展市场份额，主动降低收益率；农产品物流营业收入的下降主要是国储平均仓储量和出库量同比下降均超 40%所致。

表 7 近年来公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	35.13	10.43	43.23	11.38	58.27	8.98
农产品物流服务	7.76	61.23	5.68	55.41	3.71	51.03
铁路物流服务	12.88	27.25	8.66	13.38	11.56	6.36

资料来源：公司提供

公司拥有一批专业化、市场化的物流团队，能够为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案。截至 2022 年 3 月底，公司具备的物流基础设施见下表。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司基础物流设施情况

项目	基础设施情况	相关运营主体
铁路运输	15 个铁路货运场站（自有 12 个、租赁 3 个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套 47 条铁路专用线（其中在建线路 8 条）、逾 250 万平方米集装箱堆场和仓库、超 2.6 万个自备集装箱，年发运能力超 1600 万吨，居行业前列，形成“山东、河南—新疆”“陕西—云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。	象道物流
公路运输	线下自有运输车辆超 800 辆，整合车辆超 10 万辆；线上开发网络货运平台，整合车辆 4 万辆。	象屿物流、象屿农产及其下属子公司
水路运输	与中远海系、日照港、连云港、青岛港等优质港航企业达成战略合作，整合运力，实现国内沿海及长江流域年运量约 2000 万吨，印尼-中国航线年运量约 500 万吨。新增购置 1 艘自有集散两用船舶，形成“自有+合作”相结合的水运运力配置。	

仓储集群	7大粮食收购平台，仓容能力约1500万吨，其中自建粮食仓容约1000万吨，配备8条铁路专用线；40个自有及包租管理的仓库，仓容能力约300万吨，存储产品包括钢材、塑化、农副产品、民生消费品等；5个堆场，面积逾40万平方米；准入仓库超2500家。
------	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

综合物流服务

公司基于仓库、堆场和专业物流园区等物流设施，为客户提供集仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关和堆场服务等业务为一体的综合物流服务体系。2021年，公司完成“中国—印尼、越南、泰国”国际物流线路运输量631万吨，长江及沿海T型水域运输量1859万吨，进口清关量1929万吨，仓储业务量672万吨。

农产品物流服务

公司农产品物流服务业务经营主体主要为象屿农产。公司通过提供粮食装卸、烘干、仓储、“公铁海”多式联运、集散等物流服务，收取相应的装卸费、仓储费及运输费；同时通过经营粮食临储业务，可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益。

农产品物流基础设施方面，公司已在粮食产区持续投入建设了7大粮食收购平台，配备烘干、铁路专用线等资源，辐射周边90多个收购网点，逐步构建了北粮南运物流体系，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。

农产品物流方面，2021年，公司利用自有物流资源，为外部客户提供运输服务，运输量201万吨；完成粮食国储收购、烘干、仓储、出库各环节业务量合计731万吨，其中国储平均仓储量453万吨、出库量200万吨，同比下降均超40%，导致农产品物流营业收入下降。

铁路物流服务

公司以象道物流为铁路物流服务运营主体，在推进既有铁路货运场站的扩建和新场站建设的基础上，不断完善铁路物流网点布局。2021年，公司铁路物流运力利用率逐步爬坡，完成铁路发送量508万吨，同比增长2%；到达量769万吨，同比增长97%；仓储量384万吨，同比

增长157%。同期，公司铁路物流服务实现收入11.56亿元，毛利率同比减少7.02个百分点至6.36%。

模式方面，铁路物流服务采取一票收费的方式（针对一笔货物收取一揽子费用），收费环节主要包括集装箱运输、装卸、仓储、汽车短驳配送、铁路运输服务等，主要运输品种包括煤炭、氧化铝、铝锭和瓷砖等。结算方面，公司与客户的结算方式主要分为两种：非长期合作客户款到发货，长期合作客户根据资信情况给予一定的账期，并通过动态调整发货节奏，降低回款风险。

3. 经营效率

公司经营效率处于行业中上游水平。

2021年，公司销售债权周转次数同比下降，存货周转次数和总资产周转次数同比提升，分别为33.53次、20.76次和5.05次。从同行业对比来看，公司经营效率处于同行业中上游水平。

表9 同行业上市公司2021年经营效率指标对比

（单位：次、天）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	净营业周期
600153.SH	建发股份	110.72	2.40	1.43	134.90
600755.SH	厦门国贸	11.24	11.24	4.40	32.03
600057.SH	厦门象屿	34.36	20.77	5.05	17.27

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用Wind数据

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 未来发展战略

公司未来发展战略主要围绕强化供应链服务主业核心竞争力制定，较为切实可行。

公司基于历史经营成果与经验制定了五年（2021~2025年）发展战略规划，将秉持“立足供应链，服务产业链，创造价值链”的经营理念，以成为“世界一流的供应链服务企业”为目

标，以“平台化、国际化、数智化”为发展方向，聚焦核心产业链、核心客户，持续打造一体化供应链服务能力，不断深化服务价值，通过供应链服务为实体企业降本增效，实现与产业链上下游客户互生共赢。

业务模式方面，公司坚持全面向“供应链服务商”的长期战略转型，抓住数智化机会，持续推动商业模式创新，构建有别于传统贸易、物流企业的现代供应链综合整合能力。业务方向方面，根据市场吸引力和象屿匹配度，将各品种划分为重点发展品种、维持发展品种、待发展品种和机会发展品种；对客户进行分类管理，为不同类型客户提供不同服务组合。能力打造方面，持续提升物流服务、金融服务、采销服务和信息服务能力，更好地向产业链企业提供服务，形成产业链话语权。国际化发展方面，建立全球市场信息收集机制，培养全球行情研判能力，紧密跟踪核心客户的国际化发展步伐，匹配自身的国际物流、金融、信息研判和加工能力，帮助其进行采销渠道的优化设计；通过“借船出海”的方式，沿“一带一路”进行国际化发展，对接国际航运资源，构建中国-东南亚航运运力，对接海外港口、期货交割库，保障供应链物流服务需求。组织管控方面，建设“战略型总部”，强化“战略管理、大客户服务、物贸联动、产融结合、信息化升级”等关键功能，持续推动组织架构优化，提升职能保障能力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）⁴对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2022年1—3月财务报表未经审计。

合并范围方面，2021年，公司纳入合并报表的子公司较2020年底新增4家，主要是因业务

拓展需要，合并新疆象道物流有限公司等13家公司，减少上海象屿物流发展有限责任公司等9家公司。2022年1—3月，公司纳入合并报表的子公司较2021年底新增7家公司，主要是因业务拓展需要，新设象屿石油（上海）有限责任公司等7家公司。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，公司合并资产总额958.34亿元，所有者权益313.30亿元（含少数股东权益141.15亿元）；2021年，公司实现营业总收入4625.16亿元，利润总额39.97亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额1252.55亿元，所有者权益325.84亿元（含少数股东权益149.56亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入1138.64亿元，利润总额8.96亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着业务规模扩大，公司资产总额快速增长，资产结构以流动资产为主，受限比例较低，应收账款、预付款项账龄短，且存货以变现能力良好的大宗商品为主，整体资产流动性和质量良好。

截至2021年底，公司合并资产总额958.34亿元，较上年底增长9.69%。其中，流动资产占81.39%，非流动资产占18.61%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2021年底，流动资产779.95亿元，较上年底增长11.09%，主要来源于经营规模扩张带来的货币资金、应收账款、存货和预付款项的增长。公司流动资产主要由货币资金（占17.45%）、交易性金融资产（占6.09%）、应收账款（占18.46%）、预付款项（占21.79%）和存货（占28.46%）构成。

截至2021年底，公司货币资金136.14亿元，较上年底增长17.00%。公司货币资金中使用受限的金额为29.79亿元，主要为保证金和冻结款、定期存款和应计利息等，受限比例较

⁴ 2019年8月，公司公告更换审计事务所为容诚会计师事务所，原因是致同会计师事务所（特殊普通合伙）部分分所合伙人及业务团队（含本公司审计团队）离开致同会计师事务所（特殊普通

合伙），加入华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）。2019年6月10日，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）正式更名为容诚会计师事务所（特殊普通合伙）。

高。

截至2021年底，公司交易性金融资产47.50亿元，较上年底下降3.95%。构成上，交易性金融资产主要为理财产品46.27亿元⁵；用于质押而受限的交易性金融资产合计30.26亿元，受限比例高。

截至2021年底，公司应收账款账面价值143.96亿元，较上年底增长14.92%，主要是本年供应链业务整体规模扩大，相应的应收账款增加所致。按账龄看，3个月内（含）到期应收账款占余额的85.52%，4~12个月内到期（含）应收账款占余额的11.28%，1年以上到期的应收账款合计占期末账面余额的3.21%，整体账龄短。公司累计计提应收账款坏账准备4.79亿元，综合计提比例为3.22%。其中，公司对按单项计提坏账准备的应收账款余额为2.84亿元，因预计无法收回而全额计提坏账准备。欠款方前五名共计占应收账款余额的44.62%，集中度较高，较上年底（53.21%）有所下降。

表11 截至2021年底公司应收账款前五名情况

单位名称	余额（万元）	占比（%）	坏账准备余额（万元）
客户一	565709.98	38.03	0.00
客户二	38305.55	2.58	383.06
客户三	21947.30	1.48	219.47
客户四	18940.37	1.27	0.00
客户五	18815.89	1.26	188.16
合计	663719.09	44.62	790.69

注：客户一即同一控制下关联方OSS公司；尾差系四舍五入导致
资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至2021年底，公司预付款项169.96亿元，较上年底增长42.88%，主要系业务发展需

要增加商品采购规模所致。其中账龄在1年以内的占99.32%，整体账龄短。按预付对象归集的期末余额前五名合计占期末余额的44.86%，其中对第一名单位的预付款余额33.23亿元，集中度较高。

表12 截至2021年底公司预付款项前五名情况

单位名称	账面余额（亿元）	占比（%）
客商一	33.23	19.55
客商二	16.62	9.78
客商三	13.81	8.13
客商四	6.39	3.76
客商五	6.19	3.64
合计	76.24	44.86

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司其他应收款为16.83亿元，较上年底下降20.79%。其他应收款期末余额合计23.22亿元，主要构成包括期货保证金（较上年底下降31.07%）、重大存货往来诉讼或纠纷转入款（较上年底增长12.40%）以及押金或其他保证金（较上年底增长4.58%）等；期末累计计提坏账准备6.39亿元。其他应收款期末余额前五名合计占总额的29.21%，均为保证金，集中度偏高。

截至2021年底，公司存货账面价值221.95亿元，较上年底增长3.82%；累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备5.97亿元（当期计提1.79亿元），计提比例为2.62%。

截至2021年底，公司其他流动资产为31.60亿元，较上年底下降18.26%。构成上，贷款业务余额降至19.52亿元，其他构成主要为进项税7.78亿元、定期存款3.76亿元等。公司自营

⁵根据2021年3月发布的《关于2021年度委托理财的公告》，公司委托投资理财业务范围：（1）投资期限不超过12个月、流动性较强、风险极低、收益率相对稳定的银行及信托理财产品。（2）投资期限固定、收益稳定、无投资风险的短期国债逆回购产品。（3）风险可控、收益率稳定的国债。（4）投资期限较短、风险较

低、收益率相对稳定的短期柜台债券产品。委托理财金额在任何时点投资余额不超过公司上一年度经审计净资产的50%，单笔不超过12个月。公司开展短期投资理财的协议对方均为金融机构，与公司不存在产权、资产、人员等方面的其它关系。

贷款及委托贷款未出现逾期

截至 2021 年底,公司非流动资产 178.39 亿元,较上年底增长 3.99%,公司非流动资产主要由长期股权投资(占 8.99%)、固定资产(占 56.55%)和无形资产(占 11.46%)构成。

截至 2021 年底,公司长期股权投资 16.03 亿元,较上年底增长 25.95%,主要系新增对开曼铝业(三门峡)有限公司和内蒙古易至科技股份有限公司等投资所致。截至 2021 年底,公司长期股权投资主要包括开曼铝业(三门峡)有限公司 4.39 亿元、哈尔滨农村商业银行股份有限公司 3.62 亿元等,当期权益法下确认的投资收益为 1.79 亿元,被投资单位宣告发放现金股利或利润 2.02 亿元。

截至 2021 年底,公司固定资产账面价值 100.87 亿元,较上年底增长 3.39%,主要构成包括房屋建筑物 39.75 亿元、构筑物及其他设施 32.79 亿元、机器设备 18.75 亿元以及运输工具 9.19 亿元等;公司累计计提固定资产折旧 26.63 亿元。

截至 2021 年底,公司在建工程为 8.81 亿元,较上年底下降 28.84%,主要包括安阳象道物流有限公司铁路专用线工程 5.44 亿元和息烽象道物流有限公司铁路专用线工程 2.47 亿元,均已进入竣工结算阶段;当期重要在建工程转入固定资产金额为 2.81 亿元,建设投入增加 0.39 亿元。

截至 2021 年底,公司无形资产 20.45 亿元,较上年底增长 9.51%。构成上以土地使用权(18.93 亿元)为主。

截至 2021 年底,公司其他非流动资产 5.66 亿元,较上年底下降 38.71%。主要构成包括定期存款 4.02 亿元等。

截至 2021 年底,公司资产受限规模合计 98.90 亿元,占资产总额的 10.32%,受限比例较低,受限资产情况见下表。

表 13 截至 2021 年底公司受限资产(单位:亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.12	冻结款
货币资金	29.67	保证金、定期存单及应计利息
交易性金融资产	30.26	质押
应收票据	0.62	质押
应收账款	0.93	质押
应收款项融资	0.06	质押
存货	3.04	质押及售后回购
投资性房地产	4.67	抵押
固定资产	19.67	抵押
在建工程	0.52	抵押
无形资产	5.60	抵押
其他流动资产	3.76	质押
合计	98.90	--

注:子公司象道物流以成都青白江象道物流有限公司 100%股权质押,向银行借款 4880.00 万元;象道物流以新疆象道物流有限公司 100%股权质押,向银行借款 3.70 亿元

资料来源:公司审计报告

截至 2022 年 3 月底,公司合并资产总额 1252.55 亿元,较上年底增长 30.70%,主要受业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响,存货、应收账款和预付款项等资产增加所致。其中,流动资产占 85.27%,非流动资产占 14.73%。公司资产以流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。应收账款、预付款项和存货三项合计占期末总资产的比例为 67.29%。

3. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

跟踪期内,公司权益规模保持增长,永续债、未分配利润和少数股东权益占比较高,权益稳定性较弱。

截至 2021 年底,公司所有者权益 313.30 亿元,较上年底增长 18.18%,主要系公司引进外部投资方以现金方式对象屿农产增资 30 亿元(合并层面计入少数股东权益,增资资金主要

用于偿还象屿农产、公司及控股子公司的银行贷款，增资后公司对象屿农产持股比例降至 63.16%，并增加资本公积股本溢价 6.13 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 54.95%，少数股东权益占比为 45.05%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 6.89%、17.73% 和 15.76%。公司其他权益工具明细见下表。

表 14 截至 2022 年 4 月底公司其他权益工具明细
(单位: 亿元、%、年)

项目	发行时间	股利率或利率	金额	期限	首次赎回行权日
19 象屿股份 MTN001	2019/12/13	5.07	5.00	3+N	2022/12/13
永续期信托贷款	2020/3/26	4.80	10.00	3+N	2023/3/26
20 象屿 Y5	2020/11/5	4.98	10.00	2+N	2022/11/5
21 象屿 Y1	2021/12/8	4.80	8.00	2+N	2023/12/8
合计	--	--	33.00	--	--

资料来源: 公司审计报告

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 325.84 亿元，较上年底增长 4.00%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 54.10%，少数股东权益占比为 45.90%，各科目较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司业务扩张一定程度推升资金需求，公司债务规模持续增长，债务负担较重；截至 2022 年 3 月底，受业务规模扩张、备货周期季节性波动以及疫情等因素综合影响，公司有息债务较上年底大幅增长，构成以短期债务为主。

截至 2021 年底，公司负债总额 645.05 亿元，较上年底增长 6.00%。其中，流动负债占 87.44%，非流动负债占 12.56%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年底，公司流动负债 564.03 亿元，较上年底增长 9.69%，主要由短期借款（占 14.62%）、应付票据（占 26.88%）、应付账款（占 24.97%）、一年内到期的非流动负债（占

5.54%）、合同负债（占 15.42%）、其他流动负债（占 5.49%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 82.46 亿元，较上年底下降 18.63%。

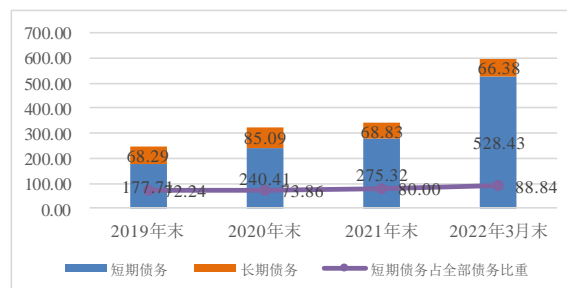
随着公司业务规模的扩大，公司应付票据和应付账款快速增长。截至 2021 年底，公司应付票据 151.59 亿元，较上年底增长 31.12%；应付账款 140.86 亿元，较上年底增长 13.38%，主要为应付货款 129.44 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动负债 81.02 亿元，较上年底下降 14.11%，主要由长期借款（占 35.27%）、应付债券（占 36.97%）、长期应付职工薪酬（占 7.29%）、其他非流动负债（占 10.32%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 28.57 亿元，较上年底下降 45.84%。截至 2021 年底，公司应付债券 29.95 亿元，较上年底增长 50.17%。截至 2021 年底，公司其他非流动负债 8.36 亿元，较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司全部债务 344.15 亿元，较上年底增长 5.73%。债务结构方面，短期债务占 80.00%，长期债务占 20.00%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.31%、52.35% 和 18.01%；若将公司权益中的其他权益工具纳入长期债务及负债核算，上述三项指标分别为 71.80%、58.89% 和 29.26%。

图 6 公司债务规模及债务负担指标 (单位: 亿元)



注: 比重数据为百分数

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 926.72

亿元，较上年底增长 43.67%，主要受业务规模扩张、备货需求季节性增加和疫情对下游需求的暂时性影响，致使短期融资规模增加。其中，流动负债占 91.58%。

截至2022年3月底，公司全部债务594.82亿元，较上年底增长72.84%。债务结构方面，短期债务占88.84%，长期债务占11.16%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.99%、64.61%和16.93%，较上年底分别提高6.68个百分点、提高12.26个百分点和下降1.09个百分点。如将权益中的其他权益工具调入长期债务，上述三项指标分别为77.42%、69.28%和27.89%。

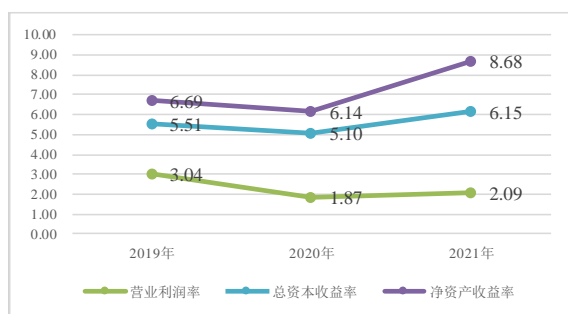
公司债务结构以短期为主，但符合供应链服务行业以流动资产为主的资产结构与高周转的业务特征，公司经营效率较高，且直接间接融资渠道畅通，对债务偿还能力形成有效支撑。

4. 盈利能力

跟踪期内，随着供应链业务的快速拓展，公司经营业绩持续提升，期间费用管控能力良好，收入及利润规模保持增长。因大宗商品市场波动，资产减值损失和投资收益等非经常性损益对利润有一定影响。

随着供应链业务的拓展，公司营业收入规模持续增长。2021年，公司实现营业总收入4625.16亿元，同比增长28.40%；营业成本4524.04亿元，同比增长28.09%；营业利润率为2.09%，同比提高0.22个百分点。

图 7 公司主要盈利能力指标



注：比率数据为百分数
资料来源：联合资信整理

2021年，公司期间费用为48.50亿元，同比增长20.94%。其中，销售费用为20.73亿元，同比增长29.63%；管理费用为12.06亿元，同比增长37.32%，主要系股权激励费用分期摊销、新增境内外平台公司、人力资源储备增加，以及公司业绩增长，计提绩效薪酬同比增加所致；财务费用为15.41亿元，同比变化不大。2021年，公司期间费用率为1.05%，同比略有下降。

非经常性损益方面，2021年，公司发生资产减值损失及信用减值损失分别为5.25亿元和0.77亿元，资产减值损失增长主要系存货跌价损失增加所致。公司投资收益为-6.29亿元，损失规模同比扩大，主要系公司为配套主营业务现货经营，运用期货工具和外汇合约对冲大宗商品价格及汇率波动风险，包括处置交易性金融资产产生的投资亏损9.64亿元、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产终止确认投资亏损1.60亿元、处置长期股权投资产生的投资收益2.15亿元和套期工具产生套期无效部分取得的投资收益1.85亿元等。

2021年，公司其他收益2.48亿元，主要为各类政府补贴；营业外收入1.66亿元，主要包含赔偿金、违约金收入以及政府补助；营业外支出0.96亿元，主要为违约金、赔偿金等。

从盈利指标看，2021年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为6.15%和8.68%，同比分别提高1.05个百分点和2.54个百分点。2021年，公司利润总额39.97亿元，同比增长79.31%。

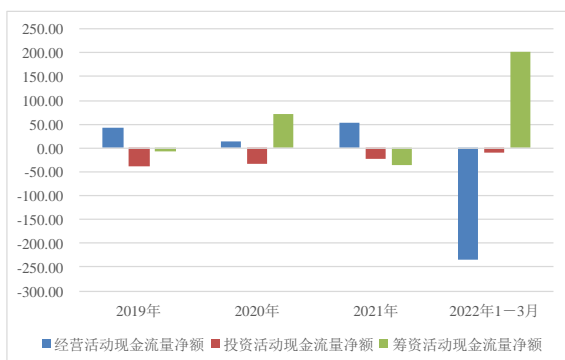
2022年1-3月，公司实现营业总收入1138.64亿元，同比增长27.38%；营业成本1107.87亿元，同比增长27.42%。非经常性损益方面，公司发生资产减值损失和信用减值损失共3.90亿元，主要系根据市场价格波动计提存货跌价准备所致。同期，营业利润率为2.60%，同比变化不大。2022年1-3月，公司实现利润总额8.96亿元，同比增长34.39%，主要受益于经营性利润的增长。

5. 现金流及保障

供应链业务作为资金密集型行业，对流动资金需求高，经营活动现金流易受上下游回款周期影响，季度性波动明显。2021年，公司经营活动产生的现金净流入规模同比扩大，2022年一季度转为净流出，收入实现质量良好，投资活动持续净流出，筹资活动前现金流波动较大。考虑到公司将持续开展供应链业务，对外融资需求将持续存在。

经营活动方面，随着经营规模的扩张，2021年，公司经营活动现金流入量为5183.50亿元，同比增长28.79%；经营活动现金流出量为5129.30亿元，同比增长27.85%。2021年，公司经营活动现金净流入54.20亿元，同比增长323.60%。2021年，公司现金收入比为111.07%，同比提高0.37个百分点，收入实现质量良好。

图8 近年来公司现金流量净额情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信整理

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入78.42亿元，同比增长51.65%，主要为收回投资收到的现金；投资活动现金流出100.62亿元，同比增长16.91%，主要为投资支付的现金92.15亿元。2021年，公司投资活动现金净流出22.20亿元，同比下降35.38%。

筹资活动方面，2021年，公司筹资活动现金流入1193.59亿元，同比增长3.18%，主要为取得借款收到的现金1116.68亿元和吸收投资收到的现金76.10亿元；筹资活动现金流出1228.36亿元，同比增长13.21%，主要为偿还债务支付现金1160.56亿元。2021年，公司筹资活动现金净流出34.77亿元。

2022年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-235.00亿元，主要是由于供应链业务规模扩张，采购备货付现增加所致；当期投资活动产生的现金流量净额为-9.25亿元；筹资活动产生的现金流量净额为202.92亿元。

6. 偿债指标

公司现金类资产对短期债务保障能力偏弱，长期偿债指标表现良好。考虑到公司经营效率较高，可用授信余额较大，且获股东在融资担保、业务协同等方面的支持力度强，均可作为偿债能力提供支撑。

从短期偿债能力看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的136.54%和94.96%分别提高至138.28%和98.93%；经营现金流负债比率为9.61%，同比提高7.12个百分点；现金短期债务比由上年底的0.71倍下降至0.67倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。2022年3月底，受供应链业务规模扩张带来的营运资金占用增加、债务规模上升影响，公司短期偿债指标有所弱化。考虑到公司经营效率较高，直接和间接融资渠道畅通，对短期偿债能力形成良好支撑。

从长期偿债能力看，2021年，公司EBITDA为61.32亿元，同比增长42.46%；EBITDA利息倍数由上年的3.01倍提高至4.48倍；公司全部债务/EBITDA由上年的7.56倍下降至5.61倍。

表15 近年来公司偿债能力指标情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	134.69	136.54	138.28	125.85
速动比率(%)	81.19	94.96	98.93	71.91
经营现金流负债比(%)	11.37	2.49	9.61	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.71	0.67	0.24
长期偿债能力指标				
EBITDA(亿元)	36.83	43.05	61.32	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.19	3.01	4.48	--

全部债务/EBITDA(倍)	6.68	7.56	5.61	--
----------------	------	------	------	----

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2022 年 3 月底，公司（含子公司）未决诉讼或仲裁共计 72 项（含已判决或和解、但尚未执行完毕的案件），主要系业务合同纠纷。其中，公司（含子公司）作为起诉（申请方）的诉讼或仲裁共计 67 项，涉及应收款项和其他应收款项金额共计 43681.03 万元；公司作为应诉方（被申请方）的诉讼或仲裁共计 5 项，涉及应收款项和其他应收款项金额为 27.37 万元。截至 2022 年 3 月底，公司对上述案件涉案资产已累计计提坏账准备 32167.91 万元，减值准备计提较充足。公司从事大宗商品贸易及仓储服务，存在较多的未决诉讼、仲裁，均系日常经营正常产生，预计不会对公司财务状况、业务经营产生重大不利影响。

截至 2021 年底，公司共获得银行授信 1058.38 亿元，其中已使用额度 504.77 亿元，未使用额度 553.61 亿元，间接融资渠道畅通；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司有息债务规模可控，利润总额主要源于投资收益。

截至 2021 年底，母公司资产总额 224.61 亿元，较上年底增长 31.93%。其中，流动资产 96.43 亿元(占比 42.93%)，非流动资产 128.18 亿元(占比 57.07%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 5.23%）和其他应收款（占 85.06%）构成；非流动资产主要为长期股权投资（占 98.24%）。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 134.20 亿元，较上年底增长 8.25%，其中，实收资本为 21.57 亿元（占 16.08%）、资本公积合计 54.37 亿元（占 40.52%）。

截至 2021 年底，母公司负债总额 90.41 亿

元。其中，流动负债 54.43 亿元（占 60.20%），非流动负债 35.98 亿元（占 39.80%）。截至 2021 年底，母公司全部债务 43.94 亿元，短期债务占 31.85%、长期债务占 68.15%。债务指标方面，截至 2021 年底，母公司资产负债率为 40.25%，较 2020 年底提高 13.07 个百分点；全部债务资本化比率 24.67%。

2021 年，母公司营业收入为 2.20 亿元，利润总额为 14.87 亿元。同期，母公司投资收益为 15.21 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为-4.87 亿元，投资活动现金流净额-27.95 亿元，筹资活动现金流净额 34.05 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 306.25 亿元，所有者权益为 133.43 亿元，负债总额 172.82 亿元；母公司资产负债率 56.43%；全部债务 110.68 亿元，全部债务资本化比率 45.34%。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 1.09 亿元，利润总额-0.40 亿元，投资收益 0.27 亿元。2022 年 1—3 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为-0.28 亿元、-76.61 亿元、77.22 亿元。

十一、债券偿还能力分析

1. 普通优先债券

截至本报告出具日，公司存续期普通优先债券包括“20 象屿 01”“20 象屿 02”和“21 象屿 01”等，合计金额 75 亿元。

2. 永续债

截至本报告出具日，公司存续永续债包括“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 Y5”和“21 象屿 Y1”及永续期信托贷款，余额合计 33 亿元。2021 年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的 50.90 倍，调整后长期债务为 EBITDA 的 1.66 倍。

表19 公司存续永续债券偿还能力指标
(单位: 亿元、倍)

项目	2021年
长期债务*(亿元)	101.83
经营现金流入/长期债务(倍)	50.90
经营现金/长期债务(倍)	0.53
长期债务/EBITDA	1.66

注: 1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额; 2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2021 年度数据; 3. “17 象屿股份 MTN001”已于 2022 年 4 月兑付

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

十二、担保方情况

“19 象屿股份 MTN001”由象屿集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

象屿集团是公司控股股东。象屿集团是厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团,是厦门市大型国有贸易集团之一,是福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头企业,厦门现代物流园区、厦门大嶝对台小额商品交易市场的开发运营服务商。

经过多年的发展,象屿集团已形成物流供应链服务、房地产及其他业务(类金融、制造业等)三大业务板块。其中,物流供应链业务主要由大宗商品经营服务及物流服务(含农产品物流服务)和铁路物流服务构成,在金属矿产、能源化工、农产品等三大类产品上形成了较强的供应链服务能力。土地开发及房地产板块运营主体为子公司象屿地产集团有限公司,房地产项目定位于刚性需求客户,主要集中于长三角(上海、昆山)地区,同时拓展到重庆、天津、福建南平及福州等区域。类金融业务(运营主体为厦门象屿金象控股集团有限公司)主要围绕实体经济、消费服务业、国家战略性新兴产业、集团产业及上下游客户,聚焦发展产业金融、消费金融和资产管理三大核心业务。此外,象屿集团在黑龙江产区开展粮食收储和粮食贸易业务,并以子公司黑龙江金象生化有限责任公司(以下简称“金象生化”)积极布局玉米深加工板块;通过下属 PT Obsidian Stainless Steel (以

下简称“OSS 公司”)布局印尼镍钴冶炼工厂项目,未来产能充分释放后有望成为新的利润增长点。

截至 2021 年底,象屿集团(合并)资产总额 2098.40 亿元,所有者权益 628.53 亿元(含少数股东权益 439.97 亿元);2021 年,象屿集团实现营业总收入 4843.83 亿元,利润总额 71.60 亿元。

经联合资信评定,象屿集团主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

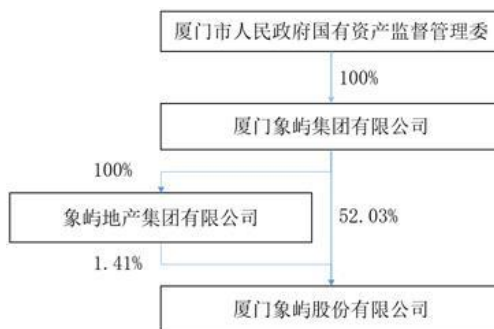
“19 象屿股份 MTN001”发行金额为 5.00 亿元。截至 2021 年底,象屿集团净资产为 628.53 亿元,为“19 象屿股份 MTN001”待偿金额的 125.71 倍。2021 年,象屿集团经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 5711.94 亿元和 28.66 亿元,分别为“19 象屿股份 MTN001”待偿金额的 1142.39 倍和 5.73 倍,对“19 象屿股份 MTN001”待偿金额的保障能力很强。但象屿股份为象屿集团下属核心业务运营主体之一,象屿集团担保实力与公司的正常持续经营关联度高,一定程度弱化了担保的有效性。

总体看,象屿集团为“19 象屿股份 MTN001”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,进一步提高了“19 象屿股份 MTN001”本息偿付的安全性。

十三、结论

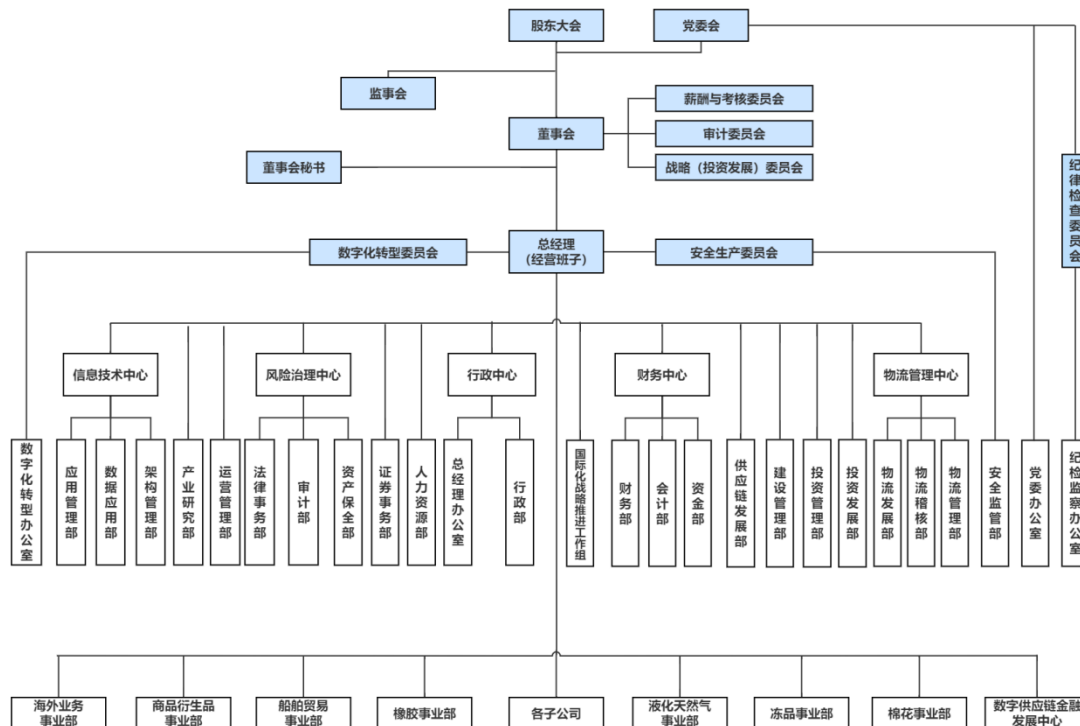
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA,维持“19 象屿股份 MTN001”“20 象屿 01”“20 象屿 02”“20 象屿 Y5”“21 象屿 02”和“21 象屿 Y1”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司下属一级子公司

序号	公司名称	持股比例 (%)	业务性质	注册资本 (万元)
1	厦门象屿物流集团有限责任公司	81.26	大宗商品采购供应及综合物流	504553.29
2	黑龙江象屿农业物产有限公司	63.16	农产品供应链	212500.00
3	象道物流集团有限公司	60.00	铁路运输及综合物流	180000.00
4	福建省平行进口汽车交易中心有限公司	51.00	供应链、仓储	10000.00
5	象屿宏大供应链有限责任公司	51.00	大宗商品采购与供应	30000.00
6	厦门象源供应链有限责任公司	100.00	大宗商品采购与供应	50000.00
7	南通象屿海洋装备有限责任公司	36.00	船舶建造	20000.00
8	厦门东南智慧物流港有限公司	50.00	综合物流、仓储	100000.00
9	象屿(美国)有限公司(Xiangyu USA Inc.)	100.00	大宗商品采购与供应	1000 万美元
10	象晖能源(厦门)有限公司	51.00	大宗商品采购与供应	200000.00
11	厦门象屿智慧物流港有限公司	100.00	综合物流	100000.00
12	厦门象屿智慧科技有限责任公司	100.00	信息系统开发和服务	5000.00
13	海南象屿国际商务有限责任公司	100.00	大宗商品采购与供应	20000.00

注：1、象道物流集团有限公司曾用名厦门象道物流有限公司，于 2020 年 8 月 14 日更为现名，2020 年 12 月 17 日增加注册资本金至 180000.00 万元；2、厦门象屿供应链有限责任公司 2021 年 7 月 28 日更名为厦门象源供应链有限责任公司，注册资本追加至 50000.00 万元；3、南通象屿海洋装备有限责任公司（以下简称“象屿海装”）设立于 2016 年 12 月 27 日，公司直接持股比例为 36%，公司在其董事会的表决权超过半数以上，且直接对象屿海装实质性控制，因此将该企业纳入合并范围。4、公司对厦门东南智慧物流港有限公司（以下简称“东南智慧”）持股比例为 50%，公司在其董事会的表决权超过半数以上，且直接对东南智慧实质性控制，因此将该企业纳入合并范围。

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	96.47	171.43	184.70	125.81
资产总额(亿元)	657.32	873.65	958.34	1252.55
所有者权益(亿元)	217.96	265.09	313.30	325.84
短期债务(亿元)	177.71	240.41	275.32	528.43
长期债务(亿元)	68.29	85.09	68.83	66.38
全部债务(亿元)	246.00	325.50	344.15	594.82
营业收入(亿元)	2724.12	3602.15	4625.16	1138.64
利润总额(亿元)	19.36	22.29	39.97	8.96
EBITDA(亿元)	36.83	43.05	61.32	--
经营性净现金流(亿元)	41.40	12.80	54.20	-235.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	50.68	38.71	33.53	--
存货周转次数(次)	15.11	17.29	20.76	--
总资产周转次数(次)	4.52	4.71	5.05	--
现金收入比(%)	109.81	110.70	111.07	111.36
营业利润率(%)	3.04	1.87	2.09	2.60
总资本收益率(%)	5.51	5.10	6.15	--
净资产收益率(%)	6.69	6.14	8.68	--
长期债务资本化比率(%)	23.86	24.30	18.01	16.93
全部债务资本化比率(%)	53.02	55.11	52.35	64.61
资产负债率(%)	66.84	69.66	67.31	73.99
流动比率(%)	134.69	136.54	138.28	125.85
速动比率(%)	81.19	94.96	98.93	71.91
经营现金流动负债比(%)	11.37	2.49	9.61	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.71	0.67	0.24
EBITDA 利息倍数(倍)	3.19	3.01	4.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.68	7.56	5.61	--

注：1、2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2、2019-2022 年 3 月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 30.00 亿元、40.00 亿元、43.00 亿元和 43.00 亿元；3、其他应付款、其他流动负债、租赁负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.89	1.40	6.03	6.51
资产总额(亿元)	139.66	170.25	224.61	306.25
所有者权益(亿元)	113.81	123.97	134.20	133.43
短期债务(亿元)	2.65	10.67	13.99	80.73
长期债务(亿元)	14.55	19.94	29.95	29.96
全部债务(亿元)	17.20	30.61	43.94	110.68
营业收入(亿元)	0.39	1.07	2.20	1.09
利润总额(亿元)	11.14	8.47	14.87	-0.40
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-1.88	3.51	-4.87	-0.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	/	/	/	/
存货周转次数(次)	/	/	/	/
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.01	/
现金收入比(%)	210.77	0.84	86.01	110.42
营业利润率(%)	95.12	44.78	23.14	9.74
总资本收益率(%)	/	/	/	/
净资产收益率(%)	9.89	6.75	11.12	/
长期债务资本化比率(%)	11.34	13.86	18.24	18.34
全部债务资本化比率(%)	13.13	19.80	24.67	45.34
资产负债率(%)	18.51	27.18	40.25	56.43
流动比率(%)	334.05	273.47	177.17	135.89
速动比率(%)	334.05	273.47	177.17	135.89
经营现金流流动负债比(%)	-18.34	14.92	-8.95	/
现金短期债务比(倍)	1.84	0.13	0.43	0.08
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/

注：1、2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2、2019-2022 年 3 月底所有者权益中包含的其他权益工具金额分别为 30.00 亿元、40.00 亿元、43.00 亿元和 43.00 亿元；3、其他流动负债中的有息债务已调入短期债务及相关债务指标

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 4 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持