

厦门象屿集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

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 6 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评级对象构成委托关系外，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。

■ 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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1349 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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 象屿 Y2”、“20 象屿 Y2”、“20 象屿 Y4”、“20 象屿 G1”、“20 象屿 G2”、“21 象屿 G1”、“22 象屿 G1”和“22 象屿 G2”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

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“象屿集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 象屿 Y2”、“20 象屿 Y2”、“20 象屿 Y4”、“20 象屿 G1”、“20 象屿 G2”、“21 象屿 G1”、“22 象屿 G1”和“22 象屿 G2”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了 2021 年以来公司收入及利润规模快速增长、综合物流服务体系逐渐完善以及融资渠道多元化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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,393.67	1,700.25	2,098.40	2,581.86
所有者权益合计（亿元）	435.55	475.78	628.53	670.08
总负债（亿元）	958.12	1,224.48	1,469.87	1,911.78
总债务（亿元）	573.10	809.55	972.28	1,372.16
营业总收入（亿元）	2,841.82	3,748.35	4,843.83	1,181.37
净利润（亿元）	25.91	30.73	58.08	12.68
EBIT（亿元）	54.62	66.24	103.83	22.18
EBITDA（亿元）	64.55	79.72	122.69	--
经营活动净现金流（亿元）	33.52	32.95	28.66	-288.02
营业毛利率(%)	4.40	2.83	3.34	3.75
总资产收益率(%)	4.28	4.28	5.47	3.79*
资产负债率(%)	68.75	72.02	70.05	74.05
总资本化比率(%)	56.82	62.98	60.74	67.19
总债务/EBITDA(X)	8.88	10.15	7.92	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.40	2.50	3.28	--
象屿集团（母公司）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	290.96	375.30	418.31	534.00
所有者权益合计（亿元）	136.07	134.19	87.46	92.59
总负债（亿元）	154.89	241.10	330.86	441.41
总债务（亿元）	143.54	227.97	317.76	552.20
营业总收入（亿元）	0.30	0.76	0.22	0.06
净利润（亿元）	0.76	7.68	2.50	-0.83
经营活动净现金流（亿元）	-0.36	-8.28	3.59	-2.81
资产负债率(%)	53.23	64.24	79.09	82.66
总资本化比率(%)	51.34	62.95	78.42	85.64

注：中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；带*数据已年化处理。

正 面

■ **公司收入及利润规模快速增长。**公司持续开拓业务范围及渠道，2021 年以来，金属矿产、能源化工及农产品业务规模推升公司大宗商品经营服务业务规模增长，规模优势显著；同时，受益于印尼镍钴冶炼工厂建设完工，2021 年贡献净利润约 20 亿元，推动公司利润规模快速增长。

■ **综合物流服务体系逐渐完善。**公司拥有丰富的物流资源，目前已形成综合物流、农产品物流和铁路物流三大物流服务体系，综合物流服务能力和资源整合能力很强，日益完善的物流网络

同行业比较

2021 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）
厦门建发	冶金原材料（59.85%）、农林产品（25.79%）	6,588.39	73.60	7,195.76	136.80
国贸控股	黑色及有色（67.75%）、能源化工（17.96%）	2,459.07	69.77	6,049.85	55.59
象屿集团	金属矿产（65.23%）、能源化工（24.28%）	2,098.40	70.05	4,843.83	58.08

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

资料来源：中诚信国际整理

对贸易业务发展提供了重要的支撑作用。

■ **融资渠道多元化。**公司拥有良好的银企关系，截至 2022 年 3 月末，公司获得国内多家银行授信额度为 1,970.31 亿元，未使用余额 738.71 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及管控情况保持关注。

■ **债务水平上升较快，本部财务杠杆水平偏高。**公司业务规模的不断扩大带来较大的资金需求，债务规模快速增加。同时 2021 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 2022 年 3 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 8.99 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。

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。**大宗商品超预期波动及房地产政策调控等因素大幅侵蚀经营性业务利润；债权等资产质量明显恶化；未来出现重大贸易风险事件；债务规模增速过快；流动性压力大幅上升等。

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	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 象屿 Y2	AAA	AAA	2021/06/29	11.30	11.30	2019/08/19~2022/08/19 (3+N)	有条件赎回、票面利率选择权、利息递延、发行人续期选择权
20 象屿 Y2	AAA	AAA	2021/06/29	11.00	11.00	2020/02/24~2023/02/24 (3+N)	有条件赎回、票面利率选择权、利息递延、发行人续期选择权
20 象屿 Y4	AAA	AAA	2021/06/29	5.40	5.40	2020/09/14~2023/09/14 (3+N)	有条件赎回、票面利率选择权、利息递延、发行人续期选择权
20 象屿 G1	AAA	AAA	2021/06/29	16.00	16.00	2020/03/12~2025/03/12 (3+2)	赎回、票面利率选择权、回售
20 象屿 G2	AAA	AAA	2021/06/29	6.00	6.00	2020/03/12~2027/03/12 (5+2)	赎回、票面利率选择权、回售
21 象屿 G1	AAA	AAA	2021/06/29	5.00	5.00	2021/04/12~2024/04/12 (2+1)	赎回、票面利率选择权、回售
22 象屿 G1	AAA	AAA	2022/01/27	10.00	10.00	2022/02/24~2025/02/24 (2+1)	赎回、票面利率选择权、回售、偿债保障承诺
22 象屿 G2	AAA	AAA	2022/01/27	8.50	8.50	2022/02/24~2027/02/24 (3+2)	赎回、票面利率选择权、回售、偿债保障承诺

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

截至 2022 年 3 月末，“19 象屿 Y2”、“20 象屿 Y2”、“20 象屿 Y4”、“20 象屿 G1”、“20 象屿 G2”、“21 象屿 G1”、“22 象屿 G1”和“22 象屿 G2”的募集资金均已使用完毕，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：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、

精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

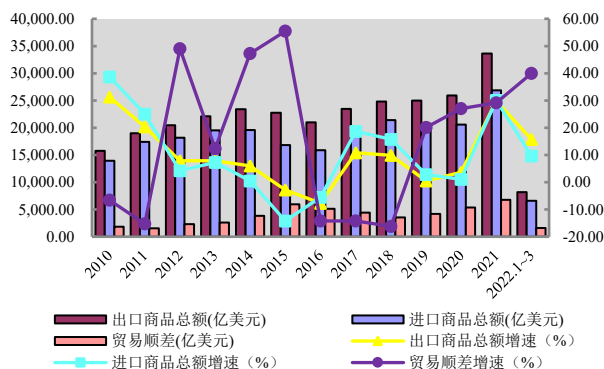
中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年，中国货物进出口贸易规模再上新台阶，首次突破 6 万亿美元关口；大宗商品价格单边上升并高位运行的市场态势，对我国流通企业的风控能力形成一定挑战

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；出口持续超预期增长成为我国经济增长的重要支撑。2021 年，我国进出口总额实现 6.05 万亿美元，同比增长 30.0%，比 2019 年同期增长 32.2%，系首次突破 6 万亿美元关口；其中，货物出口总值 3.36 万亿美元，同比增长 29.9%；货物进口总值 2.69 万亿美元，同比增长 30.1%；贸易顺差 6,764.30 亿美元，同比增长 29.1%。2022 年 1~3 月，我国进出口贸易金额创历史新高，当期进出口总值 1.48 万亿美元，较上年同期增长 13.0%；其中，出口 8,209.2 亿美元，同比增长 15.8%；进口 6,579.8 亿美元，较上年同期增长 9.6%。

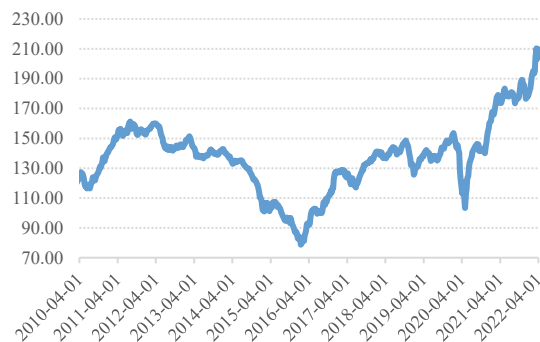
图 1：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



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。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，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至历史高点；2021 年以来，新冠疫情“长尾效应”、“双碳”等环保及产业政策对化石能源及高耗能产业的约束可能会长期存在、北美飓风和山西暴雨等极端天气对大宗商品供应造成较大影响以及 OPEC+ 原油增产计划和俄乌冲突等地缘政治风险亦对大宗商品带来较大不确定性，上述因素综合作用下大宗商品价格继续高位运行。但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，2021年，外贸环境仍然复杂，但年我国货物出口超预期高增长，是支撑经济增长的重要因素。内贸方面，在新冠疫情“长尾效应”、环保及产业政策、天气影响及地缘政治风险等因素的综合影响下，2021年以来中国大宗商品价格保持高位运行态势，对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

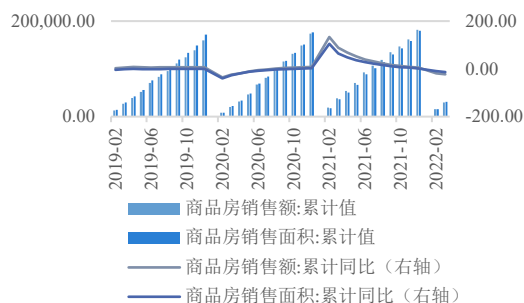
随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

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“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落13.8%和22.7%。与此同时，2021年下半年国房景气指数持续回落态势，2022年一季度则保持100以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管2021年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图3：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

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米¹，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

跟踪期内公司产权结构与管理体系统无重大变化；需持续关注象屿股份非公开发行股票进展

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化，截至2022年3月末，公司实收资本为17.76亿元，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”）为公司控股股东和实际控制人，持股比例100.00%。目前，公司拥有全资及控股子公司及参股公司531家，其中全资子公司184家，控股子

¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

公司 249 家，参股公司 98 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%。公司经营范围仍包括供应链服务、城市开发运营、金融服务及港口航运等。

2022 年 5 月 17 日，象屿股份发布《厦门象屿股份有限公司非公开发行 A 股股票预案》的公告称，拟向招商局集团有限公司、山东省港口集团有限公司及象屿集团非公开发行 A 股股票，按照发行价格 7.03 元/股计算，本次非公开发行股票的数量合计不超过 536,809,815 股，募集资金将用于补充流动资金及偿还债务，其中象屿集团拟认购资金为人民币 15.00 亿元。中诚信国际将对象屿股份非公开发行事项进展保持关注。

跟踪期内，公司存在高级管理人员变动事项。2022 年 3 月 17 日，公司发布《总经理发生变动的公告》称，原总经理陈方因年龄原因，不再任公司总经理，任命邓启东为公司新任总经理。中诚信国际认为，本次人事变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力不产生重大影响。

跟踪期内，公司业务控制及财务管理体系无重大变化。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，公司投资管理部履行监督管理职责。公司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。

公司供应链业务具有很强的规模优势，2021 年以来，公司各品类大宗商品经营服务业务收入同比均显著增长

公司供应链全产业链业务主要包括大宗商品

经营服务、综合物流服务及供应链延伸制造业业务，其中大宗商品经营与物流服务的主要运营主体为上市子公司象屿股份，是公司收入的主要来源。此外，公司将延伸制造业划入供应链全产业链业务，主要包括印尼镍钴冶炼和玉米深加工等制造业。

公司贸易模式以自营为主，大宗商品经营服务分为国内业务和进出口业务，以国内业务为主，2021 年以来国内业务占比保持在 80%左右，业务区域主要集中在华东地区、华南地区和华北地区。

表 1：近年来大宗商品经营服务业务分品种收入情况
(单位：亿元)

品种	2019	2020	2021	2022.1~3
能源化工	676.25	760.46	1,089.87	290.57
金属矿产	1,699.85	2,325.08	2,927.89	713.96
农产品	233.07	397.38	439.88	77.17
其他	29.38	19.99	30.93	21.07
合计	2,638.55	3,502.91	4,488.57	1,102.77

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；2021 年以来，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，业务收入保持较快增长；2022 年 1~3 月，随着公司业务量增加并伴随大宗商品价格上升，公司大宗商品经营服务业务同比增长 27.02%。金属板块方面，2021 年，公司在钢铁、铝等产业链复制推广“全程供应链管理服务模式”，项目数量增至 12 个，实现经营规模超 1,000 亿元，黑色金属、铝、不锈钢经营货量分别为 5,425 万吨、2,122 万吨、1,492 万吨；全国专用车钢材供应基地已全线投产，成为各大钢厂销售基地；同时公司维持铝供应链的核心产品市场地位，向上游拓展国内外铝矿资源获取能力，向下游开发新客户和新产品。能源化工板块，2021 年，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 7,406 万吨；同时公司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%；新能源供应链方面，着重打通“矿石—镍、锂盐、钴产品”委托加工环节，构建非洲、印尼、南美物流网络，强化海外资源获取能力，镍、

锂、钴等产品经营规模同比大幅增长，利润贡献同比增长超 200%。农产品板块方面，公司通过粮食银行业务锁定粮源 117 万吨，同比增长 60%；公司拓展外围合作库点达 108 个，拓展长江流域、西南区域、华北区域销售市场，完成销售量超 1,200 万吨；同时布局大豆压榨业务，实现从进口大豆到豆油、豆粕加工的产业链延伸。

从运营模式来看，大宗商品经营服务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，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。

表 2：公司大宗商品经营服务业务概况

项目	销售渠道分布	销售方式
能源化工	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	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。一部分钢材采用分销或者对锁方式。
农产品	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、广州各子公司为依托，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，一部分向贸易商销售。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司大宗商品经营服务的结算方式未发生变化，与上下游的结算方式包括款到发货、银行承兑汇票等，对少量通过风险评估的客户给予一定的赊销额度。此外，为确保控制货权，公司对所采购的货物均要求储存在指定仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。从上下游的集中度来看，供应商方面，2021 年，象屿股份前五大供应商采购金额合计 951.57 亿元，合计采购金额占采购总额的比例为 20.99%，主要是全程供应链模式中的生产型企业，公司与上述企业合作年限较长，风险相对可控。下游客户方面，2021 年，象屿股份前五大下游客户销售金额合计为 402.33 亿元，合计销售收入占比为 8.70%。

中诚信国际认为，2021 年以来，公司金属矿产、能源化工、农产品等业务量均有提升，带动大宗商品经营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或对公司供应链业务风险控制及资金管理提出更高要求。

公司大宗商品物流服务能力 and 资源整合能力强，2021 年，综合物流服务能力进一步提升，物贸联动效果显著

公司大宗商品物流服务目前已形成综合物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系三大物流体系。2021 年，主要受益于综合物流服务收入的增加，物流板块收入同比增长 27.76%，物

贸联动效果显著。

表 3：公司大宗商品物流服务板块收入构成（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
综合物流服务	35.13	43.23	58.27	15.59
农产品物流服务	7.76	5.68	3.71	0.61
铁路物流服务	12.88	8.66	11.56	2.13
合计	55.77	57.57	73.55	18.33

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，截至 2022 年 3 月末，公司在厦门、福州和上海的五个港区拥有自营堆场 43.27 万平方米，在全国各地拥有自营仓库面积超 63.04 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机构，同时公司厦门、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。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 1,859 万吨，进口清关量 1,929 万吨，仓储业务量 672 万吨；受到海运运费持续走高、海外疫情反复、双控政策及公司拓展市场份额适当降低收益率的影响，当期综合物流服务毛利率同比减少 2.39 个百分点至 8.98%。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，2021 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，截至 2021 年末，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 万吨粮源，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，2021 年，公司国储粮食平均仓储量 453 万吨，同比下降 44.07%。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，运营主体为象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）。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 15 个，配套 47 条铁路专用线、逾 250 万平方米集装箱堆场和仓库、超过 2.6 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。2021 年，象道物流铁路运力利用率进一步增加，完成铁路发送量约 508 万吨，到达量约 769 万吨，实现营业收入 18.70 亿元，同比增长 45%。

中诚信国际认为，公司综合物流服务能力和资源整合能力较强，与其他供应链企业相比，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。

2021 年，印尼镍钴冶炼项目建设完工且顺利投产，对公司收入及利润贡献较大

公司供应链全产业链业务还包括镍钴冶炼、玉米深加工等延伸制造业。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²。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市场，项目总投资额 180.63 亿元，截至 2022 年 3 月末，已完成投资 179.82 亿元。2021

²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”）。

年以来，印尼镍钴冶炼项目效益逐步体现，当期印尼项目运营主体 OSS 公司生产钢坯 131 万吨，销售 128 万吨，实现销售收入约 167 亿元，全年实现净利润约 20 亿元人民币，有力支持了公司利润总额的提升。

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 85 万吨玉米深加工产能，下属的绥化公司具有 150 万吨玉米精深加工产能，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。2021 年和 2022 年 1~3 月金象生化分别实现营业收入 103.83 亿元和 25.20 亿元，实现净利润 0.26 亿元和 0.11 亿元。

2021 年，公司加快开工节奏并增加土地储备，房地产销售面积及销售金额均有所增加，需关注地产行业景气度及监管政策对公司房地产业务带来的影响

公司房地产业务由全资子公司象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）运营，所开发的房地产项目主要位于长三角、重庆、天津、海西等地，以一二线城市为主，产品立足于刚需和首改。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。

从项目运营情况来看，2021 年公司加快项目获取速度和开工节奏，新开工面积显著增长；同时由于大批量项目在 2020 年竣工，2021 年竣工面积下降。销售方面，2021 年公司房地产销售业绩主要来自苏州、上海、福州等一二线城市，签约销售面积同比增长 33.80%，同时受益于新签约项目单价较高，销售金额同比大幅增长 64.47%。从收入情况来看，2021 年房地产项目结转情况较为稳定，收入同比持平。2022 年一季度，公司继续保持较大的开工规模，但受项目排期影响，签约销售金额同比下降 67.17%，收入同比下降 34.80%。

表 4：近年来公司房地产板块主要经营指标

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
新开工面积（万平方米）	44.84	60.20	182.65	92.18
竣工面积（万平方米）	68.43	118.21	39.98	0.00
签约面积（万平方米）	49.97	45.56	60.96	8.97
签约金额（亿元）	102.87	96.50	158.71	19.62
销售均价（万元/平方米）	2.05	2.12	2.60	2.21
新增土地储备面积（万平方米）	18.23	10.00	93.85	6.24

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

截至 2022 年 3 月末，公司在建及未建的房地产项目总建筑面积 800.61 万平方米，总投资额 803.20 亿元，已完成投资 520.61 亿元，尚需投资 282.59 亿元，中诚信国际将对公司地产板块后续投资压力保持关注。

表 5：截至 2022 年 3 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	141.51	51.69	34.62
上海	7.58	15.33	13.27
福州	92.63	105.89	58.94
天津	178.30	84.34	34.80
苏州	34.52	64.85	59.85
南京	16.79	24.74	16.27
小计	471.33	346.84	217.75
并表项目			
重庆	30.19	41.81	27.36
苏州	97.99	95.16	66.48
上海	97.66	223.58	156.66
唐山	27.97	14.76	6.99
福州	30.54	33.53	16.50
宁德	14.93	9.65	5.82
绍兴	30.00	37.88	23.06
小计	329.28	456.36	302.85
合计	800.61	803.20	520.61

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

土地储备方面，公司主要采用招拍挂方式取得土地。2021 年，公司新增 17 幅土地，新增土地储备面积 93.85 万平方米，新增土地主要位于长三角地区、重庆和福建地区，成交地价合计 260.82 亿元；2022 年 1~3 月，公司以招拍挂形式获取 1 幅土地，位于厦门，成交地价为 16.3 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司未售计容土地面积达 420.14 万平方米，主要分布在天津、福州、苏州、南平、重庆和上海

等地³。

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2022年3月末，公司未竣工代建项目的代建管理收入（含税）合计为0.49亿元。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2022年3月末，公司在建的代建项目包括集美北路（集灌路---中洲路）、莲河片区造地一期围堰及吹填蔡厝地块、中洲滨海城学校二期（同安一中滨海校区高中部）等项目，合计投资总额达80.86亿元，其中未竣工项目总投资49.32亿元。

中诚信国际认为，2021年以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，但象屿地产规模相对较小，其业绩易受单个项目影响。此外，2021年以来房地产监管政策调整，商品房销售面临一定下行压力，对房地产企业的资金调配和经营能力提出更高要求，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厦门象屿金控集团有限公司（以下简称“象屿金控”）。2021年，受益于对保理和委托贷款等产业金融业务投放的增加以及消费金融的稳定增长，象屿金控实现营业收入15.02亿元，同比增长18.74%。

³天津占26.93%、福州占16.61%、苏州占14.56%、上海占12.06%，南平占7.02%、重庆占4.96%。

表6：近年来象屿金控收入构成情况（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1-3
产业金融	2.58	5.20	8.43	2.56
消费金融	1.50	2.45	3.27	1.09
资产管理	1.69	4.56	3.11	0.98
其他	0.83	0.43	0.20	0.28
合计	6.61	12.65	15.02	4.90

注：其他业务收入主要是不动产租赁和咨询服务；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

产业金融方面，公司围绕产业链上下游核心客户开展委托贷款和商业保理，客户行业主要分布在供应链物流、黑色金属和焦炭等，截至2022年3月末，委托贷款和保理业务存量余额分别为68.06亿元和22.53亿元⁴，同期末逾期金额分别为8.41亿元和1.28亿元，需持续关注业务风险管控情况。消费金融方面，公司围绕二手房及二手车开展小额贷款及融资租赁业务，2021年以来受房地产行业政策影响，小贷业务规模有所收缩，截至2022年3月末贷款余额为4.57亿元，逾期金额为0.17亿元。资产管理业务方面，受益于资产处置能力不断提升，2021年全年收购不良资产29.57亿元，同比增加86.68%；当期资产管理业务回笼资金19.24亿元，处于较高水平；由于部分业务合作模式转为长期股权投资并体现为投资收益，2021年不良资产处置收入同比有所下降。

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	2019	2020	2021	2022.3
期末委托贷款余额	38.96	45.51	63.95	68.06
其中：产业金融在贷余额	29.51	36.36	55.39	59.61
其他委托贷款在贷余额	9.45	9.15	8.56	8.45
期末委托贷款笔数（笔）	69	54	43	46
委托贷款发生逾期金额	--	0.87	--	--
期末逾期贷款	7.65	8.52	8.52	8.41
期末贷款损失准备	0.48	1.13	3.08	3.08
利息收入	1.59	2.36	4.62	1.36

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	2019	2020	2021	2022.3
当期保理业务数（笔）	131	440	540	76

⁴ 该数据为象屿金控口径，象屿金控与象屿集团内企业之间的保理业务未进行抵消。

当期保理业务金额	52.04	90.65	111.21	42.94
期末保理业务余额	27.11	34.13	16.25	22.53
其中：正向保理余额	-	16.29	5.32	13.02
反向保理余额	27.11	17.84	10.93	9.51
不良率（%）	4.74	3.76	7.90	5.70

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 2022 年 3 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 8.99 亿元，主要涉及委托贷款、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，目前案件已进入执行阶段；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 2.92 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 2022 年 3 月末，公司交易性金融资产及其他非流动金融资产中金额较大的股票资产市值合计为 10.71 亿元。

表 9：截至 2022 年 3 月末持有部分公司股票情况
(万股、亿元)

股票简称	持股股数	市场价值
东方盛虹	1,691.42	2.60
天山铝业	475.20	0.37
*ST 安通	241.13	0.08
科思科技	16.36	0.13
兴业证券	7,275.52	5.67
森麒麟	19.55	0.06
恒力石化	26.20	0.25
国都证券	3,858.21	0.59
滨海泰达物流	1,000.00	0.03
云铝股份	679.50	0.93

合计	15,283.09	10.71
----	-----------	-------

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的确立，该板块盈利能力不断增强，但中诚信国际也将持续关注委托贷款和商业保理等涉诉案件的处置进展以及类金融业务后续的风险控制情况。

财务分析

以下分析基于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 2019~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。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，将长期应付款中的有息债务和租赁负债调整至长期债务。

2021 年，供应链全产业链业务规模提升带动公司收入大幅增长，经营性业务利润亦大幅提升；资产减值损失规模扩大，对利润有一定侵蚀

供应链全产业链业务是公司的核心业务，近年来该板块收入占公司营业总收入比重均在 97% 以上。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。分业务来看，2021 年，公司优化商品结构和客户结构，聚焦附加值高的业务和产品，提高综合盈利水平，同时印尼镍钴冶炼项目效益进一步体现，当期供应链业务毛利率同比有所上升。房地产业务方面，2021 年，受当期结转项目盈利能力较低影响，当期房地产板块毛利率大幅下降。同时，类金融板块获利能力较强，为公司的盈利能力提供有力补充。2022 年 1~3 月，公司持续深化供应链综合服务模式，加之大宗商品价格上涨，公司享受到一定的价格弹性，当期营业毛利率有所上升。

表 10：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
供应链全产业链	2,764.77	3,653.30	4,743.38	1,165.37
房地产	64.58	71.33	71.38	7.42
类金融	6.61	12.65	15.02	4.90
其他	5.85	11.08	14.04	3.67
营业总收入	2,841.82	3,748.35	4,843.83	1,181.37
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
供应链全产业链	3.29	2.29	2.98	3.32
房地产	41.74	13.54	7.45	9.23
类金融	95.37	95.17	94.72	93.41
其他	12.04	4.32	6.84	7.04
营业毛利率	4.40	2.83	3.34	3.75

注：其他业务主要包括民生供应链、区域开发建设。

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司合理优化内部经营，加强期间费用控制力度，2021 年以来期间费用率处于较低水平。具体来看，2021 年，公司销售费用控制在较低水平；随着公司业务规模扩大，管理费用同比有所上升；受融资规模增长影响，2021 年以来公司财务费用有所增加。总体来看，2021 年公司期间费用规模整体上升，但由于营业收入增长较快，期间费用率进一步下降；2022 年 1~3 月，期间费用率保持稳定。

利润方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2021 年，受益于公司深化供应链综合服务、大宗商品业务量价齐增以及制造业项目效益逐步释放，公司经营性业务利润大幅增加。公司投资收益主要来自参股企业的分红、农产合作种植与合作收粮业务的收益、出售股票收益以及期货合约持有和处置收益等，2021 年有所下降主要系其他非流动金融资产的持有及处置收益大幅减少所致。公司资产减值损失主要包括存货跌价损失和贷款减值损失等，2021 年资产减值损失较上年明显增加，主要系象屿金控的贷款业务、保理业务等减值损失规模同比增加所致，资产减值充分性增加。2022 年 1~3 月，受益于供应链业务效益提升，印尼镍钴冶炼项目效益进一步体现等因素影响，公司利润总额同比增长 7.77%。由于利润总额大幅提升，

⁵ 其中库存商品 239.77 亿元，开发成本 228.83 亿元。

⁶ 截至 2021 年末，其他流动资产包括贷款业务 22.57 亿元、资产包 19.27 亿元、委托贷款 18.18 亿元、预缴及待抵扣税费 16.79 亿元、定期存款

2021 年 EBITDA 大幅增长，EBITDA 利润率随之上升。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	51.31	27.43	27.82	6.60
管理费用（含研发费用）	11.82	15.16	21.42	5.41
财务费用	19.02	32.72	34.47	8.44
期间费用合计	82.14	75.31	83.72	20.45
期间费用率(%)	2.89	2.01	1.73	1.73
经营性业务利润	29.73	32.62	76.69	23.21
投资收益	7.17	8.74	3.44	-4.45
资产减值损失	3.86	8.32	11.16	3.88
公允价值变动收益	-0.44	4.74	2.72	-1.44
利润总额	34.66	38.02	71.60	15.54
EBITDA	64.55	79.72	122.69	--
EBITDA 利润率(%)	2.27	2.13	2.53	--

注：将信用减值损失纳入资产减值损失核算，损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司供应链业务扩张及地产获取新项目带动总资产和总负债规模的上升；债务规模上升较快，合并口径及母公司财务杠杆率均偏高，需关注公司债务规模控制情况

随着供应链业务规模增长及地产持续获取新项目，2021 年以来公司总资产规模进一步增长。公司资产以流动资产为主，主要由存货、货币资金、应收及预付款项和其他流动资产等构成。具体来看，存货主要为贸易业务库存商品以及房地产项目开发成本⁵，2021 年以来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而增加；货币资金主要为银行存款，因受到疫情影响经济环境不确定性加大，公司提前储备经营所需资金，2021 年以来货币资金规模有所上升；同期，受业务规模扩大影响，公司应收及预付款项同比上升；其他流动资产⁶主要包括贷款业务、资产包、委托贷款和预缴及待抵扣税费等，2021 年因部分短期贷款业务到期而有所下降。

从资产周转率指标来看，受益于房地产项目加快销售及贸易业务快速周转，2021 年以来存货周转

3.76 亿元、应收保理款 1.84 亿元、合同取得成本 0.54 亿元、被套期项目采购商品的确定承诺 0.19 亿元及其他 0.01 亿元。

率有所上升；同期公司对应收账款严格管控，应收账款周转率维持稳定。

非流动资产方面，主要由其他非流动金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程等构成。可供出售金融资产主要为公司持有的股票投资，2021年以来，公司根据新金融工具准则，将可供出售金融资产调整至其他非流动金融资产列示。公司长期股权投资主要包括对合营及联营企业投资，2021年投资规模略有增加。2021年，固定资产增加主要系印尼镍钴冶炼工厂项目在建工程部分转固所致。此外，由于当期执行新收入准则，确认使用权资产 22.13 亿元。2022 年一季度，公司扩大大宗商品采购规模，存货大幅增长，总资产规模较上年末增长 483.46 亿元。

2021 年公司负债总额亦有所上升，其中流动负债占负债总额比重在 70%左右，主要由有息债务及应付账款构成。随着业务规模的扩大，公司向供应商的采购规模有所增加，加之公司海外项目投资规模较大、资金需求上升，带动公司有息债务和应付账款规模上升。债务结构方面，公司债务以短期为主；截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 1,372.16 亿元，短期债务为 909.40 亿元，短期债务占比为 66.27%。

公司所有者权益主要由其他权益工具和少数股东权益构成。2021 年，公司偿还部分永续债，其他权益工具同比减少 45.93%；资本公积较 2020 年末增加 12.13 亿元，主要包括厦门是国资委拨付资金 8.8 亿元和少数股东增资溢价 3.31 亿元；同期由于象屿地产合作开发项目并表较多，少数股东权益大幅增加；此外，由于公司通过市场化债转股、权益类工具收到的投资增加，公司所有者权益规模整体进一步增长。**中诚信国际关注到**，公司所有者权益中永续债占比较大，若将永续债调整至有息债务，截至 2022 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率分别为 76.19%和 69.90%，杠杆水平偏高，

中诚信国际将对公司财务杠杆控制情况保持关注。

表 12：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	125.42	194.24	257.25	265.13
存货	386.01	418.56	597.49	907.09
预付款项	85.85	113.58	170.57	225.48
其他应收款	62.55	89.96	81.17	88.53
其他流动资产	100.56	101.65	82.30	122.66
可供出售金融资产	13.75	14.30	--	--
长期股权投资	77.38	77.88	80.85	95.57
固定资产	158.96	197.58	299.62	303.21
在建工程 ⁷	118.56	115.55	54.82	67.42
总资产	1,393.67	1,700.25	2,098.40	2,581.86
应付账款	147.46	138.37	170.10	147.44
预收款项	109.83	114.82	118.45	143.02
其他应付款	67.33	94.80	135.82	161.49
总债务	573.10	809.55	972.28	1,372.16
短期债务/总债务	60.43	65.64	62.06	66.27
总负债	958.12	1,224.48	1,469.87	1,911.78
其他权益工具	116.90	111.53	60.30	55.30
少数股东权益	235.64	268.01	439.97	471.20
所有者权益	435.55	475.78	628.53	670.08
资产负债率	68.75	72.02	70.05	74.05
总资本化比率	56.82	62.98	60.74	67.19
应收账款周转率	52.41	48.05	48.30	43.45*
存货周转率	7.20	9.05	9.22	6.05*

注：存货包括“存货”及“合同资产”；预收款项包括“预收款项”及“合同负债”；带*数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司经营活动现金净流入规模减小，但投资支出较大，资金缺口通过筹资活动补足；由于债务规模大幅增长，经营活动现金流偿债指标有所弱化

2021 年，受供应链业务持续扩张和房地产业务新获取项目影响，公司经营活动净现金流保持净流入态势但流入规模有所缩减；同期，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；公司业务规模扩大，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，因此筹资活动净现金流保持较大净流入态势。2022 年 1~3 月，因供应链业务季节性特点，公司加大对供应链商品的采购，经营活动净现

屿集团大厦 3.97 亿元、东南智慧供应链产业园 3.20 亿元等。

⁷截至 2021 年末，公司在建工程主要包括印尼镍钴冶炼厂建设和配套项目 31.12 亿元、铁路专用线工程（含安阳、巩义及息烽）7.90 亿元、象

金流呈大幅净流出态势；同时公司保持较大规模融资力度，筹资活动净现金流大幅净流入。

偿债指标方面，2021 年，由于公司债务规模增长速度较快，经营活动净现金流对债务本息的保障能力均有所下降；由于当期 EBITDA 增长幅度较大，EBITDA 对债务本息的保障能力均有所上升。2022 年 1~3 月，因供应链业务具有季节性特征，经营活动现金流大幅净流出，无法对债务本息形成有效覆盖。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	33.52	32.95	28.66	-288.02
投资活动净现金流	-127.21	-100.30	-118.57	-37.10
筹资活动净现金流	59.25	139.13	123.13	351.82
经营活动净现金流/总债务	0.06	0.04	0.03	-0.84 *
经营活动净现金流/利息支出	1.25	1.03	0.77	-36.59
总债务/EBITDA	8.88	10.15	7.92	--
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.50	3.28	--

注：带“*”指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 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。2021 年，母公司实现利润总额 1.92 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。2021 年末，母公司总资产规模较上年末增长 43.01 亿元，主要系对并表子公司的投资增加所致；总负债较上年末增长 89.76 亿元，主要系长期借款增加；所有者权益较上年末减少 46.73 亿元，主要系偿还部分永续债所致。财务杠杆方面，截至 2022 年 3 月末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 82.66%和 85.64%，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、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	5.37	3.74	3.97	77.29
交易性金融资产	--	--	9.15	6.74
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	13.24	--	--
其他应收款	122.38	149.89	129.46	166.69
可供出售金融资产	7.68	44.18	--	--
长期股权投资	140.37	150.55	184.37	195.42
其他非流动金融资产	--	--	63.14	65.32
总资产	290.96	375.30	418.31	534.00
总负债	154.89	241.10	330.86	441.41
总债务	143.54	227.97	317.76	552.20
短期债务/总债务	57.47	74.34	44.19	61.37
其他权益工具	116.90	111.53	60.30	55.30
所有者权益合计	136.07	134.19	87.46	92.59
资产负债率	53.23	64.24	79.09	82.66
总资本化比率	51.34	62.95	78.42	85.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，由于母公司对子公司拆借资金规模减少，当期经营活动现金流转正；由于母公司投资收回的现金增多，当期投资活动现金流净流出规模有所减少；受母公司偿还部分永续债影响，筹资活动现金净流入规模减少。

表 15：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-0.36	-8.28	3.59	-2.81
投资活动净现金流	15.61	-59.97	-23.48	-23.16
筹资活动净现金流	-21.42	66.62	20.12	99.29
经营活动净现金流/总债务	-0.003	-0.04	0.01	-0.02 *
经营活动净现金流/利息支出	-0.05	-1.11	0.32	--

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

充足的外部授信和直接融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；对外担保及或有负债风险可控；但未决诉讼金额较大需要关注

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司未决诉讼总金额合计 21.58 亿元，占同期末净资产的 3.22%，主要系逾期未收回的贷款、委托贷款及保理款等。

截至 2022 年 3 月末，除房地产为商品房承购

人提供抵押贷款担保和担保公司的担保业务之外，公司对外担保余额为 5.24 亿元。其中子公司象屿地产集团有限公司对非并表合资公司融资担保 4.08 亿元，公司对社会公益项目的银行融资提供担保 1.15 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 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 432.48 亿元，占总资产的比例为 16.75%，其中受限货币资金 50.97 亿元，抵押的土地使用权及房屋建筑物等资产账面净值约 118.72 亿元，质押的存货、应收账款、应收票据、交易性金融资产、其他流动资产等合计 262.79 亿元。

表 16：截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	50.97	冻结款、预售监管账户、保证金、定期存单及应计利息、风险准备金
交易性金融资产	42.12	质押
存货	179.55	抵押、质押及售后回购
应收票据	0.75	质押
应收账款	2.06	质押
其他流动资产	26.24	质押
一年内到期的非流动资产	0.62	质押
长期应收款	1.39	质押
固定资产	81.49	抵押
无形资产	9.12	抵押
投资性房地产	8.40	抵押
在建工程	19.71	抵押
其他非流动资产	10.06	质押
合计	432.48	--

资料来源：公司提供

授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司从银行获得综合授信总额为 1,970.31 亿元，未使用余额 738.71 亿元。同时，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：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 13 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

厦门较好的区位优势对公司主营业务发展构成有力支撑；2021 年，厦门市国资委增资对增强公司资本实力起到一定补充作用；同时还拟将部分港口资产划转至公司，中诚信国际将对相关资产的划转进展保持关注

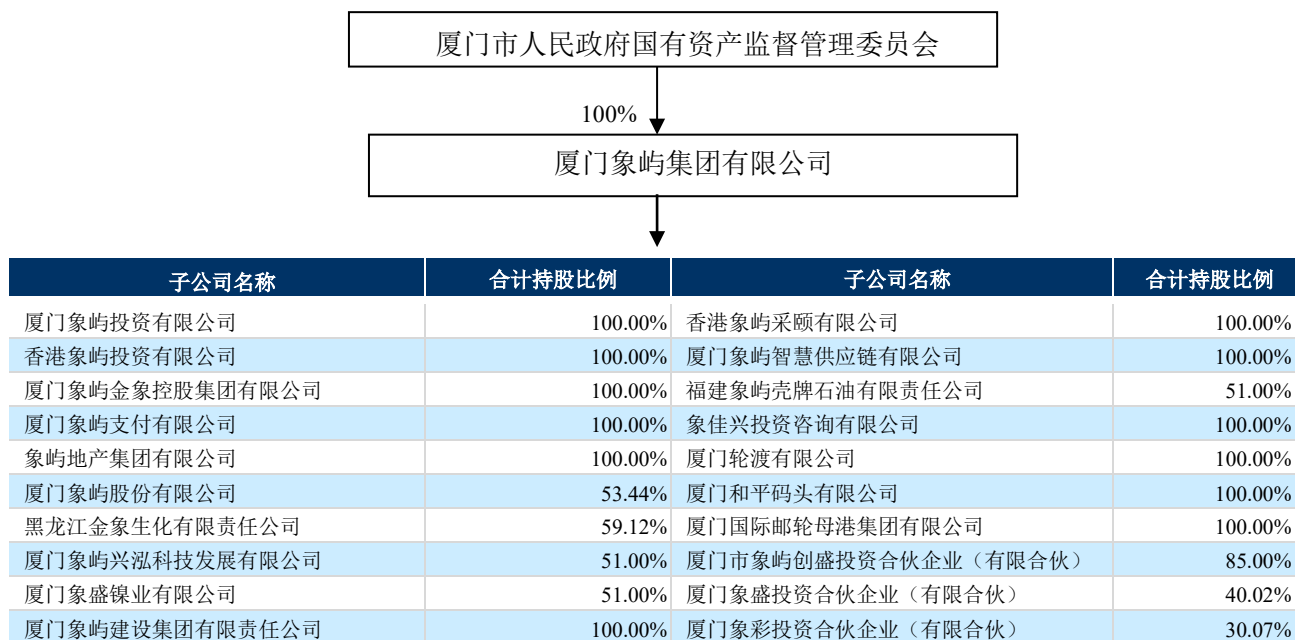
厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一。近年来，厦门市产业结构不断优化，加上固定资产投资增长较快，经济发展形势良好，且外贸竞争力位居全国前列；同时，厦门自贸片区是福建自贸试验区最大的片区，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。中诚信国际认为，厦门作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件。此外，2021 年，公司收到财政拨款 8.80 亿元，计入资本公积，并确认与政府补助相关的收益 3.34 亿元，计入其他收益，上述支持对公司资本实力及利润起到一定补充作用。

2022 年，厦门市政府增加象屿集团的港口航运建设和发展功能，将港口航运相关资产及股权划拨注入公司，进一步增厚公司资本。中诚信国际将对港口资产划转进展及新增资产对公司资本结构的影响保持关注。

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“19 象屿 Y2”、“20 象屿 Y2”、“20 象屿 Y4”、“20 象屿 G1”、“20 象屿 G2”、“21 象屿 G1”、“22 象屿 G1”和“22 象屿 G2”的债项信用等级为 **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 2022 年 3 月末）



注：1、上表仅列示部分主要子公司名单；2、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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,254,165.52	1,942,353.84	2,572,511.78	2,651,344.51
应收账款净额	603,444.21	956,667.48	1,049,258.08	1,125,967.48
其他应收款	625,539.84	899,573.91	811,741.78	885,332.94
存货净额	3,860,076.53	4,185,617.44	5,974,906.34	9,070,881.69
长期投资	911,718.13	924,148.77	1,708,748.62	1,964,807.83
固定资产	1,589,610.81	1,975,806.81	2,996,206.90	3,032,113.28
在建工程	1,185,639.05	1,155,482.85	548,189.28	674,171.77
无形资产	298,789.14	363,207.53	606,174.09	382,253.56
总资产	13,936,652.02	17,002,546.91	20,984,014.00	25,818,576.35
其他应付款	673,258.31	947,957.46	1,358,226.11	1,614,860.28
短期债务	3,463,018.47	5,313,648.14	6,033,908.05	9,093,973.86
长期债务	2,268,007.29	2,781,803.26	3,688,922.46	4,627,674.27
总债务	5,731,025.76	8,095,451.40	9,722,830.51	13,721,648.14
净债务	4,476,860.24	6,153,097.56	7,150,318.73	11,070,303.63
总负债	9,581,150.53	12,244,755.60	14,698,714.15	19,117,767.51
费用化利息支出	199,629.89	282,157.39	322,345.93	66,379.52
资本化利息支出	68,916.42	36,729.64	51,990.06	12,344.01
所有者权益合计	4,355,501.48	4,757,791.31	6,285,299.85	6,700,808.84
营业总收入	28,418,162.30	37,483,543.89	48,438,283.06	11,813,660.48
经营性业务利润	297,329.23	326,183.85	766,946.94	232,146.59
投资收益	71,715.59	87,367.62	34,396.76	-44,527.56
净利润	259,103.37	307,328.30	580,774.90	126,840.71
EBIT	546,235.08	662,397.81	1,038,301.46	221,808.90
EBITDA	645,453.21	797,221.94	1,226,941.53	--
经营活动产生现金净流量	335,229.03	329,487.41	286,589.06	-2,880,170.66
投资活动产生现金净流量	-1,272,051.59	-1,003,019.41	-1,185,721.36	-370,950.34
筹资活动产生现金净流量	592,540.95	1,391,286.83	1,231,270.97	3,518,195.94
资本支出	853,747.03	847,471.04	783,280.87	214,720.12
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	4.40	2.83	3.34	3.75
期间费用率(%)	2.89	2.01	1.73	1.73
EBITDA 利润率(%)	2.27	2.13	2.53	--
总资产收益率(%)	4.28	4.28	5.47	3.79*
净资产收益率(%)	6.52	6.74	10.52	7.81*
流动比率(X)	1.27	1.21	1.30	1.28
速动比率(X)	0.72	0.76	0.75	0.65
存货周转率(X)	7.20	9.05	9.22	6.05*
应收账款周转率(X)	52.41	48.05	48.30	43.45*
资产负债率(%)	68.75	72.02	70.05	74.05
总资本化比率(%)	56.82	62.98	60.74	67.19
短期债务/总债务(%)	60.43	65.64	62.06	66.27
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.04	0.03	-0.84*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.06	0.05	-1.27*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.25	1.03	0.77	-36.59
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.52	-1.74	-2.94	--
总债务/EBITDA(X)	8.88	10.15	7.92	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.15	0.20	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.40	2.50	3.28	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.03	2.08	2.77	2.82

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债和长期应付款科目中的有息债务调整至长期债务，将衍生金融负债和其他流动负债科目中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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	53,653.13	37,403.01	39,733.76	772,892.20
应收账款净额	36.86	46.66	15.13	16.41
其他应收款	1,223,842.51	1,498,931.95	1,294,552.84	1,666,939.84
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,480,569.55	1,947,312.64	2,475,108.35	2,607,475.51
固定资产	810.34	759.33	746.68	822.99
在建工程	1,129.76	13,719.57	39,674.29	43,726.93
无形资产	38,051.14	37,038.27	36,154.46	35,865.09
总资产	2,909,627.28	3,752,982.75	4,183,119.10	5,339,975.62
其他应付款	103,110.66	119,024.29	117,295.67	125,295.64
短期债务	824,956.80	1,694,741.84	1,404,274.01	3,388,963.91
长期债务	610,485.17	584,917.04	1,773,371.11	2,133,066.36
总债务	1,435,441.98	2,279,658.88	3,177,645.12	5,522,030.28
净债务	1,381,788.85	2,242,255.87	3,137,911.36	4,749,138.07
总负债	1,548,878.52	2,411,034.19	3,308,566.73	4,414,111.20
费用化利息支出	72,278.11	74,695.56	110,961.77	27,871.46
资本化利息支出	158.17	158.68	735.83	--
所有者权益合计	1,360,748.76	1,341,948.56	874,552.37	925,864.41
营业总收入	3,043.57	7,576.62	2,199.46	620.89
经营性业务利润	-25,044.17	-12,256.39	-71,661.86	-10,613.78
投资收益	38,888.21	77,298.04	93,661.41	9,314.02
净利润	7,642.60	76,836.65	24,992.06	-8,334.83
EBIT	79,920.91	157,290.68	130,195.15	19,536.62
EBITDA	83,134.94	160,398.72	133,270.28	--
经营活动产生现金净流量	-3,593.17	-82,753.04	35,897.97	-28,134.41
投资活动产生现金净流量	156,143.30	-599,663.62	-234,810.03	-231,623.44
筹资活动产生现金净流量	-214,197.67	666,166.54	201,242.82	992,916.28
资本支出	4,142.55	13,102.49	24,593.89	6,196.15
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	-16.66	65.77	-27.18	8.29
期间费用率(%)	798.71	226.03	3,223.28	1,711.59
EBITDA 利润率(%)	2,731.50	2,117.02	6,059.21	--
总资产收益率(%)	2.70	4.72	3.28	1.64*
净资产收益率(%)	0.60	5.69	2.26	-3.70*
流动比率(X)	1.44	0.93	1.04	1.15
速动比率(X)	1.44	0.93	1.04	1.15
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	141.32	181.42	71.19	157.49*
资产负债率(%)	53.23	64.24	79.09	82.66
总资本化比率(%)	51.34	62.95	78.42	85.64
短期债务/总债务(%)	57.47	74.34	44.19	61.37
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.003	-0.04	0.01	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.00	-0.05	0.03	-0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.05	-1.11	0.32	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-10.99	-10.33	-5.04	--
总债务/EBITDA(X)	17.27	14.21	23.84	--
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.09	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.15	2.14	1.19	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.10	2.10	1.17	--

注：1、2022 年一季报未经审计；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
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	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
	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）
偿债能力	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
	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。