

# 厦门象屿股份有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2025〕4547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，确定维持厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 象屿股份 MTN002”“24 象屿股份 MTN001”“24 象屿股份 MTN002”“25 象屿股份 MTN001”“23 象屿 Y1”“23 象屿 Y2”和“24 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：

二〇二五年六月十八日

# 声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。

# 厦门象屿股份有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门象屿股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 象屿股份 MTN002/24 象屿股份 MTN001			2025/06/18
24 象屿股份 MTN002/25 象屿股份 MTN001/	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 象屿 Y1/23 象屿 Y2/24 象屿 Y1			

### 评级观点

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）是厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）供应链业务核心经营实体，在其发展战略与业务布局上非常重要。跟踪期内，作为厦门市重要的供应链管理与服务商之一，公司在区域环境、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力等方面维持既有优势；公司治理结构和内控制度未发生较大变化。2024年，公司持续优化产品结构、业务结构及服务模式，核心产品业务量维持稳定，但市场有效需求偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素持续对业务风控形成挑战。公司对江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”）相关债权转让事项的进展和西王系相关债权回收有待关注。2024年，受益于船舶行业周期性回暖，公司船舶建造收入呈增长态势，在手订单量充裕，对公司利润形成支撑。财务方面，2024年，公司收入规模同比下降，盈利指标受收入下降和计提的信用减值损失增加影响下滑，但盈利能力仍处于很强水平；资产质量良好；2025年公司完成定向发行A股股票，资本实力得到提升；债务规模波动增长，债务负担较重；偿债指标表现良好。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

未来，随着公司供应链业务的提质增效，聚焦核心产业链、核心客户，持续提升一体化供应链服务能力，不断深化服务价值，保持量的合理增长和质的稳步提升，公司综合竞争力有望进一步巩固。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，盈利能力及偿债能力大幅弱化。

### 优势

- 跟踪期内，公司所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。**厦门市作为五大计划单列市之一，区域战略地位突出。2024年，厦门市经济实力持续增强，经济发展为公司创造了良好的外部环境。
- 跟踪期内，公司综合物流服务能力保持行业领先水平。**公司构建了以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系和成熟稳定的全球化业务渠道，并持续推进大宗商品经营与物流服务的横向协同，为核心贸易品种竞争力提升提供了有力支撑。
- 公司控股股东象屿集团综合实力强，公司在其发展战略、业务布局上非常重要，在流动性方面获得较大支持。**象屿集团为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业，公司系其供应链业务核心运营主体及其收入和利润的主要来源。2025年，公司及下属控股子公司获得象屿集团及其关联公司借款的最高额度为100.00亿元。

### 关注

- 大宗商品价格波动对供应链管理服务行业产生一定不利影响。**近年来，宏观经济增速放缓，全球经济发展存在不确定性，国际贸易摩擦仍然存在，大宗商品价格波动加大了公司供应链业务风控难度。2024年，受市场需求不足，大宗商品价格整体承压，以及资产和信用减值损失计提增加等因素影响，公司盈利指标及利润总额波动下滑。
- 跟踪期内，预付规模加大和季节性采购导致公司短期债务快速攀升，同时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。**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，峰值时的短期债务

规模大，对流动性管理要求很高。截至 2025 年 3 月底，公司存货 339.12 亿元，较上年底增长 28.32%，短期债务规模 651.09 亿元，较上年底增长 18.19%。2025 年一季度，公司经营活动现金流量净额为净流出 91.93 亿元。

- **公司债务负担较重。** 截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率为 71.84%，全部债务资本化比率为 64.94%。考虑到公司所有者权益中包括永续债等其他权益工具，公司实际债务负担较重。
- **控股股东受让公司债权，需关注债权受让款支付进度。** 2024 年 12 月 16 日，象屿集团整体受让公司对江苏德龙及其控股子公司和关联公司的债权事项已通过公司股东大会审议通过，受让价款合计金额 89.74 亿元，截至本报告出具日已支付第一期债权受让款 26.92 亿元，考虑到上述事项涉及的金额较大，联合资信将对上述事项保持关注。

## 本次评级使用的评级方法、模型、评级打分表及结果

评级方法 贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 贸易企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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	5		
		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		
指示评级				aaa		
个体调整因素：--				--		
个体信用等级				aaa		
外部支持调整因素：--				--		
评级结果				AAA		

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	208.56	240.27	196.50	212.87
资产总额（亿元）	1150.56	1297.05	1238.73	1326.58
所有者权益（亿元）	363.92	371.92	347.29	373.53
短期债务（亿元）	385.08	580.34	550.89	651.09
长期债务（亿元）	64.57	35.61	37.24	40.84
全部债务（亿元）	449.64	615.95	588.13	691.93
营业总收入（亿元）	5381.48	4590.35	3666.71	971.35
利润总额（亿元）	50.32	24.50	22.78	7.24
EBITDA（亿元）	74.42	51.49	44.80	--
经营性净现金流（亿元）	62.23	55.87	56.04	-91.93
营业利润率（%）	2.00	1.80	2.19	1.54
净资产收益率（%）	10.38	6.22	5.45	--
资产负债率（%）	68.37	71.33	71.96	71.84
全部债务资本化比率（%）	55.27	62.35	62.87	64.94
流动比率（%）	136.99	125.93	116.24	122.13
经营现金流动负债比（%）	8.77	6.35	6.63	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.41	0.36	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	2.94	3.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	11.96	13.13	--

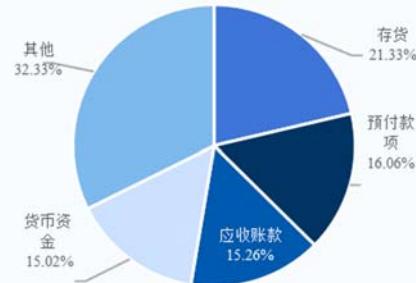
## 公司本部口径

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	234.60	220.33	363.77	363.63
所有者权益（亿元）	121.13	151.28	196.35	238.79
全部债务（亿元）	44.58	41.42	70.59	100.98
营业总收入（亿元）	38.64	19.69	5.72	0.45
利润总额（亿元）	18.74	8.88	12.28	1.44
资产负债率（%）	48.37	31.34	46.02	34.33
全部债务资本化比率（%）	26.90	21.49	26.44	29.72
流动比率（%）	115.44	153.37	114.58	160.14
经营现金流动负债比（%）	7.33	14.74	0.62	--

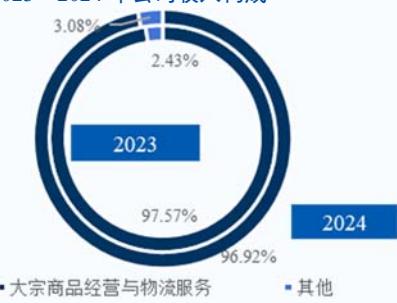
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标。

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

2024 年底公司资产构成



2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



## 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	特殊条款
25象屿股份MTN001	15.00亿元	15.00亿元	2027/03/17	延期,赎回,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24象屿股份MTN002	15.00亿元	15.00亿元	2026/04/15	延期,赎回,调整票面利率,利息递延权,持有人救济
24象屿股份MTN001	15.00亿元	15.00亿元	2026/02/28	延期,持有人救济,赎回,利息递延权,调整票面利率
23象屿股份MTN002	10.00亿元	10.00亿元	2025/09/25	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
24象屿Y1	7.00亿元	7.00亿元	2027/03/25	有条件赎回,延期,利息递延权,交叉保护,偿债保障承诺,调整票面利率
23象屿Y2	8.00亿元	8.00亿元	2026/12/22	调整票面利率,有条件赎回,延期,利息递延权,交叉保护,偿债保障承诺
23象屿Y1	15.00亿元	15.00亿元	2025/06/29	调整票面利率,有条件赎回,延期,利息递延权,偿债保障承诺

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；

资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25象屿股份MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/20	徐璨 李上 闫旭	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24象屿股份MTN002/24象屿股份MTN001/23象屿股份MTN002/24象屿Y1/23象屿Y2/23象屿Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/18	徐璨 李上 闫旭	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24象屿股份MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/04/02	刘丙江 徐璨 闫旭	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24象屿股份MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/29	刘丙江 徐璨 闫旭	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23象屿Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/08	刘丙江 徐璨	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23象屿股份MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/31	王晴 刘丙江	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23象屿Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/07	王晴 刘丙江	<a href="#">贸易企业主体信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">贸易企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：徐璨 [xucan@lhratings.com](mailto:xucan@lhratings.com)

项目组成员：李上 [lishang@lhratings.com](mailto:lishang@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.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）



## 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”）及其相关债券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，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 2025 年 3 月底，公司注册资本 28.07 亿元，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）直接持有公司 48.55% 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 1.08% 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。

公司主营业务为大宗商品经营和物流服务业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部下设信息技术中心、战略投资中心、物流管理中心和风险治理中心等（详见附件 1-2）；合并范围内子公司 214 家。截至 2024 年底，公司合并范围在职人员 7929 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1238.73 亿元，所有者权益 347.29 亿元（含少数股东权益 109.07 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 3666.71 亿元，利润总额 22.78 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1326.58 亿元，所有者权益 373.53 亿元（含少数股东权益 91.53 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 971.35 亿元，利润总额 7.24 亿元。

公司注册地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区象屿路 99 号厦门国际航运中心 E 栋 9 层 05 单元之一；法定代表人：吴捷。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信跟踪评级的存续债券见下表，余额 85.00 亿元，募集资金均已使用完毕。跟踪期内，“25 象屿股份 MTN001”未到付息日，其余债券按时付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
25 象屿股份 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/03/17	2+N 年
24 象屿股份 MTN002	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/04/15	2+N 年
24 象屿股份 MTN001	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/02/28	2+N 年
23 象屿股份 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/09/25	2+N 年
24 象屿 Y1	7.00 亿元	7.00 亿元	2024/03/25	3+N 年
23 象屿 Y2	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/12/22	3+N 年
23 象屿 Y1	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/06/29	2+N 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2025 年 3 月底，上述存续债券均为永续/可续期债券，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，上述存续债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他同类待偿还债务融资工具。
- (2) 上述存续债券如不赎回，从第 2 个（或第 3 个）计息年开始每 2 年（或每 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。从票面利率角度分析，上述存续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) 上述存续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。上述存续债券递延利息按当期票面利率累计计息。2022—2024 年，公司均派发现

金红利。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，上述存续债券具有可赎回权、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分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

## 五、行业及区域环境分析

### 1 行业分析

2024年，中国进出口贸易总额稳步增长，累计出口同比上升明显，海外需求韧性较强；受国内需求较弱叠加全球大宗商品价格下跌影响，累计进口同比增速下滑。2025年一季度，在美国政府频加关税、外部困难挑战增多的情况下，中国外贸进出口实现平稳开局。进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对欧美、日本等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；我国对原油、煤炭等能源类产品和大豆等农产品的进口依赖度仍较强。大宗商品方面，2024年，国际油价受地缘政治局势紧张、石油需求增长乏力以及美联储货币政策调整等多因素影响，呈现宽幅震荡态势；钢铁行业景气度仍处于探底阶段，钢材价格震荡下行；煤炭价格受供需格局偏宽松影响，整体呈下跌态势。汇率方面，2024年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。展望2025年，全球贸易面临的不确定性增加，4月美国对中国商品征收关税税率达到145%，5月日内瓦经贸会谈后中美双边关税水平大幅降低，中美贸易重启，但关税博弈并未结束，中美磋商仍存在较大不确定性。中国政府5月出台了一揽子政策刺激经济，在金融、地产和外贸等领域提供了精准且有效的政策支持，释放出中央层面协同发力稳预期、促增长的积极信号，内贸增速或将逐步恢复。完整版行业分析详见[《2025年贸易行业分析》](#)。

### 2 区域环境分析

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强；交通网络体系发达，对贸易企业商品流通、运输提供强保障。整体看，厦门市经济发展为公司创造了良好的外部环境。

厦门市是中国最早成立的经济特区，是以外向型经济为主导的经贸港口城市、五大计划单列市之一。2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。厦门市以港立市、因港而兴，交通网络体系发达，物流枢纽建设聚焦“国际供应链枢纽”定位，强化港口与机场、铁路、公路的多式联运，近年来持续推进海沧港区智能化改造和翔安新机场货运枢纽建设。

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2022—2024 年，厦门市分别实现地区生产总值 7802.66 亿元、8066.49 亿元和 8589.01 亿元，呈持续增长态势。2024 年，从产业结构看，第一产业增加值 26.34 亿元，下降 6.8%；第二产业增加值 3147.40 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 5415.28 亿元，增长 4.8%。三次产业结构为 0.3：36.6：63.0。

固定资产投资方面，2022—2024 年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长 10.2%、增长 0.5%和下降 5.7%。分产业看，2024 年，第一产业投资下降 83.1%；第二产业投资增长 3.9%；第三产业投资下降 8.5%。房地产开发投资比上年下降 32.0%。其中，住宅投资下降 31.5%，办公楼投资增长 12.5%，商业营业用房投资下降 25.7%。全市房地产房屋施工面积 3234.48 万平方米，下降 6.1%；房屋新开工面积 410.95 万平方米，下降 23.6%。

国内贸易方面，2022—2024 年，厦门市社会消费品零售总额持续增长，2024 年为 3329.81 亿元，比上年增长 3.0%。按消费形态分，商品零售 2962.95 亿元，增长 2.6%；餐饮收入 366.86 亿元，增长 5.6%。

对外贸易方面，2022—2024 年，厦门市分别实现外贸进出口总值 9225.59 亿元、9470.44 亿元和 9326.12 亿元，分别同比增长 7.8%、增长 4.0%和下降 1.5%，2024 年，出口 4980.11 亿元，增长 11.3%；进口 4346.01 亿元，下降 13.0%。其中，对共建“一带一路”国家进出口 4591.02 亿元，下降 6.9%；对 RCEP 国家进出口 3212.96 亿元，增长 1.8%。跨境电商进出口 357.80 亿元，增长 51.1%。全年一般贸易进出口总额 6878.34 亿元，比上年下降 2.8%，其中，出口 3394.09 亿元，增长 17.9%；进口 3484.25 亿元，下降 17.0%。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

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、智能化信息科技体系建设等方面保持突出的品牌优势和行业竞争力；本部过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司在企业竞争力、实际控制人和职能定位等方面无重大变化。

公司在大宗商品供应链领域深耕多年，荣获 2024 年度中国物流企业 50 强第二位、2023 年度全国通用仓储百强企业第二位和 2023 年度中国数字化仓储标准体系建设先进单位，并入选 2024 年度中物联首批降低全社会物流成本典型案例。

业务布局方面，公司市场网络分布广泛，在境内业务触达 34 个省级行政区，近年来核心业务区域由沿海逐步向内陆延伸，重点挖掘中西部地区现代化产业集群的供应链需求。同时，公司以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及 110 余个国家，重点链接海外采销渠道，挖掘大型中资企业海外供应链需求。公司主要贸易品种能源化工、金属矿产品和农产品等业务竞争力较为突出。2024 年，公司贸易业务规模 3547.00 亿元，权益规模 347.29 亿元，同业对比下公司规模优势较为突出，权益规模有待提升。

图表 2•2024 年供应链（贸易）业务规模同业对比（单位：亿元）

公司		浙江国贸		建发股份		广物控股	
规模	权益	规模	权益	规模	权益	规模	权益
3547.00	347.29	275.47	544.53	5089.36	2281.58	678.09	197.11

注：浙江国贸为浙江省国际贸易集团有限公司，建发股份为厦门建发股份有限公司；广物控股为广东省广物控股集团有限公司

资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

上下游渠道及资源整合方面，公司在金属矿产、农产品、能源化工、新能源等产业链均积累了一批优质的头部合作企业，与上下游客户、资金提供方、技术支持方、物流服务商等形成了紧密的合作关系，积累了丰富的产业资源、信息资源、物流资源、金融资源，具备覆盖储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力，构建了成熟稳定的货源渠道和销售网络。

物流配套资源方面，公司已构建“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系，包括贯通东西、串联南北的铁路运输网络，辐射全国的公路运输网络，立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络，覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群，以及链接海外市场的国际租船、国际班列等物流通道。面对客户，公司已形成“铝产品跨省流通”“北粮南运”“西煤东运”“北煤南运”等多条运输线路。截至 2024 年底，公司已拥有 12 个铁路货运场站、自有运输车辆约 1000 辆，国内外自有集装箱两用船舶 5 艘，自有仓储容量约 1200 万吨，69 个自有及包租管理仓库，堆场 8 个等。

智能化信息科技体系建设方面，公司依托业务数据、客户资源、应用场景，构建智能化信息科技体系。基于智慧物流系统，公司持续完善数智化服务系统，开发建设“屿链通”数字供应链服务平台，实现资金方与客户需求的有效对接。2024年，“屿链通”平台授信规模137亿元，客户年用信规模约36亿元，同比增长超过30%。

船舶制造方面，子公司南通象屿海洋装备有限公司（以下简称“象屿海装”）在散货船、不锈钢化学品船方面具备竞争优势。其中，Ultramax系列优势散货船在手订单量全球领先，1万吨以下化学品船在手订单量全球居首。象屿海装在手订单量充裕，截至2024年底在手订单合计达89艘，在手订单排产至2029年。近年来，随着船舶周期回暖以及公司推动精益生产和技术改造，公司船舶制造板块收入和利润整体呈增长趋势。

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2025年5月16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，与公司经营无关，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2025年6月17日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司在法人治理结构、主要管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

## （三）重大事项

### ①完成非公开发行A股股票，资本实力得到提升。

2025年2月，公司完成《向特定对象发行A股股票》（以下简称“定向发行”），募集资金总额32.20亿元，募集资金净额31.79亿元，其中计入股本5.74亿元，计入资本公积26.05亿元。募集资金用于补充流动资金及偿还债务，本次定向发行后有助于改善公司资本结构，提升资本实力。

本次定向发行A股股票的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12.20亿元，发行股数合计5.74亿股，招商局和山东港口承诺其所认购的本次发行的股票自本次发行结束之日起36个月内不得转让，象屿集团承诺其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。本次定向发行后，招商局、山东港口分别对公司持股6.35%，象屿集团直接持有公司48.55%，本次定向发行不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。

### ②因子公司利润未达业绩要求，公司提前回购其少数股东股权，造成集中兑付压力。

公司于2024年6月20日发布《厦门象屿股份有限公司关于受让子公司债转股投资人股权的公告》（以下简称“公告”），称控股子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）分别于2021年11月、2022年8月实施市场化债转股，引入中银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司四家投资人。因象屿农产2023年可分配利润未满足约定，现按照签署的《黑龙江象屿农业物产有限公司之增资协议》（以下简称“《增资协议》”）中有关退出安排的约定，公司以现金方式受让四家投资人所持象屿农产合计43.5258%股权，转让价款按照“投资本金未实现收益”计算所得价款，合计付款金额不高于42亿元，具体以后续协议约定为准。根据公告，本次交易后，公司将持有象屿农产100.00%股权。

根据公司分别于2021年11月和2022年8月发布的关于子公司实施市场化债转股的公告，上述四家投资人合计对象屿农产增资40.00亿元，投资期限36个月。协议约定，投资方持股期间象屿农产每年可向投资方分配利润不低于投资方投资金额\*约定分红率（6%）或象屿农产每年度（包括交割日所在当年）实现的合并报表范围的可分配利润均不低于人民币55950万元。2023年，象屿农产实现营业收入406.49亿元，净利润-9.82亿元，未达到投资者对利润分配要求。

截至2024年底，公司已完成支付象屿农产少数股东股权回购，回购金额42.00亿元。

③股东象屿集团整体受让公司对江苏德龙债权，有利于公司优化资产结构。

2024年7月29日，公司发布《厦门象屿股份有限公司关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》1，称厦门象屿控股股东象屿集团拟整体受让公司对江苏德龙镍业有限公司及其子公司(以下合称“江苏德龙”)的债权。针对上述事项，2024年11月30日，厦门象屿再次发布《厦门象屿股份有限公司关于控股股东拟整体受让公司对江苏德龙债权暨关联交易的公告》(以下简称“公告”)。公告称，本次转让标的为截至2024年7月31日公司对江苏德龙的账面债权。根据万隆(上海)资产评估有限公司出具的评估报告(万隆评报字(2024)第10430号)，以2024年7月31日为基准日，厦门象屿对江苏德龙账面债权评估值为人民币897,426.59万元。厦门象屿拟以评估值897,426.59万元转让，由具体持有江苏德龙债权的公司下属子公司分别与象屿集团下属子公司签署债权转让协议，由象屿集团下属子公司受让上述债权，并分三期向厦门象屿支付受让价款。公告称，厦门市国资委出具了《关于厦门象屿集团有限公司拟整体受让厦门象屿股份有限公司对江苏德龙及其控股子公司债权评估相关事宜的函》，认为评估报告所揭示的评估结论，仅对被评估债权对应的抵押物提供市场价值参考。截至2024年12月16日，上述事项已通过厦门象屿股东大会审议通过。截至本报告出具日，象屿集团已支付第一期债权受让款26.92亿元，待支付金额62.82亿元，计划两年内支付完成，联合资信将关注上述事项进展。

## (四) 经营方面

### 1 业务经营分析

2024年，受市场有效需求不足，大宗商品价格承压等因素影响，公司营业总收入持续下滑，同时，公司加强部分产品运营质效，综合毛利率有所提升。

公司以大宗商品经营与物流服务为主业。2024年，公司实现营业总收入3666.71亿元，同比下降20.12%，主营业务收入占营业收入的比重保持在99%以上，主营业务十分突出。

2024年，公司主营业务收入同比下降19.99%。其中，大宗商品经营与物流服务收入始终为公司最重要收入来源，收入占比96.92%。受外部环境变化带来的不利影响持续加深，市场有效需求不足，导致大宗商品价格承压，2024年公司大宗商品经营与物流服务收入同比下降20.53%。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，2024年收入持续增长，占主营业务收入比重较小。

从毛利率来看，2024年，公司主营业务毛利率有所提升，主要系大宗商品经营与物流服务中铝产品和新能源产品毛利率有所提升，同时农产品业务加强对资产周转效率管理，期现毛利<sup>1</sup>扭亏为盈等综合原因所致。

2025年1—3月，市场表现仍延续需求不足态势，公司实现主营业务收入970.37亿元，同比下降7.00%，降速收缩；毛利率为1.58%，同比减少0.19个百分点。

图表3•2023—2024年及2025年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023年			2024年			2025年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗商品经营与物流服务	4463.09	97.57%	1.53%	3547.00	96.92%	1.88%	946.43	97.53%	1.34%
其他	110.99	2.43%	12.41%	112.58	3.08%	12.66%	23.93	2.47%	11.00%
<b>合计</b>	<b>4574.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.80%</b>	<b>3659.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.21%</b>	<b>970.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.58%</b>

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

公司业务板块主要经营主体为物流集团、象屿农产和南通象屿海洋装备有限责任公司(以下简称“象屿海装”)。物流集团主要经营大宗商品采购供应及综合物流，受市场需求不足，大宗商品价格整体承压以及对西王系计提减值影响，物流集团业务收入和盈利能力下降，2024年实现收入3123.30亿元，同比下降19.42%，实现净利润7.70亿元，同比下降64.34%。象屿农产主要经营农产品供应链业务，2023年受制于集中采购、分批销售的行业采销节奏，以及玉米价格大幅波动的不利影响，象屿农产整体亏损，实现净利润-9.82亿元；2024年象屿农产实现收入220.77亿元，同比下降45.69%，加强流量经营和滚仓操作，实现净利润-2.42亿元，同比减亏明显。象屿海装主营船舶建造，2022—2024年分别实现净利润-0.69亿元、6.94亿元和5.44亿元，2023年以来象屿海装不断优化自主设计品牌系列船型，品牌效应渐显，接单量提升，并通过工艺工法创新优化实现成本领先，通过优化生产工艺流程缩短建造周期，经营质效同比大幅提升。

<sup>1</sup> 具体内容见《关于控股股东拟整体受让江苏德龙债权暨关联交易的提示性公告》(公告编号：2024-056)。

<sup>2</sup> 为配套供应链综合业务现货经营，公司运用期货工具对冲大宗商品价格波动风险，相应产生公允价值变动损益及处置损益，期现毛利为结合期货套保损益后的数据；农产品业务2023年期现毛利为-5.42亿元，2024年期现毛利为3.82亿元。

图表 4•公司重要子公司财务情况

公司名称	业务性质	持股比例	注册资本 (亿元)	2023 年/底(亿元)				2024 年/底(亿元)			
				总资产	所有者权益	营业总收入	净利润	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
物流集团	大宗商品采购 供应及综合物 流	84.81%	59.49	965.09	239.06	3876.10	21.59	978.71	208.21	3123.30	7.70
象屿农产	农产品供应链	56.47%	37.63	157.70	70.07	406.49	-9.82	165.04	68.06	220.77	-2.42
象屿海装	船舶建造	51.00%	2.41	35.29	-4.89	47.50	6.94	65.16	3.74	59.32	5.44

资料来源：公司提供

## 2 业务经营分析

跟踪期内，公司基于较为完善的综合物流服务体系、农产品物流服务体系和铁路物流服务体系，通过打通上下游渠道，不断增强核心贸易产品竞争力，可比口径下核心贸易产品业务量维持稳定。但受外界环境复杂严峻、社会预期偏弱导致大宗商品价格波动下行等因素影响，大宗商品经营及物流服务收入发生下滑。同时，需关注宏观经济放缓对产业链上下游客户经营稳定性产生影响，对公司风控能力提出更高要求。

公司大宗商品经营及物流服务业务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，上下游客户集中度低。大宗商品经营及物流服务业务已形成原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等具有厦门象屿特色的“全产业链服务模式”；在全产业链形成服务优势后，切入有赋能价值的生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。

### (1) 大宗商品经营

2024年，公司大宗商品经营业务盈利来源为服务收益和交易收益，以服务收益来源为主。

图表 5•公司大宗商品经营及物流服务业务盈利模式

盈利类型		释义
服务收益		依托平台化优势，规模化运作，为客户提供采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费。
交易收益	规模集拼收益	依托庞大的业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，赚取交易收益。
	价差收益	依托产研能力，通过分析商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 6•2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司大宗商品经营业务产品分类收入构成情况（单位：亿元）

商品类别	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月	
	经营货量 (万吨)	收入	占比	经营货量(万 吨)	收入	占比	收入	占比
能源化工	7317	868.12	19.76%	7020	800.57	23.20%	276.65	29.96%
金属矿产	13127	2715.05	61.81%	13984	2149.13	62.24%	530.24	57.42%
农产品	2035	606.53	13.81%	1390	401.97	11.64%	80.42	8.71%
新能源	37	192.44	4.38%	54	92.52	2.69%	30.98	3.36%
其他	--	10.10	0.23%	--	8.59	0.23%	5.12	0.55%
合计	22515	4392.25	100.00%	22448	3452.78	100.00%	923.41	100.00%

注：其他贸易产品包括平行进口汽车、白色家电、五金集采等；2022 年起，由于产品分类口径变化，新增新能源分类，非新增产品；由于焦煤、焦炭为炼钢辅料，2022 年起将其由能源化工-煤炭供应链调整至金属矿产-黑色金属供应链

资料来源：公司提供

公司选择商品的标准是：①流通性强，易变现；②标准化程度高，易存储；③需求量大，产业链条长，能够提供多环节综合服务。公司目前主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类，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保持在 60%以上。2024 年经营货量 22448 万吨，同比变化不大，其中金属矿产经营货量同比增长 6.53%，公司保持蒙煤进口优势，拓展非洲、东南亚等地区铝土矿、铬铁资源和中东、非洲、南美等地钢材市场，铬铁进口同比增长超 30%，钢材出口同比增长超 150%。新能源经营货量同比增长 47.03%，受益于新能源产业链的高速发展，下游需求增加。能源化工产品受动力煤和油品产业链需求偏弱影响，经营货量同比下降 4.05%；农产品受下游需求谨慎，公司主动控制农产品库存敞口，经营货量同比下降 31.71%。但大宗商品价格易受外界经济环境影响，现阶段外部环境复杂严峻、市场有效需求不足等原因导致大宗商品价格下行，公司大宗商品经营收入持续下滑。

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。下游销售方面，公司主要业务品种直接销售给下游工厂型客户为主，客户包括生产企业、加工企业、电厂、光伏电站等，小部分产品向经销商销售作为备用渠道。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。

从结算方式看，上下游对公司资金存在一定占用。销售结算基于交易对手风险评估结果给予一定账期，应收账款综合账期在 3 个月内。近年来，公司持续优化客户结构，2024 年公司制造业客户服务量占比整体稳定在 60%以上；其中，新能源供应链约 80%，黑色金属、煤炭、铝供应链 70%以上，不锈钢供应链 60%以上，谷物原粮供应链 50%以上。

2024 年，公司前五大供应商采购额占采购总额的比重为 9.03%，前五大客户销售额占销售总额的比重为 7.28%，上下游集中度低。

图表 7• 公司上下游定价和结算方式及平均货款回收周期

项目	上下游结算模式	平均货款回收账期
采购	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，预付款对象主要为具有较好的产品资源、股东背景、财务状况和发展态势的工厂型企业，以及规模较大的国营企业和全程供应链管理客户。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。	应收账款综合账龄在 3 个月内
销售	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。	

资料来源：公司提供

为防止大宗商品价格波动及上下游信用风险等对盈利和资金安全性的冲击，公司重点围绕存货（货权）管理、客商资信管理、财务及资金管理等方面不断建立健全风控管理体系。

风险管理方面，①价格风险：公司关注大宗商品价格涨跌，分析市场形势，判定商品价格波动，开展期现结合业务，运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险。套期保值方面，面对大宗商品价格波动明显的特点，公司制订了《厦门象屿股份有限公司套期保值业务管理制度》规范金融衍生品相关交易，采用套期保值来防范价格波动风险，在现货范围内进行严格对锁，规避价格涨跌对公司损益的影响，设置专职部门（产业研究部）对商品价格进行每日盯盘，分析商品未来走势，提前采取对应的措施。②货权风险：公司注重货权管理，对物流供应商进行严格评估筛选，确保其资质优良和管理规范。在仓储管理环节，对货物入库、出库及库存管理进行全流程规范操作，确保库存商品账实相符，保障货权清晰明确。秉持“三权分立”原则，实现岗位间有效制衡与监督，杜绝业务岗位人员对货权管理的不当干预，强化货权安全保障。同时，注重业务流程规范性，要求“合同方、付款方、发票方、提货方”四方信息一致，强化货权归属的明确性与合法性。公司还组织对物流仓库进行“三不定”式巡查，及时发现并纠正潜在问题，有效防范货权风险，保障货权管理的严密性与可靠性。③交易对手方信用风险：公司对客商准入、过程管理和退出进行全流程有效管控，尤其对赊销客户和预付款供应商进行全面考察和评估，包括但不限于调取客户资信评估报告、征信报告、财务报告、拜访报告、资产评估报告等，定期和不定期的回访采购预付款/赊销客户，动态评估并根据评估结果及时调整信用额度，对于部分合作情况不理想的客户/供应商视情况要求其追加信用保险、提供抵押、担保等风控补偿措施。

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等模式的深度合作，并通过派驻监管团队、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。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，但在该模式下由于公司与相关制造类企业绑定程度较深且集中度较高，导致交易对手出险后，对公司经营性账款回收造成不利影响，公司相应计提其他应收款坏账准备。公司与西王系（包括西王特钢有限公司、西王金属科技有限公司、山东东西王糖业有限公司、西王药业有限公司）开展供应链业务合作，产生对西王系的业务往来债权，2023年当期对西王药业有限公司往来债权计提减值损失5.30亿元，2024年，对西王系往来债权计提减值损失9.88亿元。截至2024年底，累计计提比例为56%，剩余未计提部分均有对应的抵质押物。2024年，由于江苏德龙面临经营性风险，公司对江苏德龙形成债权89.74亿元，公司已收到象屿集团支付的第一期债权受让款，根据相关会计政策，象屿集团分期支付债权款会有折现影响，公司2024年按照折现影响计提坏账准备2.93亿元。考虑到上述模式下相关客户经营情况可能对公司业绩及其他应收账款质量产生一定影响，需关注后续相关资产减值情况。

## （2）大宗商品物流服务

大宗商品物流服务方面，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。综合物流服务方面，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；农产品物流服务方面，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；铁路物流方面，近年来公司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，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。

2024年，公司大宗商品物流服务收入同比增长32.99%。当期，公司综合物流服务深化产业型客户合作，丰富仓储资源布局，新增获批3个期货交割资质牌照，形成涵盖公司四大商品经营板块15类商品的期货交割库体系；推动国内南北物流通道和东南亚、非洲国际通道业务，巩固中国-印尼航线优势，打造亚欧国际班列精品路线，营业收入和毛利水平同比增长；因农产品物流国储业务量下降，叠加玉米价格下行、南北方价格“倒挂”、下游采购谨慎等因素导致的发运量下降，营业收入和毛利水平同比下降；铁路物流方面，深耕煤炭和铝产业链，持续服大疆煤外运业务，同步拓展港口铝矾土铁路到达业务和锂矿石、碳酸锂等新能源产业链物流业务，加速布局优质轻资产站点，提升自备箱周转效率，营业收入和毛利水平同比增长。

图表8•公司大宗商品物流服务收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年		2024年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
综合物流服务	55.41	9.93%	61.71	10.71%
农产品物流服务	2.90	35.16%	2.49	12.82%
铁路物流服务	12.54	4.07%	28.45	4.64%
铝产业物流	--	--	1.57	7.95%

资料来源：公司年报

图表9•截至2024年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	12个铁路货运场站（自有10个、托管2个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套87条铁路专用线、约380万平方米集装箱堆场和仓库、超3万个自备集装箱，年发运能力超5,700万吨，位居行业前列，并形成“山东、河南-新疆”“陕西-云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路；国际段围绕亚欧大陆板块打造来回程循环线路，合作网络覆盖全国区域超80%中欧班列运营平台，投入使用自备箱资源，持续提升中欧、中亚国际班列运营能力，前瞻性布局跨里海物流通道，构建国际多式联运物流能力。	象道物流集团有限公司（以下简称“象道物流”）、物流集团、象屿农产及其下属子公司、厦门象屿速传供应链发展股份有限公司
公路运输	打造网络货运平台，发挥数字货运价值，提升车货匹配效率，实时跟踪运输动态，实现从货主到承运方的全程透明化管理，助力供应链上下游提质增效。自有运输车辆约1,000辆，整合社会车辆超16万辆，2024年实现承运量超2300万吨。	
水路运输	国内自有集散两用船舶3艘，整合社会船舶1,200余艘，形成“自有+合作”相结合的水运运力配置。并与招商港口系、山东港口系、中远海系、天津港等优质港航企业达成战略合作；海外自有船舶2艘，并	

	持续整合国际集散船运资源，打造国际干散货海运、国际集装箱海运物流能力。2024年，中国-印尼物流通道运量约2,600万吨，同比增长超50%；中国-非洲物流通道运量超300万吨，同比增长270%；中国-越南和中国-泰国物流通道运量3.6万TEU，同比增长超20%；中国-澳洲物流通道运量超200万吨，形成稳定航线运营能力。	
仓储集群	国内搭建5大粮食收购平台，自有及合作仓容约1,200万吨，配备20条铁路专用线；运营69个自有及包租管理仓库，面积逾160万平方米；堆场8个，面积逾50万平方米；获批期货交割资质牌照20个，库容约100万吨；海外仓储节点常态保有量达50个，并战略布局超150余个，覆盖东南亚、非洲、中亚、中东、欧洲等区域，并在越南、美国、荷兰等关键物流枢纽开展自营海外业务，构建海外属地综合物流服务能力。	

资料来源：公司年报

此外，基于全球供应链重构背景，公司近年来通过物贸联动探索国际化全产业链服务，选择具有复杂链条结构，供应链服务需求多的行业；聚焦供需错配，生产链条物理距离分散，物流成本占比高品种；深耕基础设施尚不完善的资源富集区域，实施“物流先行”的出海策略，通过物流能力前置形成优势把握当前全球供应链区域化背景下的结构性机遇。非洲地区虽矿产资源储备量大但物流基础相对薄弱，且部分品类矿源分布分散；公司将非洲地区作为重点突破市场，设立非洲子公司，提供综合物流解决方案，打造产业化国际路线，在铝、新能源供应链率先实现突破。但需关注该模式下经营链条长，对公司上下游各类客户资信跟踪、各物流节点资金把控形成挑战。

中国铝土矿供应近3年进口依存度均超60%。非洲地区占据全球近25%的储量，但开发率长期较低，且物流基础薄弱，拥有国际化物流服务需求和巨大的市场空间。公司于2022年成立铝供应链国际化业务团队，通过布局关键物流节点和产业链资源，已构建形成国际化全产业链服务体系。公司在铝产业链不同环节实施差异化经营策略，上游以物贸联动为突破口构建起以几内亚为核心的铝土矿进口渠道，中游通过与象屿集团电解铝厂深度合作切入产业链运营，下游提供一体化出口服务并布局再生铝循环体系，延伸全链条流通能力，逐步实现了上游资源整合、物贸联动和产业链运营三大核心竞争壁垒的构建。2024年，公司铝土矿经营量突破1,000万吨，其中非洲矿进口量超740万吨；氧化铝经营量近700万吨，市占率稳居国内前三。

受益于新能源产业链的快速发展，国内锂矿进口量近五年复合增长率约25%，市场需求庞大。非洲地区锂、钴、铜等新能源矿产储备量大，但分布分散，开发起步较晚，且物流基础相对薄弱，具有较大的市场发展潜力和供应链物流整合空间。公司自2018年起布局新能源供应链，专注锂电、光伏、储能三大赛道，聚焦锂、钴、镍、硅片、电池片、组件、储能等核心商品。通过串联源头矿山-上游冶炼厂-中游加工厂-下游终端厂商，打通全产业链国内外采销渠道，并配套提供“端到端”全程物流解决方案，已构建形成国际化全产业链一体化服务能力。目前，公司已实现非洲、澳洲、中国江西等国内外主产区盐湖、矿山、电池回收厂商，以及国内外主流电池厂、正极材料厂等头部终端企业的合作全覆盖，碳酸锂经营量位居全国前五。2024年，公司新能源供应链期现毛利同比增长超45%，锂矿、碳酸锂经营量分别同比增长超160%、400%。

### 3 船舶建造

跟踪期内，受船舶行业周期持续回暖，公司船舶建造业务收入保持增长趋势，在手订单量充裕，有望成为公司收入和利润增长点。

2016年，公司与南通旺哲船舶工程有限公司、中海重工（深圳）有限公司等投资成立南通象屿海洋装备有限公司，初始注册资本2.00亿元，公司持股36%。2017年，南通象屿海洋装备有限公司以5.76亿元购得南通明德重工有限公司（以下简称“明德重工”）的全部破产财产，整体受让了明德重工的全部资产。2024年6月，公司以0.78亿元的价格受让象屿海装小股东南通旺哲船舶工程有限公司持有的5%股权，同时向象屿海装增资3.18亿元，受让及增资完成后，公司持有象屿海装51%股权。

象屿海装目前主要产品为散货船、不锈钢化学品船以及其他特种船。其中，Ultramax系列优势散货船在手订单量全球领先，1万吨以下化学品船在手订单量全球居首，截至2024年底，在手订单合计达89艘，在手订单排产至2029年；同时，造船板块推动精益生产和技术改造，节约生产成本，缩短造船周期，2024年产值整体提升超25%。2024年底，象屿海装产能158.75载重吨，产能利用率99%。

船舶收款主要为按照建造节点收取，基本在交船前收取完毕，下游客户集中度高，2024年前五大客户收入占比达79%。近年来，受益于船舶周期回暖，象屿海装新船订单量、期末手持订单量和造船完工量呈增长趋势；收入规模不断提升，2024年实现收入59.09亿元，同比增长24.74%。

**图表 10 • 近年来象屿海装订单情况**

项目	2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	数量（万载重）	市场份额	数量（万载重）	市场份额	数量（万载重）	市场份额
造船完工量	148.28	3.30%	160.02	3.18%	38.4	3.59%
新船订单量	246.19	3.38%	242.93	1.88%	21.72	2.41%
期末手持订单量	412.81	2.68%	495.72	2.04%	479.04	1.92%

资料来源：公司提供

此外，2024 年，象屿海装全资子公司启东象屿海洋装备有限责任公司通过司法拍卖 4.4 亿元获得江苏宏强船舶重工有限公司核心资产，核心资产主要为船台、长江岸线使用权、大型吊机等。未来，公司船舶建造业务收入有望进一步增长。

## 4 经营效率

**2024 年，公司经营效率有所下滑，风险敞口和资产减值损失率增长。**

2024 年，主要受营业总收入和营业成本下滑影响，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均较上年下滑；风险敞口和资产减值损失加大。

**图表 11 • 2024 年公司经营效率对比情况**

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	29.54	22.59	18.99
存货周转次数（次）	20.77	16.16	13.36
总资产周转次数（次）	5.10	3.75	2.89
净营业周期（天）	19.05	25.86	31.91
风险敞口（倍）	0.13	0.18	0.19
资产减值损失率（%）	-0.15	-0.32	-0.57

注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业收入；资产减值损失率=（资产减值损失+信用减值损失）/营业收入

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 5 未来发展

**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。**

公司秉持“立足供应链，服务产业链，创造价值链”的经营理念，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。公司“六五”战略提出以“平台化、国际化、数智化”为发展方向，重点着力“采销服务、物流服务、信息服务”的能力打造，释放平台效益，激发团队活力，通过品类、区域的扩张，服务要素的叠加，保持量的合理增长和质的稳步提升。

## （五）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）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。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2024 年底，公司纳入合并范围子公司较上年新增 11 家公司，减少 13 家公司。截至 2025 年 3 月底，纳入合并报表的子公司总共 214 家，主要是因业务拓展需要，新增 12 家公司，减少 1 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。

### 1 主要财务数据变化

**2024 年末，公司资产总额同比下降，资产结构仍以流动资产（供应链业务相关营运资产）为主，受限比例较低，整体资产流动性和质量良好。但联合资信关注到，由于客户面临经营性风险导致应收类资产信用减值损失计提规模较大，需关注公司应收账款、其他应收款、预付款项及存货的减值风险。**

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1238.73 亿元，较上年底下降 4.50%。其中，流动资产占 79.28%，非流动资产占 20.72%。公司资产以流动资产为主，非流动资产较上年底占比上升较快。公司资产以货币资金、供应链业务相关营运类资产及物流资产为主。其中，货币资金规模大，截至 2024 年底为 186.06 亿元，较上年底下降 16.40%，受限比例低。营运类资产中，应收账款波动下降，2024 年底为 189.02 亿元，较上年底增长 6.14%，账龄集中在 3 个月以内，累计计提坏账准备 9.47 亿元，综合计提比例为 4.77%，欠款方前

五名共计占应收账款余额的 18.56%，集中度持续下降；预付账款规模波动较大，2023 年末增幅明显，主要系为获取稳定的上游资源，预付实体企业款项较上年同期增加所致，账龄集中在 1 年以内。2024 年末较上年底下降 34.10%，主要是控股股东整体受让公司对江苏德龙公司及其子公司的预付款等债权；存货构成以库存商品和合同履约成本为主，2024 年底为 264.27 亿元，较上年底变化不大。公司其他流动资产主要为定期存款和进项税，较上年底有所下降。截至 2024 年底，公司其他应收款 39.51 亿元，较上年底下降 18.11%，主要系计提其他应收款减值准备。截至 2024 年底，公司对其他应收款累计计提 26.86 亿元，计提比例 40.59%，主要为对西王系的计提。公司非流动资产中固定资产规模较大，构成主要包括房屋建筑物、构筑物及其他等，2024 年底为 103.61 亿元，较上年底变化不大；长期应收款 61.73 亿元，较上年底大幅增长，主要为应收象屿集团对江苏德龙债权转让款。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1326.58 亿元，较上年底增长 7.09%，主要系季节性备货增加所致。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 10 • 公司各类资产变化情况



注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用

数据来源：公司财务报告

图表 11 • 2024 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占相应资产比例	受限原因
货币资金	19.19	10.32%	保证金、定期存单及应付利息等
固定资产	5.02	4.85%	抵押、财产保全担保
其他流动资产	20.93	47.11%	质押
存货	7.72	2.92%	期货仓单质押及售后回购
投资性房地产、无形资产 <sup>(a)</sup>	3.87	11.02%	抵押借款、财产保全担保
一年内到期的非流动资产	7.69	22.17%	质押
其他	2.05	1.04%	--
<b>合计</b>	<b>66.47</b>	<b>5.37%</b>	--

资料来源：公司财务报告

2024 年末，公司权益规模受收购子公司少数股东股权影响有所下降；2025 年 3 月末，受益于定向增发完成，公司资本实力得到提升。

截至 2024 年底，公司所有者权益 347.29 亿元，较上年底下降 6.62%，主要系收购象屿农产、象屿海装少数股东股权，减少资本公积股本溢价所致。权益构成中，归属于母公司所有者权益占比为 68.59%，少数股东权益占比为 31.41%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 6.43%、11.78%、29.12% 和 18.12%。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 373.53 亿元，较上年底增长 7.56%，主要系公司完成定向发行股票，股本和资本公积规模扩大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 75.50%，少数股东权益占比为 24.50%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占所有者权益的比例为 7.51%、17.93%、29.83% 和 17.94%。整体看，公司所有者权益结构中其他权益工具和未分配利润占比高，权益稳定性一般；受益于定向发行股票完成，资本实力得到提升。

图表 14 • 截至 2025 年 3 月底公司其他权益工具情况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	发行时间	到期日或续期情况
可续期信托贷款	10.00	10.00	2023/5/29	3+N 年
23 象屿 Y1	15.00	15.00	2023/6/29	2+N 年
可续期信托贷款	2.07	2.07	2023/6/28	2+N 年
可续期信托贷款	1.40	1.40	2023/7/14	2+N 年
23 象屿股份 MTN002	10.00	10.00	2023/9/25	2+N 年
23 象屿 Y2	8.00	8.00	2023/12/22	3+N 年
24 象屿股份 MTN001	15.00	15.00	2024/2/26	2+N 年
24 象屿 Y1	7.00	7.00	2024/3/22	3+N 年
24 象屿股份 MTN002	15.00	15.00	2024/4/15	2+N 年

可续期信托贷款	7.27	7.27	2024/7/8	2+N 年
可续期信托贷款	0.68	0.68	2024/8/7	2+N 年
25象屿股份MTN001	15.00	15.00	2025/3/17	2+N 年
25象屿Y1	5.00	5.00	2025/3/31	3+N 年
<b>合计</b>	<b>111.42</b>	<b>111.42</b>	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 公司整体债务负担较重。

截至 2024 年底，公司负债总额 891.44 亿元，较上年底下降 3.64%，构成主要由短期借款和经营性负债构成。截至 2024 年底，公司短期借款 240.79 亿元，较上年底增长 4.36%、应付账款 124.41 亿元，较上年底下降 8.21%、应付票据 301.84 亿元，较上年底增长 4.93%。截至 2024 年底，公司全部债务 588.13 亿元，较上年底下降 4.52%，主要为短期债务的减少。债务结构方面，短期债务占 93.67%，长期债务占 6.33%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 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 71.96%、62.87% 和 9.69%，较上年底分别提高 0.64 个百分点、提高 0.52 个百分点和提高 0.95 个百分点。2024 年，公司综合融资成本约 1.99%<sup>3</sup>。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 691.93 亿元，较上年底增长 17.65%，主要系短期债务增加所致。从债务指标来看，截至 2025 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 71.84%、64.94% 和 9.86%，较上年底分别下降 0.12 个百分点、提高 2.07 个百分点和提高 0.17 个百分点。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，公司债务负担较重。

图表 15• 截至 2025 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2025 年 4—12 月	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	251.75	69.74	10.00	7.74	339.23
占有息债务的比例	74.21%	20.56%	2.95%	2.28%	100.00%

注：此表有息债务统计口径不包含应付票据、租赁负债

资料来源：公司提供

2024 年，受大宗商品价格波动下行影响，公司营业收入持续下降，公司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，形成的非经常性损益对利润形成一定支撑；2024 年，公司利润总额下降幅度收窄，整体盈利能力仍维持很强水平。

2024 年，公司营业总收入同比下降 20.12%。同期，期间费用同比下降 3.41% 至 53.48 亿元，主要系公司压降债务，财务费用减少所致。公司利润总额主要来源大宗商品经营及物流服务主业，公司投资收益及公允价值变动收益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，2024 年分别为 8.00 亿元和 2.80 亿元，公司其他收益以各类型政府补助为主，2024 年为 5.25 亿元。减值损失方面，公司资产减值损失主要为存货跌价损失，2024 年为 -3.07 亿元，计提规模同比有所下降；信用减值损失主要为对应收类款项（应收账款和其他应收账款等）的减值，2024 年受客户未如期交货影响，信用减值规模增至 17.71 亿元。

图表 16• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业收入	4590.35	3666.71
营业成本	4502.08	3581.66
期间费用	55.42	53.48
其他收益	6.75	5.25
投资收益	3.20	8.00
公允价值变动收益	0.03	2.80
营业外收入	3.30	2.30
利润总额	24.50	22.78
调整后营业利润率	0.59%	0.73%
总资本收益率	4.11%	3.29%
净资产收益率	6.22%	5.45%

注：调整后营业利润率 = (营业收入 - 营业成本 - 税金及附加 - 期间费用总额) / 营业总收入 \* 100

资料来源：联合资信根据财务报告整理

图表 17• 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

<sup>3</sup> 综合融资成本 = (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息) / (期初全部债务 + 期末全部债务) \* 2%

与所选公司比较，公司调整后营业利润率偏低，总资产报酬率和净资产收益率位于中上水平。

图表 18 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	浙江国贸	厦门建发	广物控股
营业收入（亿元）	3666.71	875.40	7012.96	793.56
调整后营业利润率（%）	0.73	2.94	2.66	-0.69
总资产报酬率（%）	2.80	3.93	2.28	1.30
净资产收益率（%）	5.45	7.23	2.55	-1.71

注：总资产报酬率=（利润总额+财务费用中的利息费用）/总资产\*100

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。2024年，公司经营活动产生的现金净流入规模波动下降，变动趋势与营业收入一致，收入实现质量良好，投资支出压力不大，筹资活动根据资金需求而波动。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。

2024年，公司经营活动现金流流入规模变动趋势与营业收入变动趋势一致，经营活动现金流量净额持续表现为净流入；公司投资活动净现金流受理财产品购买/赎回、对外固定资产投资等呈现波动，2024年为净流入，主要是理财产品到期收回较上年同期增加所致；公司筹资活动现金流量净额2024年表现为大幅净流出，主要是融资规模下降，取得借款金额减少，以及支付少数股东股权收购款较上年同期增加。当期，公司现金及现金等价物净增加额表现为净流出-28.15亿元。

2025年1—3月，受年初提高备货影响，公司经营活动现金流量净额表现为净流出91.93亿元，季度性波动明显，投资活动现金流量净额为7.77亿元，筹资活动现金流量净额为60.86亿元。

图表 19 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	5314.39	4066.21	1100.94
经营活动现金流出小计	5258.52	4010.16	1192.87
<b>经营现金流量净额</b>	<b>55.87</b>	<b>56.04</b>	<b>-91.93</b>
投资活动现金流入小计	56.59	96.28	31.70
投资活动现金流出小计	65.83	78.65	23.93
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-9.24</b>	<b>17.64</b>	<b>7.77</b>
筹资活动前现金流量净额	46.62	73.68	-84.16
筹资活动现金流入小计	1230.42	906.15	379.24
筹资活动现金流出小计	1238.83	1007.90	318.38
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-8.41</b>	<b>-101.75</b>	<b>60.86</b>
<b>现金收入比</b>	<b>115.07%</b>	<b>109.69%</b>	<b>112.61%</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>38.53</b>	<b>-28.15</b>	<b>-23.16</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 2 偿债指标变化

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年
短期偿债指标	流动比率（%）	136.99	125.93	116.24
	速动比率（%）	96.80	95.02	84.96
	经营现金流动负债比（%）	8.77	6.35	6.63
	营业收入/负债（倍）	6.84	4.96	4.11
	经营活动现金流入量/流动负债（倍）	8.42	6.04	4.81
	现金短期债务比（倍）	0.54	0.41	0.36

长期偿债指标	杠杆倍数(倍)	14.79	12.34	10.56
	全部债务/EBITDA(倍)	6.04	11.96	13.13
	经营现金/全部债务(倍)	0.14	0.09	0.10
	EBITDA利息倍数(倍)	4.65	2.94	3.75
	经营现金/利息支出(倍)	3.89	3.19	4.69

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从偿债指标看，2024年末，公司短期偿债指标有所弱化，长期偿债指标表现良好。

对外担保方面，截至2025年3月底，联合资信未发现公司存在对外担保。

未决诉讼方面，截至2024年底，公司及下属子公司作为原告提起诉讼的事项主要系买卖合同纠纷、进出口代理合同纠纷等案件，公司根据损失情况要求对方提供相应赔偿，未决诉讼涉及的预计可能最大损失为7.60亿元，主要为历史涉诉案件，公司已根据预计可回收金额相应计提了足额减值损失。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2025年3月底，公司作为被告的诉讼事项详见附件1-3。

银行授信方面，截至2025年3月底，公司共获得银行授信1731.29亿元，其中未使用额度1008.86亿元，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。

### 3 公司本部主要变化情况（母公司）

**母公司有息债务规模可控，利润总额主要源于投资收益，投资收益变现情况良好。**

截至2024年底，母公司资产总额363.77亿元，较上年底增长65.11%，主要系新增应收象屿集团对江苏德龙的债权转让款和收购子公司少数股东股权所致。其中，流动资产178.23亿元(占比48.99%)，非流动资产185.54亿元(占比51.01%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占8.97%)和其他应收款(占85.57%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占99.40%)构成。截至2024年底，母公司货币资金为15.99亿元。

公司本部收入规模小，2024年，母公司营业总收入为5.72亿元，营业收入为5.72亿元，利润总额为12.28亿元。同期，母公司投资收益为8.48亿元。

截至2024年底，母公司全部债务70.59亿元，较上年底增长124.67%，构成以短期债务为主。截至2024年底，母公司资产负债率为46.02%，母公司全部债务资本化比率26.44%。

现金流方面，2024年，母公司经营活动现金流净额为0.97亿元，投资活动现金流净额-134.77亿元(其中投资收益获得现金为11.88亿元)，筹资活动现金流净额130.51亿元。

### (六) ESG 方面

**公司积极履行作为国有大宗商品供应链服务企业社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司ESG表现较好，对其持续经营无负面影响。**

环境方面，作为贸易企业，公司面临的环境风险较小，联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。公司自2022年以来持续披露《环境、社会及治理报告》。根据公司2024年7月披露的《厦门象屿2023年度环境、社会及治理报告》，公司环保投入达330万元，节能减排总投入达675万元，公司“公转铁”运输减少碳排放220万吨，由节水措施直接实现的全年节约用水量达到16,406立方米。2024年，公司投入环保资金合计1297.94万元。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高；近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司设有专门的ESG管治部门或组织，明确以战略管理委员会及下属ESG执行委员会为监督、指导机构，ESG管理办公室为日常ESG相关工作的统筹管理机构，ESG信息披露质量较高，ESG风险管理体系完善。公司目前已启动2024年度ESG报告编制项目。

## 七、外部支持

### 1 支持能力

公司控股股东象屿集团综合实力强。

公司控股股东象屿集团为厦门市国资委履行出资人职责的市属大型国有集团企业，为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，承担了厦门市重点物流项目的开发运营及相关公共服务平台建设职能，对于厦门市经济社会发展具备重要战略意义。截至 2024 年底，象屿集团合并资产总额 3389.42 亿元，所有者权益 882.70 亿元（含少数股东权益 563.70 亿元）；2024 年，象屿集团实现营业收入 4164.15 亿元，利润总额 23.50 亿元。

### 2 支持可能性

公司在控股股东发展战略、业务布局上非常重要，在流动性方面获得较大支持。

公司系控股股东象屿集团供应链业务运营主体及其收入和利润的主要来源，在其发展战略、业务布局上非常重要。

近年来，根据《关于向控股股东及其关联公司借款额度的关联交易公告》，自 2022 年起，公司及下属控股子公司每年度向象屿集团及其关联公司借款，最高余额折合不超过 100 亿元，在上述额度内，可以滚动借款。在上述财务期内，公司向象屿集团及其关联公司借款最高余额均未超过 100 亿元。

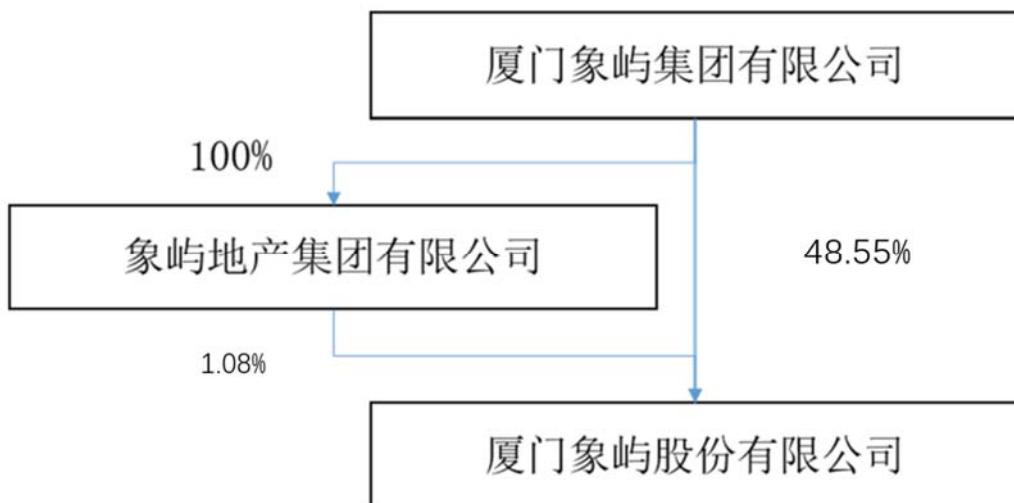
## 八、债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内永续/可续期债券包括“23 象屿股份 MTN002”“24 象屿股份 MTN001”“24 象屿股份 MTN002”“25 象屿股份 MTN001”“23 象屿 Y1”“23 象屿 Y2”“24 象屿 Y1”和“25 象屿 Y1”，余额合计 90.00 亿元。2024 年，公司经营活动现金流流入为调整后长期债务的 31.96 倍。

## 九、跟踪评级结论

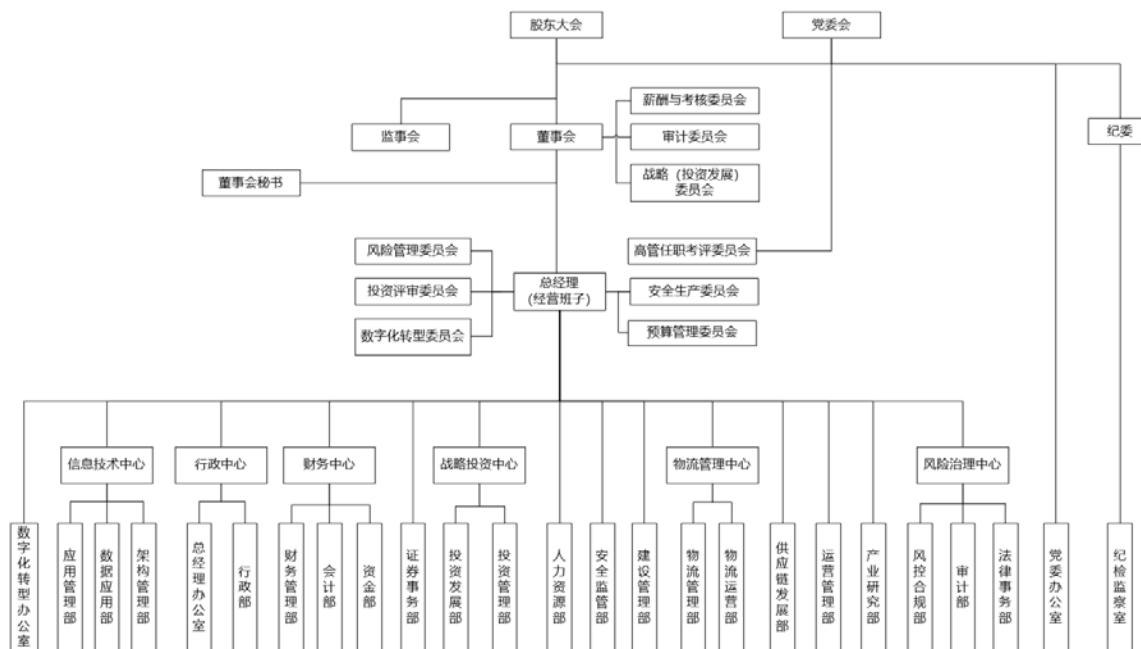
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 象屿股份 MTN002”“24 象屿股份 MTN001”“24 象屿股份 MTN002”“25 象屿股份 MTN001”“23 象屿 Y1”“23 象屿 Y2”和“24 象屿 Y1”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2024 年底公司（含子公司）作为被告的主要未决诉讼

2022 年 4 月及 5 月，厦门龙津进出口贸易有限公司（以下简称“厦门龙津”）、福建省龙岩市国贸有限公司（以下简称“龙岩国贸”）分别与本公司子公司厦门象屿铝晟有限公司（以下简称“象屿铝晟”）签订了《铝锭购销合同》，向象屿铝晟采购铝锭，在象屿铝晟向厦门龙津、龙岩国贸转移了铝锭货权后，对方均向厦门铝晟出具了相关收货收据。2022 年 9 月及 11 月，厦门龙津、龙岩国贸分别向厦门市湖里人民法院对象屿铝晟提起两项诉讼，诉讼请求为解除原《铝锭购销合同》、返还原支付的采购货款及撤销其向象屿铝晟出具的收货收据，标的金额分别为 19,301.03 万元（两案合计）及 17,614.63 万元（两案合计）。象屿铝晟认为，公司不存在违约行为，厦门龙津、龙岩国贸应向其他责任方主张权利。

进展：截至本报告出具日，一审驳回原告全部诉讼请求，厦门龙津、龙岩国贸已上诉，待二审判决。

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	208.56	240.27	196.50	212.87
应收账款（亿元）	209.33	178.08	189.02	157.75
其他应收款（亿元）	41.62	48.24	39.51	43.37
存货（亿元）	285.20	272.02	264.27	339.12
长期股权投资（亿元）	15.40	12.74	16.50	17.08
固定资产（亿元）	101.47	101.30	103.61	102.37
在建工程（亿元）	1.56	0.90	4.25	3.03
资产总额（亿元）	1150.56	1297.05	1238.73	1326.58
实收资本（亿元）	22.54	22.68	22.33	28.07
少数股东权益（亿元）	193.00	163.51	109.07	91.53
所有者权益（亿元）	363.92	371.92	347.29	373.53
短期债务（亿元）	385.08	580.34	550.89	651.09
长期债务（亿元）	64.57	35.61	37.24	40.84
全部债务（亿元）	449.64	615.95	588.13	691.93
营业总收入（亿元）	5381.48	4590.35	3666.71	971.35
营业成本（亿元）	5266.73	4502.08	3581.66	955.26
其他收益（亿元）	5.28	6.75	5.25	1.92
利润总额（亿元）	50.32	24.50	22.78	7.24
EBITDA（亿元）	74.42	51.49	44.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5938.11	5282.06	4022.14	1093.84
经营活动现金流入小计（亿元）	5975.73	5314.39	4066.21	1100.94
经营活动现金流量净额（亿元）	62.23	55.87	56.04	-91.93
投资活动现金流量净额（亿元）	22.04	-9.24	17.64	7.77
筹资活动现金流量净额（亿元）	-37.44	-8.41	-101.75	60.86
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	29.54	22.59	18.99	--
存货周转次数（次）	20.77	16.16	13.36	--
总资产周转次数（次）	5.10	3.75	2.89	--
现金收入比（%）	110.34	115.07	109.69	112.61
营业利润率（%）	2.00	1.80	2.19	1.54
总资本收益率（%）	6.55	4.11	3.29	--
净资产收益率（%）	10.38	6.22	5.45	--
长期债务资本化比率（%）	15.07	8.74	9.69	9.86
全部债务资本化比率（%）	55.27	62.35	62.87	64.94
资产负债率（%）	68.37	71.33	71.96	71.84
流动比率（%）	136.99	125.93	116.24	122.13
速动比率（%）	96.80	95.02	84.96	84.56
经营现金流动负债比（%）	8.77	6.35	6.63	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.41	0.36	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	2.94	3.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	11.96	13.13	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、长期应付款、其他非流动负债等科目中的有息债务已调入全部债务及相关债务指标。

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	22.24	23.66	16.16	17.43
应收账款（亿元）	0.00	2.31	0.65	0.26
其他应收款（亿元）	62.58	57.65	158.91	158.54
存货（亿元）	0.09	0.00	0.11	0.03
长期股权投资（亿元）	146.99	132.57	184.43	183.56
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	234.60	220.33	363.77	363.63
实收资本（亿元）	22.54	22.68	22.33	28.07
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	121.13	151.28	196.35	238.79
短期债务（亿元）	14.53	34.36	59.62	87.95
长期债务（亿元）	30.05	7.06	10.97	13.03
全部债务（亿元）	44.58	41.42	70.59	100.98
营业总收入（亿元）	38.64	19.69	5.72	0.45
营业成本（亿元）	36.04	18.64	4.05	0.29
其他收益（亿元）	0.16	1.50	2.07	0.59
利润总额（亿元）	18.74	8.88	12.28	1.44
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	36.05	29.69	8.41	0.72
经营活动现金流入小计（亿元）	56.85	68.51	61.10	12.19
经营活动现金流量净额（亿元）	5.43	8.27	0.97	1.82
投资活动现金流量净额（亿元）	32.79	21.42	-137.44	-2.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-19.79	-28.58	130.51	1.91
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	/	/	/	--
现金收入比（%）	93.31	150.80	147.09	159.92
营业利润率（%）	6.51	5.10	28.51	35.09
总资本收益率（%）	14.32	6.15	5.46	--
净资产收益率（%）	15.22	5.76	6.04	--
长期债务资本化比率（%）	19.88	4.46	5.29	5.17
全部债务资本化比率（%）	26.90	21.49	26.44	29.72
资产负债率（%）	48.37	31.34	46.02	34.33
流动比率（%）	115.44	153.37	114.58	160.14
速动比率（%）	115.32	153.37	114.51	160.11
经营现金流动负债比（%）	7.33	14.74	0.62	--
现金短期债务比（倍）	1.53	0.69	0.27	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务核算。

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 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 4-3 评级展望设置及含义

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、发展中等四种。

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