



厦门象屿集团有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 1933 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2025 年 6 月 27 日至 2025 年 7 月 26 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2025 年 6 月 27 日

本次跟踪主体	厦门象屿集团有限公司
本次跟踪主体评级结果	AAA/稳定
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“22 象屿 G4”、“23 象屿 G2”、“23 象屿 G3”、“23 象屿 G4”、“23 象屿 G5”、“24 象屿 G1”、“24 象屿 G2”、“24 象屿 G3”债项存续期内对公司进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。
评级观点	本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”或“公司”）股东支持力度很大、供应链业务市场竞争力强、2024 年以来利润水平有所恢复及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到外部环境变化使得业务发展面临一定不确定性、跟踪期内收入及经营获现水平呈下降态势以及债务规模持续增加等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
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。
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：房地产政策调控及大宗商品超预期波动等因素导致利润持续大幅下滑或偿债能力明显恶化，金融服务风险控制出现重大漏洞或受其他因素影响，致使资产质量严重恶化侵蚀利润，财务杠杆大幅上升，流动性压力大幅增加等。</p>

正 面

- 股东支持力度很大
- 供应链业务市场竞争力强，客户结构持续优化
- 2024年以来利润水平有所恢复
- 公司与金融机构保持良好合作关系，融资渠道畅通

关 注

- 复杂的外部环境使得公司业务发展的不确定性增加
- 跟踪期内公司收入及经营获现水平呈下降态势
- 债务规模持续增加

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

象屿集团（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	2,928.39	3,315.88	3,389.42	3,508.59
所有者权益合计（亿元）	831.49	874.90	882.70	888.50
负债合计（亿元）	2,096.90	2,440.98	2,506.73	2,620.09
总债务（亿元）	1,415.90	1,621.57	1,899.47	2,096.44
营业总收入（亿元）	5,626.22	4,904.98	4,164.15	1,118.58
净利润（亿元）	48.41	9.95	12.57	9.81
EBIT（亿元）	104.15	58.66	63.86	--
EBITDA（亿元）	132.43	91.93	97.97	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	128.52	87.63	36.75	-162.83
营业毛利率(%)	2.89	2.66	3.35	3.23
总资产收益率(%)	4.14	1.88	1.90	--
EBIT 利润率(%)	1.85	1.20	1.53	--
资产负债率(%)	71.61	73.61	73.96	74.68
总资本化比率(%)	65.94	69.21	74.33	76.36
总债务/EBITDA(X)	10.69	17.64	19.39	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.26	1.39	1.59	--
FFO/总债务(X)	0.05	0.01	0.02	--
象屿集团（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	575.72	584.62	768.35	823.03
所有者权益合计（亿元）	150.38	179.26	215.09	216.87
负债合计（亿元）	425.35	405.36	553.26	606.16
总债务（亿元）	459.46	473.91	647.60	689.70
营业总收入（亿元）	1.23	2.20	3.13	0.61
净利润（亿元）	8.82	7.96	8.33	-0.64
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-75.63	-26.51	-19.40	6.41
营业毛利率(%)	68.77	70.56	79.78	76.96
资产负债率(%)	73.88	69.34	72.01	73.65

注：1、中诚信国际根据象屿集团提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际分析时将公司合并口径计入“其他流动负债”、和“衍生金融负债”中的债务计入短期债务，将“长期应付款”、“其他非流动负债”、“其他权益工具”和“少数股东权益”中的债务计入长期债务；将母公司口径计入“其他流动负债”的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将母公司发行的永续债券调整至长期债务。

● 同行业比较（2024 年数据）

公司名称	主要贸易品种	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	应收账款 周转率(X)	存货周转率 (X)
国贸控股	金属及金属矿产 8,305.35 万吨、能源化工 4,173.60 万吨、农林牧渔 2,270.54 万吨	3,449.15	69.64	4,765.04	0.47	28.91	4.26
厦门建发	钢材超 7,000 万吨、农林产品超 3,500 万吨	8,397.31	68.00	7,238.34	62.36	26.81	1.93
物产中大	钢 7,396.42 万吨、化工产品 1,452.01 万吨、煤炭 6,457.09 万吨	1,758.79	67.07	5,995.20	49.78	36.28	15.31
象屿集团	金属矿产 13,984 万吨、能源化工 7,020 万吨、农产品 1,390 万吨	3,389.42	73.96	4,164.15	12.57	23.40	4.06

中诚信国际认为，象屿集团深耕钢铁、铝、煤炭、农产品等细分领域，并拥有自建物流服务网络等优势，与同业相比，公司聚焦制造企业客户；伴随着地产业务快速扩张，公司债务规模增长较快且杠杆水平较高，但 2024 年以来净利润有所恢复。

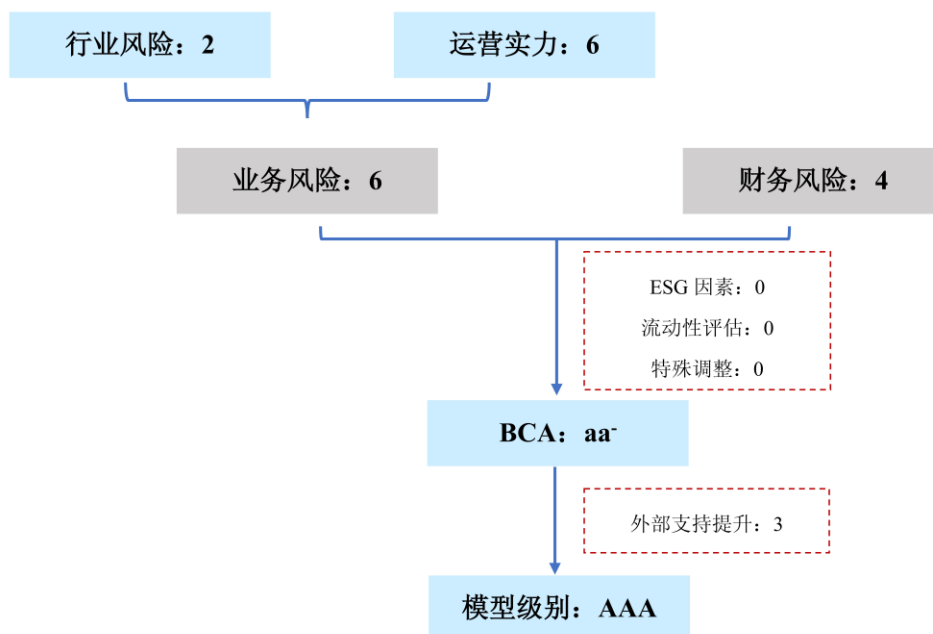
注：“国贸控股”为“厦门国贸控股集团有限公司”简称；“厦门建发”为“厦门建发集团有限公司”简称；“物产中大”为“物产中大集团股份有限公司”简称。国贸控股主要贸易品种经营货量数据仅包含厦门国贸集团股份有限公司数据。

● 本次跟踪情况

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
象屿集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/7/26 至本报告出具日

● 评级模型

厦门象屿集团有限公司评级模型打分(C110100_2024_04_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是厦门市国资委全资控股的市属一类企业，是厦门象屿保税区、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，地位重要。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，并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，当期划入净资产规模约 59 亿元；2023 年，由于厦门市国资委拨付资金及调整划拨资产，象屿集团资本公积进一步增加。上述事项体现出当地政府对公司的支持能力和支持意愿，外部支持调升 3 个子级。跟踪期内，外部支持调整无变化。

方法论: 中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

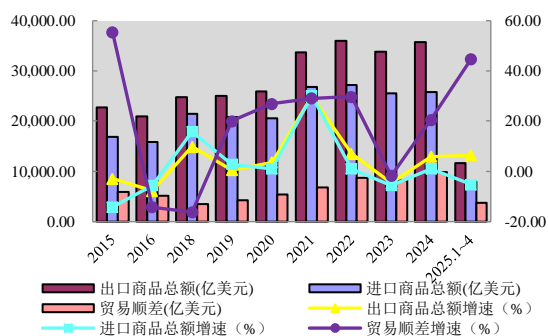
详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年我国进出口总额实现同比增长，贸易顺差创新高，净出口对全年经济增长以及国内制造业投资形成支撑。内贸方面，大宗商品价格波动对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

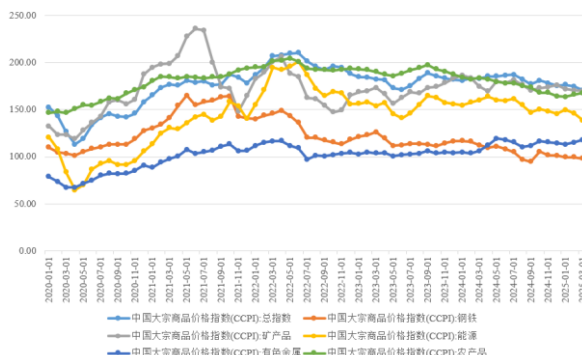
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2024 年，我国进出口总额实现 6.16 万亿美元，同比增长 3.8%；其中，货物对外出口总值 3.58 万亿美元，同比增长 5.9%；货物进口总值 2.59 万亿美元，同比增长 1.1%；贸易顺差 9,921.55 亿美元，同比增加 20.7%；净出口对全年经济增长以及国内制造业投资形成支撑。2025 年 1~4 月，我国进出口总额实现 1.97 万亿美元。

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

图 2：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：iFinD，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。2023 年第四季度，受发行万亿国债、财政力度加大，以及基建等领域的资本投入对冲了地产需求的滑坡，下游黑色金属需求一定程度保持稳定等因素影响，黑色系价格涨幅明显。2024 年以来，钢铁、矿产品及能源化工等大宗商品价格波动下行。大宗商品价格大幅波动的市场态势，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。

2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信

心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，供应链业务市场竞争力强，物流资源优势突出，但受外部环境影响，供应链板块业绩同比下滑，印尼冶炼项目继续亏损，地产、类金融等板块利润实现增长；中诚信国际将持续关注象屿集团供应链业务稳定性及风险控制情况、房地产业务发展规划及销售去化情况、类金融涉诉及印尼冶炼项目盈利情况等。

跟踪期内，公司产权结构无变化，部分高级管理人员发生变更，战略规划明确；下属上市子公司完成向特定对象发行股票，资本实力有所增强。

截至 2025 年 3 月末，厦门市国资委持有公司 100% 股权，为公司控股股东及实际控制人。公司部分董事、监事、高级管理人员发生变更¹，系正常职务调整，对公司治理结构、日常经营活动及股权结构均未产生实质影响。

跟踪期内，公司战略方向清晰，战略规划未发生改变。公司将致力于成为具有全球竞争力的、以供应链为核心的综合性投资控股集团。公司将提升集团核心主业的行业地位，坚持“立足供应链、服务产业链、创造价值链”的战略思维，不断增强资源的整合力，提升国际化程度；进一步加强从投资驱动向价值驱动的转变，使产业运营和资本运作双轮驱动的特征更加明显；最大化整合资源，实现协同效应、规模效应和叠加效应，服务于供应链及相关多元化产业。

同时，2025 年 3 月，子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”，证券代码：600057.SH）完成向特定对象发行股票，发行对象包括招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）、山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口”）及象屿集团，募集金额约 32.20 亿元（其中象屿集团认购资金约 12.20 亿元），募集资金将用于补充流动资金及偿还债务。上述事项完成后，象屿集团持股比例变更为 48.55%，仍为厦门象屿控股股东，招商局集团及山东港口分别持有厦门象屿 6.35% 股权，未来将作为战略投资人向厦门象屿委派董事参与公司治理，除此以外不会对厦门象屿现有治理结构、业务经营等产生其他重大影响。**中诚信国际认为，厦门象屿为公司供应链业务的主要经营主体，此次向特定对象发行股票事项有助于增强厦门象屿的资本实力，但外部环境变化等令供应链业务仍面临一定经营及资金压力，后续经营稳定性仍有待关注。**

¹ 2024 年 4 月，公司发布《厦门象屿集团有限公司关于董事会成员发生变动的公告》，陈伟滨卸任公司董事，由王沁、洪文瑾、屈文洲、林瑞松担任公司外部董事。

此外，公司作为辽宁忠旺集团有限公司（以下简称“忠旺集团”）²系列企业重整的优选投资人，拟联合其他投资人投资忠旺集团铝主业资产等重整资产，目前相关事项尚在推进中，若实施完成，将有利于公司进一步拓展铝产业链业务，中诚信国际将对相关事项进展保持关注。

跟踪期内，公司供应链业务经营货量保持稳定，客户结构持续优化，规模优势显著，部分业务随经营策略优化盈利能力有所提升，但在外部环境复杂多变、市场需求不足、大宗商品价格整体承压等因素影响下供应链业务业绩同比下滑，江苏德龙镍业有限公司（以下简称“江苏德龙”）债权回收情况及供应链业务整体稳定性、风险控制情况需持续关注。

公司供应链管理业务主要由厦门象屿负责运营，为客户提供原材料采购、产成品分销、仓储物流、供应链金融和信息咨询等供应链综合服务。2024 年，大宗商品经营货量同比基本持平，但受四类核心商品平均单价均有所下滑，当年大宗商品经营服务业务收入同比下降 21.39%，但受益于农产品供应链盈利能力恢复，当年厦门象屿归母净利润 14.19 亿元，同比下降 9.86%，降幅显著收窄。

跟踪期内，公司仍以内贸为主，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，公司继续以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，开拓国际市场，在新加坡、美国、德国、沙特、新西兰、印尼、越南、南非等 10 个国家及地区设有驻外公司或办事处，合作客商遍及 110 余个国家，重点链接海外优质采销渠道，挖掘大型中资企业海外供应链需求。2024 年，厦门象屿实现进出口及转口业务总额约 224 亿美元，其中进出口总额约 144 亿美元，与“金砖”国家、“一带一路”沿线国家、南美洲及非洲国家合作金额同比增长超 50%，出口总额同比增长超 60%。2025 年 6 月，厦门象屿与湖南省商务厅、中非发展基金签署合作框架协议，三方将发挥各自资源优势与能力专长，共建中非供应链投资平台，为中非经贸合作注入新动力，同时为厦门象屿在非洲的业务布局提供供应链、政策、金融联动配套的体系支撑。

从品种来看，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。**金属矿产供应链方面**，跟踪期内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%，当年金属矿产经营货量同比增长，但受黑色金属、不锈钢产业链需求偏弱的影响，相关产品价格震荡下行，使得营业收入和期现毛利同比下降。**农产品供应链方面**，公司加强流量经营、滚仓操作，拓展服务型业务和进口业务，丰富“粮链通”产品体系，提升资产周转效率，在谷物原粮震荡下行的行业环境中，实现期现毛利扭亏为盈，相关业务经营回稳向好。**能源化工供应链方面**，公司提升煤炭矿山直采比例，新增原油供应渠道，油品产业链海外业务量稳步增长，但整体来看，受动力煤和油品产业链需求偏弱、价格中枢下行等因素影响，经营货量、营业收入和期现毛利均同比下降。**新能源供应链方面**，受商品价格下行的影响，营业收入同比下降，但公司积极采取“上游夯实国内外关键

² 忠旺集团是行业领先的铝产品制造商，目前下设四大业务板块，其中：电解铝板块已建成投产电解铝合规产能 75 万吨/年，炭素产能 50 万吨/年；铝挤压板块已建成投产产能超 100 万吨/年；铝压延板块已建成投产产能 180 万吨/年；精深加工板块主要涉足新能源汽车、轨道交通、全铝家具等领域。2022 年 9 月 2 日，沈阳市中级人民法院（以下简称“沈阳中院”）分别裁定受理债权人对忠旺集团等 16 家企业的重整申请；2022 年 9 月 20 日，经忠旺集团管理人申请，沈阳中院裁定忠旺集团等 253 家企业进行实质合并重整。

锂资源获取，中游串联头部锂盐加工厂，下游新增国内外终端客户”的策略，业务量和期现毛利均实现同比增长。整体来看，虽然受市场需求不足和商品价格下行等因素的影响，2024 年金属矿产、能源化工类商品营业收入和期现毛利出现不同程度下滑，但受益于农产品类商品期现毛利扭亏为盈，当年大宗商品经营业务期现毛利实现增长。

表 1：厦门象屿核心商品经营情况（万吨、亿元、元/吨）

类别	经营货量		营业收入		平均单价		期现毛利	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
大宗商品经营	22,515	22,448	4,392.25	3,452.78	1,950.81	1,538.12	61.43	63.18
其中：金属矿产	13,127	13,984	2,715.05	2,149.13	2,068.32	1,536.85	51.77	45.38
农产品	2,035	1,390	606.53	401.97	2,980.64	2,891.89	-5.42	3.82
能源化工	7,317	7,020	868.12	800.57	1,186.50	1,140.41	10.50	8.39
新能源	37	54	192.44	92.52	52,632.55	17,133.06	3.42	4.99

注：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。

资料来源：厦门象屿 2023 及 2024 年报，中诚信国际整理

从客户结构来看，2024 年制造业客户服务量占比整体稳定在 60%以上，客户结构持续优化；其中，新能源供应链制造业客户服务量占比 80%以上，黑色金属、煤炭、铝供应链制造业客户服务量占比 70%以上，不锈钢供应链制造业客户服务量占比 60%以上，谷物原粮供应链制造业客户服务量占比 50%以上。

从上下游的集中度来看，供应商方面，2024 年，厦门象屿前五大供应商采购金额合计 322.40 亿元，合计采购金额占采购总额的比例为 9.02%，集中度较低，且主要是全程供应链模式中的生产型企业，厦门象屿与上述企业合作年限较长，风险相对可控。下游客户方面，2024 年，厦门象屿前五大下游客户销售金额合计为 267.09 亿元，合计销售收入占比为 7.28%，集中度较低。同时，厦门象屿采用“全产业链服务模式”模式开展供应链服务业务，客户包括流通型客户和产业型客户，近年来，厦门象屿主动进行客户结构调整，逐步提升产业型客户的比重。此外，中诚信国际关注到，厦门象屿重要客户江苏德龙已被申请破产重整，象屿集团整体受让厦门象屿持有的江苏德龙及其控股子公司的债权³，涉及债权金额较大，目前江苏德龙破产重整方案尚未确定，相关事项进展尚待持续关注。

跟踪期内，公司大宗商品经营服务的结算方式未发生变化，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，跟踪期内，公司未发生重大信用风险事件。

此外，跟踪期内，厦门象屿以现金方式受让子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）债转股⁴投资人 43.5258%股权，交易金额约 42.00 亿元。本次交易后，厦门象屿持有

³ 根据厦门象屿发布的公告，其重要客户江苏德龙及响水恒生不锈钢铸造有限公司、响水巨合金属制品有限公司、响水德丰金属材料有限公司被申请破产重整，象屿集团拟整体受让厦门象屿对江苏德龙及其控股子公司的债权，包括但不限于公司对江苏德龙及响水恒生不锈钢铸造有限公司、响水巨合金属制品有限公司、响水德丰金属材料有限公司及其他江苏德龙控股子公司的预付账款、应收账款等对应的债权。截至 2024 年 7 月末，由于相关债权对应的担保物市场总价值大于债权账面价值，故以账面价作为债权评估值，厦门象屿对江苏德龙债权账面余额为 89.74 亿元。厦门象屿拟以 89.74 亿元作为转让价格，由具体持有江苏德龙债权的厦门象屿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。具体地，协议生效之日（含）起 30 日内支付 30%，协议生效一年之日（含）起 30 日内支付 40%，协议生效二年之日（含）起 30 日内支付 30%。2025 年 1 月 15 日，厦门象屿下属子公司已收到象屿集团下属子公司支付的第一期债权受让款合计 26.92 亿元。

⁴ 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

象屿农产 100%股权；本次交易使得厦门象屿资本公积及少数股东权益分别减少 16.40 亿元及 25.60 亿元，对业务经营未产生重大不利影响。

中诚信国际认为，公司供应链业务拥有显著的渠道及规模优势，经营货量保持稳定，市场竞争力强，部分业务随经营策略优化盈利能力有所提升。但在下游需求疲软及大宗商品价格低位波动等因素影响下，跟踪期内公司供应链业务收入有所收缩；未来公司将关注宏观经济及主要经营商品市场风险状况，加强大宗商品市场行情研判，运用期现结合、套期保值等风险对冲工具，提升价格风险主动管理能力。考虑到外部环境压力持续加大，中诚信国际将持续关注公司供应链业务稳定性以及风险控制能力。

跟踪期内，公司保持了很强的综合物流服务能力 and 资源整合能力，突出的物流资源优势为供应链业务的开展提供了有力支撑，2024 年物流业务收入及盈利水平均实现增长。

公司在业内率先构建以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，并加快全球化物流布局，为加速构建全球供应链服务体系提供有力支撑。2024 年，综合物流及铁路物流两大收入占比较高的业务均实现增长，物流板块收入同比增长 32.99%，增幅较大。

表 2：厦门象屿物流业务经营情况（亿元）

类别	营业收入		毛利		毛利率	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
大宗商品物流	70.85	94.22	7.03	8.37	9.93%	8.88%
其中：综合物流	55.41	61.71	5.50	6.61	9.93%	10.71%
铁路物流	12.54	28.45	0.51	1.32	4.07%	4.64%
农产品物流	2.90	2.49	1.02	0.32	35.16%	12.82%
铝产业物流	--	1.57	--	0.12	--	7.95%

资料来源：厦门象屿 2023 及 2024 年度报告，中诚信国际整理

综合物流服务方面，截至 2025 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 47.76 万平方米，在全国各地拥有自营仓库面积 151.09 万平方米，并在厦门及福州等地口岸拥有 100 余辆拖车，在全国 17 个口岸拥有自己的报关代理服务机构，同时，在厦门、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。2024 年以来，公司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共 15 类商品的期货交割库体系；同时，推动国内南北物流通道和东南亚、非洲国际通道业务量大幅增长，巩固中国-印尼航线市占率优势，打造亚欧国际班列精品路线，营业收入和毛利水平均实现同比增长。

铁路物流服务方面，目前公司拥有 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。2024 年，公司深耕煤炭和铝产业链，疆煤外运业务量大幅增长，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

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，厦门象屿以现金方式受让四家投资人所持象屿农产合计 43.5258%股权。

物流业务，加速布局优质轻资产站点，提升自备箱周转效率，相关业务营业收入和毛利水平同比增幅较大。

农产品物流服务方面，公司依托 5 大粮食收购平台和北粮南运物流服务体系，配备烘干、铁路专用线等资源，自有及合作仓容超过 1,200 万吨，配备 20 条铁路专用线，通过“公铁海”多式联运，发行人构建了一条连贯产区与销区的物流通路，完善北粮南运物流体系。2024 年，因国储业务量下降，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。

铝产业物流服务方面，公司于 2023 年 9 月成立了铝联物流专业子公司，2024 年以来，结合公司现有物流基础和铝供应链客商资源，在国内相对完善的“公、铁、水、仓”网络化物流体系基础上，重点围绕海外优势矿山，建立从源头到国内销区的全链条国际化物流优势通道，加快构建铝产业链专业化物流能力。报告期内，公司聚焦开拓核心铝行业工厂型客户，着力打造国内外精品线路，实现物流服务量 338 万吨，目前相关业务尚处发展早期，收入及毛利贡献相对较小。

中诚信国际认为，与其他供应链企业相比，公司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，2024 年以来业绩实现增长，但相关业务较易受外部环境影 响，未来收入及盈利水平稳定性尚待观察。

跟踪期内，象屿地产继续深耕长三角区域，项目储备区域布局较好，并在长三角区域逐步建立起品牌及规模优势，但 2024 年销售规模有所下滑，公司房地产板块的扩张速度、去化情况及资金平衡情况需持续关注。

公司房地产业务的运营主体为象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”），项目分布在上海、江苏、浙江、天津、福建、重庆、河北等地，产品以刚需和刚改住宅为主，经过多年发展，积累了较为丰富的房地产开发经验，尤其是 2021 年以来公司业务规模快速扩张。项目开发方面，随着拿地面积减少，2024 年公司新开工面积持续下降；2021 年以来获取的项目较多计划于 2024 年及以后竣工，2024 年竣工面积显著增长。截至 2025 年 3 月末，公司在建面积为 254.09 万平方米，较大体量的在建项目为公司的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 3：近年来公司房地产项目开竣工情况（万平方米）

	2022	2023	2024	2025.1~3
新开工面积	213.20	91.71	58.04	42.85
竣工面积	78.12	130.17	227.31	--
期末在建面积	427.51	374.19	202.54	254.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年公司在上海市项目供应减少，当期全口径签约销售金额和销售面积分别同比下降 38.89% 和下降 35.23%，销售单价较上年有所下降。2022~2024 年，公司销售金额权益比例分别为 49.02%、55.62%和 74.08%，权益比例持续增长，合作方主要包括招商局蛇口工业区控股股份有限公司、天安中国投资有限公司和苏州恒泰控股集团有限公司等地产开发商。2025 年 1~3 月，由于上年同期推盘量较少带来的低基数影响，当期签约销售金额同比大幅增加。

表 4：近年来公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2022	2023	2024	2025.1~3
销售面积（全口径）	105.75	114.59	74.22	15.67
销售金额（全口径）	360.37	403.40	246.50	57.34
销售均价（全口径）	3.41	3.52	3.32	3.66
销售面积（权益口径）	54.60	63.86	53.37	9.78
销售金额（权益口径）	177.31	224.39	182.60	34.27
销售均价（权益口径）	3.25	3.51	3.42	3.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司主要通过公开市场招拍挂及收并购的方式获取土地，坚持“区域深耕”的投资策略，重点主动布局沪浙和江苏两大区域，同时公司作为厦门市属国企适时在厦门市拿地。近年来公司主要进行合作开发，自 2021 年公司大规模拿地后，2022~2024 年公司新增权益口径土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 68.50%、56.95%和 57.01%，投资拿地节奏趋于平稳，但当前投资决策对单个城市的业绩表现依赖度高，未来经营策略调整情况有待观察。2024 年，在上海市、厦门和苏州各获取 3 宗地块，当年新获取项目并表率有所下降；2025 年一季度，公司在上海市全资获取一宗地块。

截至 2025 年 3 月末，公司全口径土地储备面积⁵合计 233.91 万平方米⁶，权益口径土地储备面积 152.65 万平方米。从区域布局来看，公司土地储备主要分布于上海、福州、厦门、苏州、南平、重庆、绍兴和天津等地区⁷，区域布局整体良好，但公司在主力销售城市上海的土拍市场竞争较为激烈，后续补货情况有待关注；此外，公司在重庆、绍兴等地部分项目销售进度偏慢，在房地产市场下行阶段存在一定去化压力。

表 5：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
新增项目数量	8	8	9	1
新增土地储备总建筑面积（全口径）	121.78	102.93	98.22	28.81
新增土地储备总建筑面积（权益口径）	76.19	82.79	58.13	28.81
新增土地储备金额（全口径）	204.44	166.89	163.26	62.07
新增土地储备金额（权益口径）	121.46	127.80	104.10	62.07
新增土地储备楼面地价	2.47	2.42	2.65	4.17

注：2025 年 1~3 月，公司新增的 1 个项目为位于上海闵行区的 MHP0-1005 单元 02-09 地块、03-04 地块，故新增土地储备楼面地价高于往年。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还在上海、江苏、厦门等地开展长租公寓业务，主要通过公开市场拿地、收购、合作开发、整合市场资源等方式运营开发，截至 2025 年 3 月末，象屿长租公寓合计出租面积 20.74 万平方米，相关业务运营稳健，但规模相对较小，对利润贡献较为有限。

中诚信国际认为，象屿地产具有较为丰富的房地产开发经验，依托国企背景及资金优势保持较快发展，并在长三角区域逐步建立起品牌及规模优势。竣工面积于 2024 年迎来高峰期，由于公司在上海市项目供应减少，2024 年销售规模有所下滑；公司项目储备区域布局较好，公司拿地节

⁵ 土地储备口径为在建项目剩余未售面积、竣工项目剩余未售面积和拟建项目总可售面积之和。

⁶ 截至 2025 年 3 月末，按未售面积计算，象屿地产存量房地产项目未售面积（全口径）233.91 万平方米分布在上海（21.07%）、福州（18.27%）、厦门（14.38%）、苏州（13.80%）、南平（9.61%）、重庆（7.07%）、绍兴（5.87%）、天津（5.86%）、唐山（2.56%）、南京（1.50%）共 10 个城市。

⁷ 截至 2025 年 3 月末，按占地面积计算，象屿地产土地储备 329.22 万平方米分布在上海、苏州、福州等一二线城市的比例为 68.44%，其他城市比例为 31.56%。

奏趋于平稳，但投资决策对单个城市的业绩表现依赖度高，融资渠道较为畅通。中诚信国际将对公司房地产板块的扩张速度、去化情况及资金平衡情况保持关注。

跟踪期内，象屿金象类金融业务稳步发展，2024 年以来消费金融业务受外部环境等因素影响业务规模继续收缩，但产业金融各业务稳步发展，资产管理业务进一步向“不良+产业”转型，未来或将进一步扩大相关业务布局；2024 年以来未新增重大涉诉项目，但仍需关注早期涉诉项目清收进展。

类金融业务的运营主体为厦门象屿金象控股集团有限公司（以下简称“象屿金象”），跟踪期内继续以产融结合为战略发展方向，深耕产业金融、消费金融和资产管理三大业务领域。2024 年，受市场利率下行等外部环境影响，象屿金象产业金融及消费金融业务收入有所减少，使得当年营业总收入下降，但参股企业确认的投资收益较多令投资收益明显增长，当年象屿金象实现利润总额 11.13 亿元，同比增长 7.29%；2025 年一季度，各项业务投放额同比增长带动营业总收入同比增长 14.59%，实现利润总额 2.53 亿元，同比基本持平。

分业务类型来看，2024 年以来委托贷款投放额及余额有所增长，但随着市场利率下行，相关利息收入随之减少，客户行业主要分布在供应链物流、黑色金属和焦炭等，业务多元化程度及与象屿集团核心产业关联度保持较高水平。2024 年以来保理业务当期发生额有所回落，主要系象屿企票链平台接入上海票交所后原低成本的保付单业务暂停新增投放所致，但常规保理业务投放增加及出表业务减少等因素令相关业务收益及期末余额保持增长，整体来看保理业务发展稳健。融资租赁业务规模以售后回租为主，2024 年以来投放规模保持增长，市场利率下行等外部因素令相关业务收益小幅下滑。依托集团产业背景和自身资源禀赋，2024 年以来资产管理业务继续由传统不良逐步向“不良+产业”转型，相关业务余额及收入保持较快增长，项目周期较长、不同项目处置进度存在差异等令 2024 年以来资金回笼金额有所下降⁸。此外，银亿破产重整项目持续推进，象屿金象亦继续拓展其他电解铝、煤炭、商业地产等“不良+产业”业务，有望进一步推动集团和重整企业业务协同。消费金融方面，2024 年以来，由于房地产行业受外部环境等因素影响仍处于筑底过程中，小贷业务规模进一步收缩，贷款发生额及相关业务收益继续下降，未来仍需持续关注行业政策对业务开展的影响及风险管控情况。

表 6：近年来象屿金象收入构成情况（亿元）

收入	2022	2023	2024	2025.1~3
产业金融	11.02	12.59	11.20	3.22
消费金融	5.50	5.95	5.44	1.17
资产管理	2.84	4.22	5.18	1.53
其他	0.55	0.20	0.12	0.005
合计	19.92	22.97	21.94	5.92

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，中诚信国际整理

⁸ 2022~2025 年一季度资产管理业务各期资金回笼分别为 31.63 亿元、24.89 亿元、17.35 亿元和 6.29 亿元。

表 7：近年来象屿金象各业务当期发生额（亿元）

业务	2022	2023	2024	2025.1~3
委托贷款	34.70	23.49	35.57	9.85
商业保理	121.53	162.72	124.32	31.36
融资租赁	22.29	17.57	23.09	7.15
小额贷款	40.73	14.12	13.16	5.62
资产管理	28.56	34.42	45.70	19.75
合计	247.81	252.32	241.84	73.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来象屿金象各业务期末余额（亿元）

业务	2022	2023	2024	2025.3
委托贷款	74.94	51.30	56.64	63.04
商业保理	12.75	40.04	55.88	65.20
融资租赁	30.81	29.32	33.45	35.98
小额贷款	4.40	2.91	2.02	2.31
资产管理	26.35	43.66	71.22	86.26
合计	149.25	167.23	219.21	252.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2024 年以来象屿金象逾期项目规模整体呈下降态势，并积极推进早期涉诉项目⁹清收，2022~2025 年 3 月末，主要涉诉项目已累计回款 4.92 亿元。由于前期对风险项目减值计提较为充分，且 2024 年以来未新增重大涉诉事项，当年计提相关减值准备金额很小¹⁰，但早期涉诉项目清收回款进展尚需关注。

受产成品售价大幅下降以及原材料成本高企影响，印尼不锈钢冶炼项目亏损幅度有所扩大；其他业务保持平稳发展，中诚信国际将持续关注印尼项目后续盈利恢复情况。

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。由于不锈钢行情持续下行，使得不锈钢产品价格下跌，同时部分不锈钢原料价格上涨，从而挤压钢材盈利水平，公司不锈钢冶炼业务盈利能力承压，2024 年亏损幅度有所扩大，中诚信国际将持续关注行业周期波动的影响及印尼项目后续盈利恢复情况。

表 9：近年来公司印尼项目产品销量及收入利润情况

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
不锈钢坯销量（万吨）	111.67	58.27	35.58	1.05
不锈钢坯平均单价（元/吨）	14,733	13,205	10,389	10,489
镍铁块销量（万吨）	63.44	129.62	130.26	42.80
镍铁块平均单价（元/吨）	14,723	12,490	9,272	9,530
合计销售收入（亿元）	257.58	238.85	157.80	41.91
净利润（亿元）	2.30	-23.46	-29.66	-4.03

注：为印尼项目境外运营主体 PT OBSIDIAN STAINLESS STEEL（以下简称“OSS 公司”）口径，截至 2025 年 3 月末象屿集团持有其 51.00%股权，江苏德龙持有其 49.00%股权。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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（以下简称“金象生化”）。金象生化具有 335 万吨/年玉米深加工产能，形成了以酶法制糖为核心的淀粉糖产业中心，年产结晶葡萄糖 70 万吨、发酵用糖 30 万吨，以及发酵法制氨基酸为核心的生物工程中心，年产苏氨酸 10 万吨、年产色氨酸 1 万吨。2024 年和 2025 年 1~3 月，金象生化分别实现营业收入 105.21 亿元和 20.62 亿元，分别实现净利润 1.29 亿元和 0.86 亿元，跟踪期内实现扭亏为盈，业务运营稳健。

厦门国际邮轮母港集团有限公司（以下简称“邮轮母港集团”）为港口航运核心经营单位，业务

⁹ 涉诉项目共 3 起，象屿金象及下属子公司均为起诉方；其中保理业务 2 起，委贷业务 1 起。涉诉金额合计为 4.19 亿元，截至 2025 年 3 月末已计提减值金额 3.54 亿元。

¹⁰ 2024 年，公司前期与广州华骏实业有限公司开展的委贷业务相关诉讼计提减值金额为 2,906.27 万元，其他诉讼未继续计提减值。

领域涵盖邮轮产业链发展、海上客运交通、海上旅游、文旅文创、园区开发运营、对台货运及民生消费品供应链等业务等。2024 年，邮轮母港集团实现收入 7.46 亿元，净利润-0.28 亿元，当年微亏主要系轮渡公司游客航线客单价同比下调及新增“屿见闽南”文旅项目筹建期费用增加所致。

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 2025 年 3 月末，公司在建的代建项目包括海沧航道四期工程、集美北路（集灌路-集美大道段）提升改造等项目，未竣工项目总投资 5.22 亿元，未竣工项目已实现代建管理收入（含税）合计约 473 万元。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内象屿集团资产、债务规模继续扩大，盈利水平逐步恢复，但经营获现规模有所下降，财务杠杆高位运行，考虑到公司银企关系良好、融资渠道多元畅通对偿还债务的支撑作用，公司偿债能力较强。

盈利能力

公司收入主要来自供应链运营业务，2024 年供应链业务收入规模下降使得公司营业总收入规模继续下滑，但 2025 年一季度收入同比增长；受益于农产品贸易盈利水平恢复、其他毛利较高的业务占比提升等，跟踪期内公司营业毛利率整体呈上升态势，主营业务盈利能力有所恢复。房地产业务¹¹及供应链业务计提的存货跌价准备及坏账准备同比增长，信用减值损失亦随综合金融板块业务规模扩大而有所增加，对利润形成一定侵蚀。此外，2024 年权益法核算的长期股权投资收益及处置交易性金融资产取得的投资收益同比增长¹²，带动投资收益上升。整体来看，2024 年供应链、房地产及类金融等主要板块盈利水平平均同比提升，公司综合盈利能力有所恢复，中诚信国际将持续关注公司未来盈利能力稳定性情况。

表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链全产业链	5,527.02	2.27	4,782.40	1.73	3,801.16	1.56	1,037.42	1.53
房地产	54.90	30.86	80.27	28.74	319.41	17.06	69.55	19.85
类金融	19.92	92.99	22.97	93.38	21.72	92.34	5.91	93.62
其他	24.38	6.30	19.34	16.92	21.85	26.25	5.70	17.01
营业总收入/营业毛利率	5,626.22	2.89	4,904.98	2.66	4,164.15	3.35	1,118.58	3.23

注：1、由于收入分类口径差异，故上表细分业务收入数据与审计报告列示数据不一致；2、其他业务主要包括民生消费业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

公司资产以流动资产为主，跟踪期内公司资产规模保持扩张态势。具体来看，存货主要为贸易库

¹¹ 2024 年，象屿地产计提资产减值准备 13.50 亿元，较上年增长 10.89 亿元。

¹² 2024 年，公司取得投资收益收到的现金为 9.89 亿元。

存商品以及房地产开发成本，2024 年以来开发成本及开发产品¹³规模下降使得存货有所减少；由于当年贸易业务规模下降，存货周转率及应收账款周转率有所下滑。非流动资产主要由长期股权投资和固定资产等构成；2024 年末长期股权投资降幅较大，主要系福建省港口集团有限责任公司股权由长期股权投资重分类至其他非流动金融资产所致；固定资产主要系镍铁不锈钢项目及港口板块资产，随折旧计提而持续减少。

公司负债主要由有息债务及合同负债构成，跟踪期内保持增长。合同负债主要为预售房款，跟踪期内公司交付结转规模较大令合同负债持续减少。由于公司业务运营资金需求仍保持在一定水平，2024 年以来有息债务规模同比上升。债务结构方面，因公司所处行业特性原因，短期债务占比较高，债务结构仍有优化空间。当期末公司权益规模有所增加，主要系发行永续债券所致。由于债务保持较快增速，2024 年以来公司杠杆水平持续上升，整体来看仍在高位运行。

现金流及偿债情况

2024 年，收现比下降等令经营活动现金净流入规模有所下降，虽然公司投资活动现金净流出规模亦同比减少，但营运资金需求增加令筹资活动现金净流入规模大幅增长。2025 年一季度，受供应链业务季节性因素影响，公司商品采购额增加，相应融资需求上升，使得当期经营活动现金呈大幅净流出，筹资活动现金为大幅净流入。偿债指标方面，2024 年，盈利能力恢复令 EBITDA 对利息的覆盖能力增强，但债务增幅较大、经营获现减少使得 EBITDA 及经营活动净现金流对债务的覆盖能力有所弱化。但考虑到截至 2025 年 3 月末，公司获得银行综合授信总额为 3,296.76 亿元，未使用余额 1,681.88 亿元，具备较强的财务弹性，加之子公司厦门象屿具备股权融资渠道、债务融资工具发行畅通等因素，公司整体偿债能力较强。资金管理方面，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。

表 11：近年来公司财务指标情况（亿元）

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用合计	86.74	106.02	105.19	25.34
经营性业务利润	71.21	21.15	31.78	10.05
资产减值损失	-9.64	-7.86	-17.10	-2.59
信用减值损失	-3.17	-11.96	-16.61	0.46
投资收益	11.39	4.99	15.95	3.34
利润总额	66.19	13.44	23.50	15.13
货币资金	381.97	379.77	433.98	396.56
应收账款	135.26	174.47	178.98	156.05
预付款项	177.01	252.42	161.01	179.89
其他应收款	169.08	223.38	341.12	365.00
存货	926.28	1,046.28	937.03	981.86
长期股权投资	97.64	165.97	123.37	124.15
固定资产	380.62	374.73	361.37	354.59
总资产	2,928.39	3,315.88	3,389.42	3,508.59
存货周转率(X)	7.20	4.84	4.06	4.51*

¹³ 截至 2025 年 3 月末，公司存货中开发成本为 441.65 亿元，占比为 44.09%，开发产品为 78.14 亿元，占比为 7.80%。

应收账款周转率(X)	45.81	30.34	23.40	26.38*
合同负债	353.40	539.47	429.10	412.30
短期债务	804.71	1,015.14	1,237.95	1,366.92
长期债务	611.19	606.42	661.52	729.51
总债务	1,415.90	1,621.57	1,899.47	2,096.44
总负债	2,096.90	2,440.98	2,506.73	2,620.09
其他权益工具	62.10	82.17	111.58	114.70
资本公积	101.81	113.51	106.41	105.28
未分配利润	85.20	78.02	72.37	73.70
少数股东权益	557.96	579.15	563.70	567.93
所有者权益合计	831.49	874.90	882.70	888.50
资产负债率(%)	71.61	73.61	73.96	74.68
总资本化比率(%)	65.94	69.21	74.33	76.36
经营活动净现金流	128.52	87.63	36.75	-162.83
投资活动净现金流	-126.78	-71.68	-60.02	-37.05
筹资活动净现金流	117.45	2.05	103.64	137.38
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.01	-0.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.20	1.32	0.60	--
总债务/EBITDA(X)	10.69	17.64	19.39	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.26	1.39	1.59	--
FFO/总债务(X)	0.05	0.01	0.02	--

注：1、2022~2024 年，公司对股东分红 8.10 亿元、7.48 亿元、4.52 亿元；2、受江苏德龙及其子公司的预付款转入其他应收款影响，2024 年末预付款项降幅较大，其他应收款相应增长；3、带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

母公司主要承担统筹管控职能，因此收入规模很小，母公司利润主要来自成本法核算子公司收益等，跟踪期内有所波动。母公司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，2024 年以来母公司资产及债务规模均同比增加，财务杠杆仍在高位运行。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债务规模及杠杆水平控制情况保持关注。

表 12：近年来母公司财务情况（亿元、%）

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业总收入	1.23	2.20	3.13	0.61
投资收益	16.21	12.05	9.36	0.26
净利润	8.82	7.96	8.33	-0.64
总资产	575.72	584.62	768.35	823.03
总负债	425.35	405.36	553.26	606.16
短期债务	207.24	203.03	376.03	385.65
长期债务	252.22	270.88	271.57	304.05
总债务	459.46	473.91	647.60	689.70
所有者权益合计	150.38	179.26	215.09	216.87
资产负债率(%)	73.88	69.34	72.01	73.65
总资本化比率(%)	83.88	83.00	86.22	87.10
经营活动净现金流	-75.63	-26.51	-19.40	6.41
投资活动净现金流	50.38	12.74	-73.22	-114.36
筹资活动净现金流	51.40	-4.99	151.00	48.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

或有事项方面，截至 2024 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，公司对外融资担保余额为 18.89 亿元，包括为厦门西海湾邮轮城投资有限公司（以下简称“西海湾邮轮城”）¹⁴项目融资担保 10.56 亿元和为厦门天马显示科技有限公司（以下简称“天马显示”）¹⁵项目融资担保 8.26 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计为 416.34 亿元，占当期末总资产的 12.28%，主要为存货、货币资金和固定资产等，其中受限货币资金为 56.14 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司及下属子公司作为原告提起诉讼的事项主要为买卖合同纠纷、进出口代理合同纠纷及货款逾期案件，已根据预计可回收金额相应计提了足额减值损失¹⁶，对公司财务影响有限。公司及下属子公司作为被告的诉讼共 2 起，涉诉标的金额分别为 1.93 亿元和 1.76 亿元，经一审判决，法院驳回原告全部诉讼请求，目前相关诉讼处于二审阶段，中诚信国际将对诉讼进展及其后续影响保持关注。

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，2022 年~2025 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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。

假设与预测¹⁷

假设

——2025 年，预计象屿集团供应链业务继续承压，但盈利能力进一步恢复。

——2025 年，预计象屿集团仍保持一定资本支出规模。

——2025 年，预计象屿集团债务规模进一步扩大。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	69.21	74.33	74.5~75.5
总债务/EBITDA(X)	17.64	19.39	15.0~17.0

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG¹⁸表现方面，公司各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司房地产开发业务面临着建设施工可能发生安全事故及对环境产生损害的问题，对此，公司精准化加强工程项

¹⁴ 截至 2025 年 3 月末，西海湾邮轮城注册资本和实缴资本均为 18.00 亿元，深圳招商远航投资有限公司和象屿地产持股比例分别为 60.00%和 40.00%。

¹⁵ 截至 2025 年 3 月末，天马显示注册资本和实缴资本均为 270.00 亿元，象屿集团持股比例为 10.00%。

¹⁶ 截至 2024 年末，厦门象屿未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 7.60 亿元；截至 2025 年 3 月末，象屿金象未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 4.19 亿元。

¹⁷ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

¹⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

目过程安全管理，持续完善大安全管理体系。公司积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司资金流出主要用于业务开展和债务的还本付息，由于公司主营业务发展，近年来公司资本开支快速增加，预计未来仍将维持在一定规模。考虑到公司银企关系良好，公开市场融资较为顺畅，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

外部支持

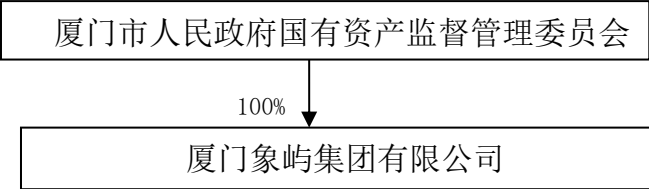
厦门市国资委陆续向公司注入资产和资金，对公司的支持意愿和支持能力均很强。

公司是厦门市国资委全资控股的市属一类企业，是厦门象屿保税区、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，地位重要。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，并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，当期划入净资产规模约 59 亿元；2023 年，由于厦门市国资委拨付资金及调整划拨资产，象屿集团资本公积进一步增加。上述事项体现出当地政府对公司的支持能力和支持意愿。

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

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 2025 年 3 月末）



截至 2024 年末/2024 年度公司主要子公司情况（亿元）

企业名称	主要营业收入板块	截至 2025 年 3 月末持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
厦门象屿股份有限公司	大宗商品采购供应及综合物流	49.63%	1,238.73	347.29	3,666.71	18.91
厦门象屿金象控股集团有限公司	产业金融、消费金融、资产管理	100.00%	310.95	111.93	21.94	9.44
象屿地产集团有限公司	房地产开发	100.00%	996.68	248.05	314.64	20.17
黑龙江金象生化有限责任公司	粮食加工、粮食收购与销售	59.44%	106.72	28.35	105.21	1.29
PT. OBSIDIAN STAINLESS STEEL	不锈钢一体化冶炼	51.00%	334.90	30.84	157.80	-29.66
厦门象屿产业发展集团有限公司	公共服务平台的开发运营、城市开发与改造提升、产业地产综合开发	100.00%	10.90	4.71	3.49	0.14
厦门国际邮轮母港集团有限公司	港口航运	100.00%	44.25	13.15	7.46	-0.28



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: 亿元)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	381.97	379.77	433.98	396.56
应收账款	135.26	174.47	178.98	156.05
其他应收款	169.08	223.38	341.12	365.00
存货	926.28	1,046.28	937.03	981.86
长期投资	253.61	257.19	309.17	319.89
固定资产	380.62	374.73	361.37	354.59
在建工程	46.73	42.02	53.17	52.67
无形资产	41.14	44.20	44.91	44.06
资产总计	2,928.39	3,315.88	3,389.42	3,508.59
其他应付款	130.44	117.47	115.22	108.84
短期债务	804.71	1,015.14	1,237.95	1,366.92
长期债务	611.19	606.42	661.52	729.51
总债务	1,415.90	1,621.57	1,899.47	2,096.44
净债务	1,106.83	1,295.20	1,495.15	1,756.02
负债合计	2,096.90	2,440.98	2,506.73	2,620.09
所有者权益合计	831.49	874.90	882.70	888.50
利息支出	58.54	66.34	61.70	--
营业总收入	5,626.22	4,904.98	4,164.15	1,118.58
经营性业务利润	71.21	21.15	31.78	10.05
投资收益	11.39	4.99	15.95	3.34
净利润	48.41	9.95	12.57	9.81
EBIT	104.15	58.66	63.86	--
EBITDA	132.43	91.93	97.97	--
经营活动产生的现金流量净额	128.52	87.63	36.75	-162.83
投资活动产生的现金流量净额	-126.78	-71.68	-60.02	-37.05
筹资活动产生的现金流量净额	117.45	2.05	103.64	137.38
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	2.89	2.66	3.35	3.23
期间费用率(%)	1.54	2.16	2.53	2.27
EBIT 利润率(%)	1.85	1.20	1.53	--
总资产收益率(%)	4.14	1.88	1.90	--
流动比率(X)	1.29	1.20	1.16	1.18
速动比率(X)	0.70	0.67	0.70	0.72
存货周转率(X)	7.20	4.84	4.06	4.51*
应收账款周转率(X)	45.81	30.34	23.40	26.38*
资产负债率(%)	71.61	73.61	73.96	74.68
总资本化比率(%)	65.94	69.21	74.33	76.36
短期债务/总债务(%)	56.83	62.60	65.17	65.20
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.01	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.09	0.02	-0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.20	1.32	0.60	--
总债务/EBITDA(X)	10.69	17.64	19.39	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.09	0.08	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.26	1.39	1.59	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.78	0.88	1.04	--
FFO/总债务(X)	0.05	0.01	0.02	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务，将资产支持专项计划金额由长期应付款科目调整至长期债务；3、带“*”指标已经年化处理；由于缺乏部分数据，部分指标无法计算。。

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：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	30.12	11.36	69.75	9.99
其他应收款	183.09	190.07	306.15	397.71
长期投资	333.80	348.62	354.28	364.02
固定资产	1.11	0.71	0.62	0.60
在建工程	0.09	-	-	-
无形资产	0.57	0.41	0.50	0.49
资产总计	575.72	584.62	768.35	823.03
其他应付款	26.09	12.34	16.28	30.57
短期债务	207.24	203.03	376.03	385.65
长期债务	252.22	270.88	271.57	304.05
总债务	459.46	473.91	647.60	689.70
净债务	429.34	462.54	577.85	679.71
负债合计	425.35	405.36	553.26	606.16
所有者权益合计	150.38	179.26	215.09	216.87
营业总收入	1.23	2.20	3.13	0.61
经营性业务利润	-8.62	-8.98	-7.19	-1.41
投资收益	16.21	12.05	9.36	0.26
净利润	8.82	7.96	8.33	-0.64
经营活动产生现金净流量	-75.63	-26.51	-19.40	6.41
投资活动产生现金净流量	50.38	12.74	-73.22	-114.36
筹资活动产生现金净流量	51.40	-4.99	151.00	48.19
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	68.77	70.56	79.78	76.96
流动比率(X)	0.96	1.01	1.01	1.06
资产负债率(%)	73.88	69.34	72.01	73.65
总资本化比率(%)	83.88	83.00	86.22	87.10
短期债务/总债务(%)	45.11	42.84	58.07	55.92

注：1、2025 年一季报未经审计。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
现金流	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。
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	还本付息能力较强, 安全性较高。
A-3	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 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。



独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn