

信用等级公告

联合[2017]1291号

厦门象屿股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对厦门象屿股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

厦门象屿股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

厦门象屿股份有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一七年 八月 七 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

厦门象屿股份有限公司

公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期发行规模：基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）

债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 8 月 7 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	207.93	260.98	339.10	513.68
所有者权益（亿元）	54.40	89.93	110.00	118.66
长期债务（亿元）	2.89	1.65	7.20	8.88
全部债务（亿元）	98.29	114.72	124.46	224.58
营业收入（亿元）	483.84	599.23	1,190.67	403.46
净利润（亿元）	3.55	4.62	6.73	1.94
EBITDA（亿元）	12.27	12.37	15.80	--
经营性净现金流（亿元）	-48.05	29.23	22.22	-82.80
营业利润率（%）	3.27	3.72	3.29	2.13
净资产收益率（%）	9.47	6.41	6.73	1.70
资产负债率（%）	73.84	65.54	67.56	76.90
全部债务资本化比率（%）	64.37	56.06	53.08	65.43
流动比率（倍）	1.13	1.12	1.09	1.06
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.91	2.32	3.12	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.23	1.24	1.58	--

注：1、本报告中数据不加注明均为合并口径；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、公司 2017 年第一季度未经审计，相关指标未年化；4、短期负债中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债计入公司短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）的评级反映了公司作为厦门市供应链管理与服务企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力、政府支持等方面具备的优势。近年来，公司在东北产区新增粮食代收储业务，同时不断完善多种产品供应链服务能力，业务规模迅速扩大，净利润稳定提高。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动、预付款对公司资金占用大、玉米临储政策取消、盈利能力受非经常性损益变动影响较大、公司债务负担重且存在一定短期支付压力等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2014、2015 年公司成功完成两次非公开发行，募集资金合计 32.20 亿元，资本结构得到优化，资本实力有所提升。未来，随着公司供应链业务的不断完善、仓储物流基地的逐步投产以及业务转型的逐渐推进，公司综合竞争实力有望进一步提高，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展创造了良好的外部环境。

2. 公司大宗商品采购及综合物流服务主业突出，经营规模较大，从业经验丰富，已建立了良好的上下游渠道，近三年发展迅速，业务规模迅速扩大，营业收入快速上升，净利润稳步提高。

3. 公司已经逐步形成了集国际货运代理、堆场、运输、配送、仓储、物流园区、供应链、内贸海运、进口清关、码头等业务为一体的综合物流平台，在厦门市区域地位突出；物流资源优势明显，综合物流服务能力较强。

4. 2014、2015 年公司成功完成两次非公开发行，所有者权益规模增长，资本结构得到改善。

关注

1. 公司大宗商品采购与供应业务中自营模式占比较高，考虑到大宗商品价格易随宏观经济、季节性及供求关系的变化而变化，若存货发生跌价损失会使公司的盈利能力受到一定的影响。

2. 公司贸易业务大部分通过预付款采购，其中在收粮季和合作种植季，公司粮食代收业务的预付粮食款规模较大，对公司资金将形成较大占用。

3. 公司粮食代收业务规模受国家临储政策变化的影响较大，2016 年国家玉米临储政策取消，当期公司来源于合作种植业务、合作收粮业务规模大幅下降，相关投资收益大幅下降。

4. 2016 年，公司公允价值变动损失、投资收益亏损规模较大，减少了公司当期营业利润。非经常性损益变动对公司盈利能力影响较大。

5. 公司以短期债务为主，且规模较大，短期偿债压力较大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”或“象屿股份”）前身为厦门特贸房地产开发公司，成立于1992年，注册资本为500万元。1999年以来，公司经过多次增资扩股和股权变更，并先后更名为厦门特贸发展有限公司、厦门象屿物流园区开发有限公司。2008年10月，公司变更为股份有限公司，并更名为“厦门象屿股份有限公司”，折股后股东厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）持有公司股本91.5%，股东象屿地产集团有限公司（以下简称“象屿地产”）持有总股本8.5%。2011年，公司更名为“厦门象屿物流集团有限责任公司”，同时股东象屿集团和象屿地产将合计持有公司100%股份全部转让给夏新电子股份有限公司（以下简称“夏新电子”，股票代码：600057.SH），夏新电子更名为“福建省厦门象屿股份有限公司”，公司成功借壳ST夏新在上海证券交易所上市，股票代码：600057.SH。2012年8月30日，公司更名为“厦门象屿股份有限公司”。后经历次增资扩股，截至2017年3月底，公司注册资本为11.71亿元，象屿集团直接和间接持有公司54.74%股份，为公司控股股东，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”）为公司实际控制人。

表1 截至2017年3月末公司主要股东持股情况

序号	股东名称	持股比例
1	厦门象屿集团有限公司	53.34%
2	云南国际信托有限公司-聚利33号单一资金信托	4.48%
3	厦门海翼集团有限公司	2.32%
4	深圳平安大华汇通财富-包商银行-中融国际信托-中融-融珲25号单一资金信托	2.30%
5	全国社保基金一零四组合	1.95%
6	全国社保基金五零三组合	1.92%
7	厦门象屿股份有限公司-第一期员工持股计划	1.70%
8	象屿地产集团有限公司	1.40%
9	厦门国际信托有限公司	1.06%
10	华泰证券股份有限公司	0.92%
合计		71.39%

资料来源：公司提供

公司经营范围：经营各类商品和技术的进出口；供应链管理；贸易代理；其他贸易经纪与代理；国际货运代理；国内货运代理；其他未列明运输代理业务（不含须经许可审批的事项）；机械设备仓储服务；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；房地产开发经营；其他未列明房地产业；商务信息咨询；软件开发；其他未列明信息技术服务业（不含须经许可审批的项目）。

截至2017年3月底，公司本部设财务部、会计部、资金部、运营管理部、物流管理部、物流稽核部、物流发展部等18个职能部门（见附件1）；纳入公司合并范围的子公司共95家；截至2016年底，公司在职工合计4,072人。

截至2016年底，公司合并资产总额339.10亿元，负债合计229.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.00亿元，归属于母公司所有者权益66.90亿元。2016年，公司实现营业收入1,190.67亿元，净利润（含少数股东损益）6.73亿元，归属于母公司所有者的净利润4.26亿元；经营活动产生的现金流量净额22.22亿元，现金及现金等价物净增加额1.99亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额513.68亿元，负债合计395.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.66亿元，归属于母公司所有者权益78.23亿元。2017年1~3月，公司实现营

业收入 403.46 亿元，净利润（含少数股东损益）1.94 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-82.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 24.50 亿元。

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

二、本次（期）债券及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

本次债券名称为“厦门象屿股份有限公司公开发行 2017 年公司债券”，发行规模不超过 10 亿元人民币，拟分期发行，发行期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，面向合格投资者公开发行；首期债券名称为“厦门象屿股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”，基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元），发行期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，面向合格投资者公开发行。本次债券面值 100 元，按面值平价发行。本次（期）债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。若债券持有人在第 3 年末行使回售权，所回售债券的本金加第 3 年的利息在投资者回售支付日一起支付。本期债券的最终基本利差和票面年利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定。本期债券的票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，公司可选择调整票面利率，存续期后 2 年的票面利率根据公司刊登的调整票面利率及调整幅度的公告确定，在存续期后 2 年固定不变。

本次（期）债券无担保。

2. 本次（期）债券募集资金用途

本次（期）债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

三、行业分析

公司营业收入主要来自大宗商品采购供应及综合物流服务业务，属于供应链管理服务行业。

1. 供应链管理服务行业概况

供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

从纵向流程上看，供应链就是指由客户（或消费者）需求开始，贯通从产品设计到原材料供应、生产、批发、零售等过程（中间或经过运输和仓储），最终把产品送到最终用户手上的各项业务活动。从横向流程上看，传统供应链上任何环节的运转都是由商流、物流、信息流、资金流这“四流”所驱动。在供应链出现外包后，又出现了新的一条“ workflow”，即对供应链上相关参与者的工作程序进行协调，使各环节能够无缝对接，从而使“四流”更加高效合理地运行。

表 2 供应链的“五流”与供应链管理的职能

类别	主要功能/内涵	供应链管理能够提供的服务项目
商流	货物在由供应者向需求者转移时，货物与其等价物的交换和货物所有权的转移	参与市场调研、作出需求预测、谈判撮合、作为交易的对手参与货物的买卖交易
资金流	随着商品实物及其所有权的转移而伴随发生的资金往来	商业信用放大、融通仓、货物赊销、代垫税费、代开信用证、外汇支付便利、集中收付款并提供资金流转服务
物流	货物从供应者到最终用户的全程实体形态的流动	运输、仓储、包装、装卸、分拣、供应商库存管理、通关保税、集货、其他增值服务
信息流	商流、资金流、物流的流动影像，分为信息采集、传递和加工处理	条码管理、在途查询、数据报送、供应链管理系统开发
工作流	协调相关参与各方的工作程序，使各环节能无缝对接	人员现场进驻、编制作业指导书、协调多方行动

资料来源：联合评级整理

进入现代后，供应链开始变得复杂，对企业运营的重要性也日益凸显，逐步发展成为一个独立的经济领域。2014 年我国发布的《物流业发展中长期规划（2014~2020 年）》，把推动与发展供应链管理列为十二大工程之一。在国家政策的推动和市场需求的刺激下，我国供应链企业不断涌现，特别是珠三角与长三角已成为供应链管理推动的主力军，根据前瞻产业研究院的预测，到 2020 年，我国供应链市场规模将达到 3.1 万亿美元。

总体看，供应链管理服务行业是现代物流领域专业化分工的产物，有助于提高企业经营管理效率，具有广阔的发展前景。

2. 主要子行业状况

供应链管理服务行业的交易盈利环节发展主要取决于两方面的因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买断赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。随着中国经济增速放缓，煤炭、钢铁、铁矿石等大宗商品市场低迷，倒逼物流企业向供应链管理服务业务转型并提升效率，同时政府也开始推出支持政策推动供应链管理服务企业发展，供应链管理服务行业开始迅速成长。目前，我国供应链管理服务渗透度较高的行业主要是大宗商品贸易（如钢铁、矿石、煤炭、纸浆），仓储、物流及管理服务是其最基础的三个因素。

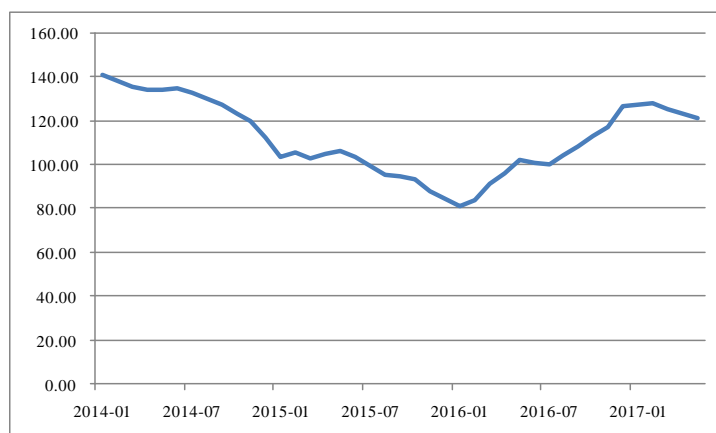
（1）大宗商品供应链服务

大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。从我国大宗商品现货市场来看，近年来现货市场交易额维持快速增长，2015 年实现总交易额 28.96 万亿元，同比增长 29%，商务部预计 2016 年总交易额有望突破 43 万亿元。

大宗商品受国际经济形势等多方面因素影响，价格波动较大。近年来，世界经济增速放缓，煤炭、钢铁等行业产能过剩明显，有色金属、黑色金属、石油及其他大宗商品的稀缺性减弱以及世界资源巨头的高度垄断等方面的因素得到缓解，大宗商品行业的长期景气度下行压力较大，其中能源类、钢铁类、矿产类、有色类、橡胶类、油料油脂类、食糖类大宗商品价格指数均呈现下跌趋势。2015 年起，随着供给侧改革的实施，能源、钢铁、建材、有色金属等行业去产能成效显著。2016 年初，受供需错配影响，大宗商品价格到达历史低位后触底反弹，铁矿石、铜、锌、原油、天然气、黄金、白银等商品价格均大幅上涨，大宗商品市场快速升温。2017 年 1~2 月，大宗

商品价格指数保持平稳，之后连续 4 个月持续走低，2017 年 6 月份，大宗商品价格指数为 118.28 点，比上月下降 2.9 点，降幅为 2.4%。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind 资讯

从贸易销售利润率情况来看，2012 年以来贸易行业整体利润率稳中有所下降，但基本保持稳定，商业贸易行业平均销售利润率约为 8%，物资贸易行业平均销售利润率约为 3%，盈利水平较低。在此环境下，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，对供应链管理带来的成本节约效益的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得对上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，逐渐开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，商业竞争日益激烈，贸易方式灵活多样，使其面临多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等；通过整合产业链，向上端和下端延伸，能够将各种外部的风险内部化，提高企业的稳定性。

整体看，大宗商品同时具备实物和金融属性，受宏观经济增速放缓、部分行业产能过剩等因素影响，大宗商品价格波动较大，传统贸易商的盈利空间日益收窄。在此环境下，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

（2）物流类供应链服务

随着经济总量的迅速增长，我国物流市场的整体规模也迅速扩大，但近年来增速放缓，进入调整转型期；其中，物流需求结构持续优化，工业品物流需求小幅回落。

从 2013 年开始，中国成为世界物流总量第一大国。2014~2016 年，中国物流业总收入分别为 7.1 万亿元、7.6 万亿元和 7.9 万亿元，2016 年同比增长 4.6%，增速较上年提升 0.1 个百分点，保持低速增长；全国社会物流总额分别为 213.5 万亿元、219.2 万亿元和 229.7 万亿元，2016 年同比增长 6.1%，增速较上年提升 0.3 个百分点。2016 年，工业品物流总额较上年增长 6.0%，实现平稳增长，采矿业、高耗能行业物流需求增速回落，装备制造业、高技术产业物流需求增速持续加快；进口物流总额较上年增长 7.1%，增速提升 6.9 个百分点，大宗商品和高新技术产品物流量均有所增长；单位与居民物流总额较上年增长 42.8%，增速提升 7.3 个百分点，电商等新业态物流需求持续高速增长，在“双十一”等促销活动强力推动下，11 月日均快递业务量是上年同期的 1.4 倍，消费物流需求快速增长，物流需求结构进一步优化。

近年来，社会物流总费用同样保持低速增长趋势。2016 年，全国社会物流总费用为 11.1 万亿元，较上年增长 2.9%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.9%，较上年下降 1.1 个百分点，经济

运行中的物流成本有所下降，但与发达国家相比，仍处于较高水平。

较高的物流费用为供应链管理服务行业提供了广阔的发展空间。成熟的供应链管理系统能够帮助产业链内企业优化采购、装卸、运输、仓储、加工、分销等各个环节，提高供应链节点企业按时交货率，缩短订单周期时间，同时降低人力、物力、财力及风险成本，具体包括规划最优的运输路径，减少无效运输，调节运输负荷，确保大部分集装箱等满载，减少运输资源的浪费；有效衔接供给及需求，加快资源周转，降低库存水平，减少仓库购置成本，提高仓储利用率，从而降低时间成本及财务成本等，并降低风险；同时对分销中心的数量进行规划和精简，降低分销成本；此外，通过电子标签和物联网的信息系统等先进的技术，供应链管理企业能够帮助企业实现订单匹配、货物分类整理、流通加工、包装、质检、分拣、信息共享等一系列程序管理，提升自动化管理水平，在很大程度上减少货物清点、人工操作等环节，从而提升效率及降低成本。

物流服务价格方面，2015~2016年，中国物流服务价格指数平均值分别为50.0%和49.9%，同比分别回落0.4个百分点和0.1个百分点，反映出在物流需求特别是大宗物流需求规模总体放缓及油价低位运行等多重因素综合影响下，物流服务价格整体处于低位振荡期。

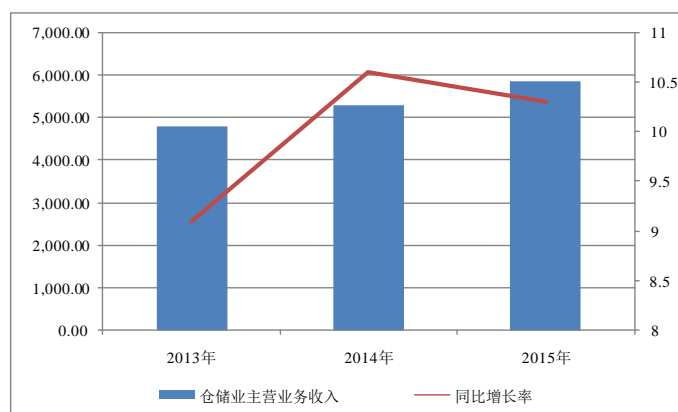
总体看，随着经济总量的迅速增长，我国物流市场的整体规模也迅速扩大，社会物流总费用也随之增长；社会物流总额的增长和较高的社会物流费用为供应链发展提供了空间。

（3）仓储类供应链服务

仓储是物流行业的重要子行业之一，除从事仓储业务外，同时包含货物储存、保管、中转等仓储服务。近年来我国仓储业企业数量和规模持续增长，但增速有所放缓；人均仓储面积不高，设施与发达国家相比仍有一定差距。2012年以来，我国通用仓储业企业数量持续增长，截至2016年底，营业性通用仓库面积约10亿平方米，仓储业企业数量约3.5万家，人均仓储面积约0.5平方米（美国人均仓储面积约5平方米）。但我国物流总成本占GDP总额的14.9%，远高于美国，我国物流设施与发达国家相比还有一定差距，传统大型仓储企业盈利能力较弱，高标准物流设施不足，仓储工业用地资源减少，传统仓储企业面临一定转型压力。

我国仓储业主营业务收入规模持续增长，增长率趋稳；2015年平均销售利润率呈现下滑。从仓储业主营业务收入规模变动情况看，2013~2015年，仓储业主营业务收入规模保持持续增长，增长率较稳定，维持在10%左右；2015年，仓储业主营业务收入规模达到5,862.00亿元。

图2 近年来仓储业主营业务收入及变动率（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

注：2016年仓储业主营业务收入数据尚未公布。

总体看，近年来我国仓储业企业数量和规模持续增长，但人均仓储面积仍较小，设施与发达国家相比仍有一定差距；我国仓储业主营业务收入规模持续增长，增长率趋稳。

3. 行业政策

2014年9月，国务院办公厅发布《物流业发展中长期规划（2014~2020年）》（国发[2014]42号），部署加快现代物流业发展，建立和完善现代物流服务体系，提升物流业发展水平，为全面建成小康社会提供物流服务保障；并且提出，到2020年，要基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系。

2015年7月，商务部颁布《关于智慧物流配送体系建设的实施意见》，提出智慧物流配送体系建设要以“互联网+”理念为指导，把握互联网、物联网背景下的物流业发展规律，以信息化、智能化设备为载体，加强技术创新和商业模式创新，优化供应链管理和资源配置，促进提高效率、降低成本，提升物流业综合服务能力和整体发展水平。

2016年2月，人民银行等八部委印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，指出，要“大力发展应收账款融资”，“推动更多供应链加入应收账款质押融资服务平台”。供应链被认为是解决应收账款问题的一个重要方式。

2016年10月，发改委发布文件《促进民间投资健康发展若干政策措施》，提出“推动动产质押统一登记立法，建立以互联网为基础、全国集中统一的动产和应收账款等财产权利质押登记系统”。此举有利于互联网供应链金融平台做好动产质押融资、应收账款融资等项目的风控，甄别相关权利。

总体看，我国尚未专门针对供应链制定相应的法律法规，但供应链管理服务作为物流、金融的领域的重要组成部分，已经得到政府的重视，受到越来越多的政策支持。

4. 行业关注

我国供应链管理服务企业综合能力较弱

目前，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，大部分供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小，真正应用供应链管理的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少。

大宗商品交易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。近年来钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

5. 行业发展

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，大宗商品的形势将发生较大变化，传统依靠低价取胜、垄断资源、单打独斗的模式已经不能适应市场发展，大宗商品贸易商开始向产业链的上下游延伸，逐步渗透产业链的各个环节，全方位创造增值机会的同时控制风险。制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强将带动大宗商品供应链服务领域的快速发展，并对综合物流产生较大的推动作用，物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，加速库存商品和运营资金的周转效率，向供应链一体化、信息化和智能化转变，行业内企业不断拓展服务行业，完善服务模式，行业集中度将进一步提升，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

此外，“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实现经济提质增效，对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合，行业集中度将进一步提升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是全国领先的供应链管理、投资、运营服务商企业，旗下拥有 90 余家投资企业，服务网络遍布中国大陆主要城市、香港，并在新西兰、美国等国家设立了境外公司。公司基于“立足供应链，服务产业链”的经营理念，通过物流、商流、资金流、信息流四流合一的一体化流通服务平台，已在塑化产品、金属材料、林产品、进口汽车和农产品等五大类产品上形成了较强的供应链服务能力。

公司贸易业务以大宗商品贸易业务为主，与下游客户建立了良好的合作关系；同时，自 2014 年起在黑龙江产区开展粮食代收和粮食贸易业务。公司物流服务已形成包括以物流园区平台建设及运营、供应链管理（大宗商品采购分拨）为主营的大物流产业群，是厦门象屿保税区、厦门现代物流园区的开发运营服务商。公司物流业务的客户包含世界 500 强在内的众多跨国公司、国内大型企业等。公司在主要口岸自营和包租管理（非粮食）仓库面积超过 115 万平方米、堆场面积 28 万平方米，还可提供每年 120 万吨的钢材开平纵剪加工及 6 万吨的化工塑料灌包加工服务。公司经营和管理的粮食仓容约 1,500 万吨，管理国储粮库存总量达 1,385 万吨。

2016 年，公司营收超过千亿元，资产规模大幅增长。同时，2016 年，公司首次进入《财富》（中文版）2016 年“中国 500 强”排行榜前 100 名，位列交通运输、物流、仓储业第 4 位，并获评 2016 年度中国物流企业 50 强第四位、2015 年全国仓储企业 100 强第四位、2016 年度“中国物流杰出企业奖”、中国货代物流百强第四名，还获评福建省第八轮农业产业化省级重点龙头企业和厦门市农业产业化市级重点龙头企业。

总体看，公司营业规模大，经营范围广，行业地位较突出，在供应链服务领域具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

截至 2017 年 4 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 19 人，具有丰富的行业经验和管理经验，专业素质较高。

公司董事长张水利先生，1965 年出生，公司董事长。现任厦门象屿集团有限公司董事长、党委副书记。曾任厦门象屿宝发有限公司副总经理，厦门象屿国际贸易有限公司总经理，厦门象屿集团有限公司贸易中心总经理，厦门象屿集团有限公司副总裁、总裁。

公司董事兼总经理邓启东先生，1970 年出生，研究生学历，公司董事、总经理兼厦门象屿物流集团有限责任公司总经理。曾任厦门象屿集团有限公司贸易中心副总经理、贸易中心常务副总经理、厦门象屿集团有限公司总裁助理兼贸易中心总经理。

截至 2016 年底，公司在职工合计 4,072 人。从教育程度来看，高中及以下占 29.42%，职高及中专占 12.18%，大专及本科占 54.64%，硕士占 3.76%。从分工来看，业务支持人员占 25.29%，

行政人员占 13.26%，财务人员占 10.22%，技术人员占 1.84%，销售人员占 26.23%，生产人员占 23.16%。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，员工构成可满足公司发展需要。

3. 外部环境

公司位于福建省厦门市，福建省和厦门市均是国内物流行业较为发达的地区。

从福建省情况来看，根据福建省委《关于制定福建省国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，“十三五”期间福建省将优化基础设施布局，着力互联互通，打造对接两洲、服务中西部、便利两岸往来的综合枢纽。同时发展壮大以东南国际航运中心为重点的海西港口群，推进干线铁路网、高速公路网、普通国省干线公路网和重点干线机场、支线机场与空港建设，加快建设综合运输站场，提升普通公路服务水平。加强与长三角、珠三角互动合作，探索建立产业、交通、环保等领域的协调机制，推动建设一批省际产业合作园区和合作项目。并加强跨省铁路、公路和港口等重大基础设施统筹规划布局与协同建设，深化福建省沿海港口与内陆省之间的物流供应链协作。

厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。目前厦门市从事物流相关经营的企业有 2,000 多家，其中具有一定经营规模的有 200 多家，包括一大批国内外的知名物流企业。为了更好地促进厦门物流产业的发展，厦门市已相继完成了“四大物流园区（东渡—象屿—航空港物流园区、海沧物流园区、杏林物流园区、浏五店物流园区）”的规划工作。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。

总体看，公司外部发展环境良好，有利于公司持续发展。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》等有关规定，建立了规范的法人治理结构，包括股东大会、董事会、监事会等。

董事会是公司经营决策机构；董事会由 9 名董事组成；董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名，独立董事 3 名；董事会任期 3 年。按照《公司法》和《公司章程》相关规定，全体董事由股东大会选举产生；董事长和副董事长由董事会选举产生。

监事会主要负有监督职能，设 5 名监事，其中监事会主席 1 名、职工代表监事 3 名，任期三年。按照《公司法》和《公司章程》的相关规定，监事会成员中三名职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生；两名监事由股东大会选举产生；监事会主席由监事会选举产生。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名。总理由董事会聘任或解聘，负责公司日常经营管理工作。总理由董事会任免，对董事会负责。

总体看，公司治理结构完善，能够维持公司的日常运行。

2. 管理制度

为有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包

括《制度建设管理办法》、《总经理工作细则》、《预算管理制度》、《对外担保管理制度》、《融资管理制度》等。

资金管理和控制方面，公司建立了《货币资金管理制度》、《应收账款管理制度》等一系列制度，虚拟建立内部结算中心，对投资企业实行资金集约管理；公司投资企业根据其五年财务规划、年度财务预算，每周滚动编制并上报四周现金流量计划，每日上报资金存款情况；除此之外，公司还对投资企业进行内部评信，确保行业发展的资金需求。

财务管理方面，公司财务中心根据投资层级，建立财务三级管理框架，明确各层级财务机构在财务战略和规划、部门建设、财务会计制度建设、财务信息管理、预算管理、财务管理和控制、公司理财等财务会计方面的事权和责任。

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》并贯彻执行。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，各级决策部门在对投资项目的方向定位、内外部环境、投资运营方案、经济可行性等进行全面评估的基础上对具体投资方案做出决策。公司投资管理部为公司投资项目管理的职能部门。

融资管理方面，公司制定《融资管理制度》，规范公司融资管理，明确各层级融资工作职责。将公司权益性融资和债务性融资（包括不限于发行股票、配股、增发、发行可转换公司债券、向银行或非银行金融机构贷款、融资租赁等纳入管理范畴。公司根据年度预算管理的要求编制融资计划，并经公司董事会通过确定年度融资额度。

在规范金融衍生品相关交易的风险方面，公司制定了《厦门象屿股份有限公司远期外汇交易业务管理制度》、《厦门象屿股份有限公司套期保值业务管理制度》，规定公司不进行单纯以盈利为目的的外汇交易，所有外汇交易行为均以正常经营业务为基础，以具体经营业务为依托，以套期保值为手段，以规避和防范汇率风险为目的。

担保制度方面，公司制定了《担保管理制度》并贯彻执行。公司仅对全资子公司、控股子公司提供担保，非经公司股东大会特别决议批准，公司不得对公司全资子公司、控股子公司以外的他人提供担保。按年为下属子公司提供担保的总额等事项提交董事会及股东大会审议后严格执行。

子公司管理方面，为明确母子公司各自的责、权、利和相互运作关系，公司依据《公司法》和《公司章程》制定相关管理制度，规范各下属公司董事会的议事和决策程序，明确了下属公司董事会、经营层、集团职能部门的职责，进一步加强了对子公司的管理控制，规范子公司的经营行为。公司通过委派董事、总经理或财务总监实现对子公司的管理，建立内部结算中心，对子公司实行资金集约管理。通过资金调配、贷款担保、财务审计与稽核和投资项目审批及业绩考核等手段，指导和影响子公司的经营，减少子公司在市场经营中的风险。严格的风险控制机制和科学的投资决策机制有效地规避了经营风险。

总体看，公司治理结构合理，各项规章制度较为健全，管理水平符合业务要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以供应链管理（贸易及物流）为主业，目前已在塑化产品、金属材料、林产品、进口汽车和农产品等五大类产品上形成了较强的供应链服务能力。2014~2016年，公司主营业务收入呈快速增长态势，年均复合增长率为56.81%，主要系大宗商品采购供应及综合物流服务收入大幅增长所致，2016年公司实现主营业务收入1,185.60亿元，主要系化工产品和金属材料贸易量增长所致；2014~2016年，净利润年均复合增长37.62%，2016年为6.73亿元。

从主营业务收入构成来看，2014~2016年，公司大宗商品采购供应及综合物流服务业务占主营业务收入的比重均保持在99%以上，收入规模年均复合增长56.98%，主要系市场行情回暖，化工产品经营规模大幅增长，以及公司不断开发和升级钢材、不锈钢以及铝产品供应链，金属材料类产品的贸易量逐年上升所致。物流平台开发运营业务规模较小，2014~2016年收入较稳定，主要为物流园区收取的室内仓库、商铺的租金收入；2016年实现收入2.47亿元，占比为0.21%。

从毛利率来看，2014~2016年，公司大宗商品采购供应及综合物流服务业务毛利率基本稳定，分别为3.06%、3.30%和3.12%，整体水平较低，但基本保持稳定；物流平台开发运营业务毛利率高，三年分别为52.42%、49.03%和44.01%，物流平台开发运营业务主要收取租金，毛利率相对较高，2016年毛利率较2015年有所下降，主要系受营改增的影响收入确认金额减少所致。由于物流平台开发运营业务整体收入规模很小，对公司整体毛利率水平拉动作用有限。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2014年			2015年			2016年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
大宗商品采购供应及综合物流服务	480.05	99.56	3.06	591.68	99.63	3.30	1,182.93	99.78	3.12
物流平台（园区）开发运营	2.13	0.44	52.42	2.17	0.37	49.03	2.47	0.21	44.01
其他	--	--	--	0.04	0.01	100.00	0.20	0.02	100.00
合 计	482.18	100.00	3.28	593.89	100.00	3.47	1,185.60	100.00	3.22

资料来源：公司提供

注：1、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收入和烘干收入等业务收入；2、大宗商品采购供应及综合物流服务业务主要由贸易及物流两部分构成。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入403.22亿元，同比增长107.02%，主要是大宗商品采购供应及综合物流服务业务收入增加所致，相应该业务收入占比进一步提升至99.82%，但毛利率下降，带动公司整体毛利率较2016年下降0.92个百分点至2.20%，大宗商品及物流供应链业务毛利率下降的主要原因系公司为加快资金回笼，降价处理逾期产品所致。公司物流平台（园区）开发运营业务收入为0.73亿元，同比增长52.83%；该业务收入占比仍较小；毛利率为35.98%，较上年下降8.03个百分点。

整体看，公司主营业务突出，其中占主导地位的大宗商品采购供应及综合物流收入规模持续大幅度增长，毛利率较为稳定，但处于较低水平。

2. 大宗商品采购供应及综合物流服务

大宗商品采购供应及综合物流服务是公司营业收入的主要构成部分，近年来公司依托自身物流平台、信息平台、资金规模、营销渠道等优势，积极整合资源要素，通过帮助上游供应商拓宽分销渠道，协助下游客户建立可靠的采购渠道，提高系统效率，获得协同效应。目前公司已形成了包含农产品供应链、金属材料供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链在内的“五大核心产品供应链体系”的战略布局，并向产业链上下游相关领域适当延伸，逐步培育新的增长点。

（1）大宗商品采购供应

公司目前主营产品品种包括化工材料、金属矿产和农副产品等三大类，其中化工材料主要包括PE、PP、PVC、甲醇、甲苯和聚酯原料；金属矿产主要包括钢铁、有色金属（铜、铝、锌、镍、

铬)、各类矿产和煤炭;农副产品主要包括粮食谷物、食品原料及饲料原料(鱼粉、乳清粉等)、木材和木制品等。2016年上述三大类产品贸易业务收入占比分别为17.88%、69.21%、6.56%。2014~2016年,公司化工产品贸易收入波动中大幅增长,2015年同比下降16.31%,主要系因市场行情波动影响,公司适度减少业务量,同时价格回落所致,2016年大幅增长主要系市场行情回暖,业务规模扩张所致;金属矿产贸易规模快速增长,主要系公司不断开发和升级钢材、不锈钢以及铝产品供应链,贸易量逐年提升所致;农副产品方面,2015年农副产品收入(除了林产品)规模大幅下降,主要系公司预计玉米临储政策¹发生变化,从而主动调整了玉米贸易规模,同时依据市场行情降低了鱼粉、饲料谷物等的贸易规模所致,2016年农副产品收入下降主要系北粮南运受限及玉米临储政策取消,致使部分产品价格倒挂,农副产品贸易业务经营风险加大,公司控制贸易规模所致;其他商品方面,2014年收入规模较大,主要系包含林产品营业收入24.18亿元,2015年林产品收入纳入农副产品中,因此其他产品收入大幅下降,2016年其他商品收入较上年大幅增长至73.01亿元,主要系平行进口车规模扩大同时白银贸易业务扩大所致。

表4 公司贸易业务收入构成情况(单位:亿元、%)

商品类别	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工产品	113.30	24.37	0.87	94.83	16.62	0.74	205.83	17.88	1.22
金属材料	203.96	43.86	2.59	347.67	60.94	2.17	796.56	69.21	2.67
农副产品	119.44	25.69	4.59	118.58	20.78	4.03	75.53	6.56	2.47
其他商品	28.27	6.08	2.62	9.45	1.66	4.28	73.01	6.34	2.91
合计	464.98	100	2.69	570.52	100	2.35	1,150.93	100.00	2.42

资料来源:公司提供;

注:2014年林产品营业收入24.18亿元,归类为其他业务收入,2015年林产品营业收入纳入农副产品中。2015年和2016年其他产品中主要包含平行进口车、白色家电类、集采业务和其他商品等。

近年来,公司的大宗商品贸易逐渐摒弃以往传统贸易的操作模式,依托多年建立起来的贸易网络,与供应商建立战略合作关系,获得优惠贸易条件并降低业务风险,同时通过嫁接物流服务和物流金融服务,整合形成了从上游采购到下游配送的供应链服务平台,盈利模式从简单的价差收入逐步转化为价差收入辅以供应链增值服务的模式,稳固客户关系,从而获得了稳定的业务利润,目前公司贸易业务主要通过期货套保规避价格波动风险,实际风险敞口小;同时公司逐步介入生产型企业的采购与销售环节,以实体企业全程供应链服务的创新模式提高客户粘性,提升供应链环节的经营效益。

公司目前贸易模式分为低风险业务和自营业务两种,以低风险业务为主。低风险业务即为公司不需要承担价格风险,确定下游销售客户后再向上游采购,同时要求下游客户按预估价格缴纳一定比例的保证金,若实际采购价格比预估价格高,公司会要求下游客户追加保证金。公司自营业务需承担价格风险,2016年公司的自营业务收入占比49%,自营比例较高,对于自营业务公司在向上游采购时会通过期货进行套期保值来控制价格波动风险。

采购定价方面,公司除了随行就市的一对一谈判外,还与供应商进行协商和探讨,通过长约定价、公式定价、二次定价等方式,长约期限均一年以内。由于订购量相对较大,在与供应商的议价中能掌握相对的主动权,价格一般会低于或持平于同行业的优势价格。采购结算模式方面,公司主要以锁定供应商以及销售客户的形式开展。对上游大宗商品的供应商的结算方式方面,钢

¹ 2016年,国家在内蒙古和东北三省按照“市场定价、价补分离”的原则,将以往的玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制,玉米价格由市场形成,供求关系靠市场调节,生产者随行就市出售玉米,鼓励各类市场主体自主入市收购。玉米临储政策取消后,玉米将按照市场定价,价格波动可能会更大。

材以预付货款²的形式结算，其他商品约 60%~70%采用预付货款方式结算，剩余部分货到付款。采购结算币种主要为人民币和美元。

销售定价方面，自营部分根据市场情况定价，其中可在期货市场交割的产品，公司一般会配套相应的套保业务以对冲价格波动风险；若是低风险业务，如长约销售、预售业务等，销售价格则是在采购成本上加成公司应收取的收益。商品销售结算方式方面，主要通过信用证方式、商业票据、银行汇款等形式。下游客户要向公司缴存一定比例的保证金（10%~30%），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。公司为确保控制货权，降低业务风险，均要求所采购的货物需储存在指定的仓库，下游客户交付剩余货款后方可提货。销售结算币种主要为人民币和美元，平均赊销账期约 30 天，最长不超过 3 个月。公司为降低汇率风险，通过远期外汇交易来锁定未来收付汇汇率。整体看，公司为有效控制业务风险，对于贸易业务的结算模式实施较为严格的管理和控制。

在货源的稳定性方面，公司通过与上游厂商保持长期的、战略合作伙伴关系，一定程度上能保证货源品质的优质和维持货源的持续稳定。目前公司各类贸易商品前五大供应商的采购比重不高，对单一供应商的依赖程度不高，其中，2014~2016 年公司前五大供应商采购金额占全年采购量的 12.25%、18.27%和 16.19%。

公司大宗商品采购供应业务以国内贸易为主，2014~2016 年，国内贸易占贸易总额的比重分别为 79.89%、73.91%和 80.12%，主要经营主体为公司本部的贸易事业部及公司控股子公司，目前已形成以厦门、上海、广州、天津、青岛、重庆、张家港等为核心辐射全国的市场网络和战略布局，销售区域主要集中在华东地区、福建地区、华南地区、华北地区；进出口贸易则以进口为主，主要区域集中在亚洲和拉美，包括中国香港、中国台湾、新加坡、印尼、马来西亚、日本、韩国、秘鲁等国家和地区。

化工产品

公司化工材料贸易主要以 PE/PP、PVC、芳烃、PTA 和乙二醇为主。其中 PP/PE 产品主要供应商包括中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气集团公司等，同时公司还与全球主流石化厂商均保持有密切关系。PVC 产品主要以内贸为主，终端直销比率维持在 90%以上，市场占有率保持在 2%左右，同时公司与新疆中泰化学股份有限公司等供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。

近几年公司开始与上游化工加工工厂合作，同时和下游深入开展合作，以在降低风险的同时实现供应链的延伸。化工产品也在随着公司经营战略而调整，沿着公司主营产品的上下游供应链深耕。如 2016 年在资本市场参与重要客户的非公开定向增发，加大了与终端客户的粘性，同时进行资产并购，与合作伙伴成立象屿石油，并沿着石油上下游拓展，大幅度拓展混合芳烃、重质油等液化产品业务等。

化工材料销售方面，公司依托各地分公司，已搭建起了以河北、上海、福建、广东等地区为核心的较为完整的华北、华东、华南全国销售网络，以直接销售给下游厂家为主，同时部分产品与市场中主要的贸易商建立联系渠道，作为备用销售渠道。

金属材料

公司金属类产品主要为钢材、其他金属材料和矿产品及提炼物，2016 年各类产品销售收入占金属材料销售收入比分别为 68.56%、13.18%和 18.26%。截至 2016 年底，公司已在上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等多个销区城市设立钢铁供应链物流平台，整合从原矿开采加工、原

²公司目前做的钢材是板材，仍需要支付预付款（若是建筑钢材，可以不支付预付款）。

矿冶炼到产成品加工、贸易的各环节资源，为钢厂提供钢铁仓储加工、国内运输、进出口代理等服务，在整个供应链环节，公司从中收取原材料代采费、成品代销费、仓租费、加工费以及装卸费等费用。

近年来公司不断开发和升级现有钢材供应链链条，贸易量逐年提升。近年来，公司引进专业的钢材自营业团队，升级钢材供应链，整合国内核心出口钢厂资源与国外终端客户需求相匹配，构建钢材自营出口链条；同时，持续优化内贸业务结构，向上整合钢厂资源，通过加强与唐山钢铁集团有限责任公司、河钢集团有限公司等核心钢厂业务合作，不断增加长协业务的比重，向下开发围绕唐山、天津、山东等主要市场开发核心钢厂的核心经销商客户。除此之外，公司新增不锈钢和铝产品供应链，不锈钢方面围绕青山控股集团有限公司等产业核心客户进行重点开发，提供镍矿、铬矿进口代采代销，镍铁、铬铁内贸代采代销服务；铝产品方面，公司聚焦新疆、内蒙等地区，调研并成功实施了铝产品的公铁联运物流方案。受益于公司现有供应链的不断开发，公司金属类产品销售额大幅增长，支撑国内贸易收入稳步增长。此外，公司还通过实体企业全程供应链服务的创新模式，介入部分自然条件及区位优势明显的钢铁企业的采购与销售环节，参与其生产调度会，打通从原材料到产成品销售的全过程链条，从而提高客户粘性并提升供应链环节经济效益。矿产方面，2016年公司全年完成贸易量3,125万吨，主要供应商包括澳大利亚必和必拓公司、巴西淡水河谷等，同时，公司在唐山、天津、上海、临沂、宁波等地通过控股或合作等方式组建自己的物流节点，为公司的货权提供安全保障，同时为钢厂和上下游提供仓储、加工、出库等服务。

农副产品

公司农副产品主要分食品原料、木材及林产品、种子饲料、化肥等几大类，2014~2016年，公司农副产品收入分别为119.44亿元、118.58亿元和75.53亿元，2016年较2015年大幅下降主要系公司为应对国家取消玉米临储政策，结合市场实际情况，缩减了玉米贸易的规模所致。

公司农副产品经营主体主要为厦门象屿物流集团有限责任公司和大连象屿农产有限公司。大连象屿农产有限公司系黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农产”）子公司，公司于2013年9月与多年从事粮食供应链业务并形成较大规模优势的穆氏家族（穆天学、穆明倩、穆海鹏、付立敏）合作，共同出资设立象屿农产，其中公司持有象屿农产80%股份。象屿农产主要从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、收购、代收、销区的粮食贸易等业务（此处仅销售区域的粮食贸易收入计入农副产品板块）。

在销区，象屿农产设立了大连粮食综合贸易平台，形成了多元化的粮食采购与分销服务平台，打通“北粮南运”通道，并逐步向开放式交易平台发展，成为粮食物流交易的集散地，公司还与大连港、北良港、营口港合作，992节铁路专用粮食槽车直达港口，铁路运输范围覆盖东北三省，年运力500万吨，公路年运力超过800万吨。此外，公司与哈尔滨海大饲料有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司和新希望集团有限公司等国内前十大饲料厂建立了战略合作关系，与国内50余家大型企业建立了长期稳定的贸易伙伴关系，在大中城市农副产品集散地，铺设了稳定的销售网络。

整体看，公司大宗商品采购供应以国内贸易为主，贸易种类丰富，各项业务规模均持续扩大。公司的大宗商品贸易通过嫁接物流等各项服务，整合形成了从上游采购到下游配送的供应链服务平台，盈利模式从简单的价差收入逐步转化为价差收入辅以供应链增值服务的模式。公司与上游供应商结算模式主要以预付款为主，与下游客户结算存在一定账期，对公司资金形成了一定占用。

（2）粮食综合物流

除粮食贸易外，象屿农产还从事黑龙江产区粮食种植、仓储物流、粮食代收等业务。在产区，象屿农产以依安、富锦、嫩江、讷河、五大连池、北安、绥化七大综合仓储物流中心为核心节点，辐射周边 40 多个收购网点，服务农民售粮、国家粮食收储。公司粮食代收业务即为国家粮食收储服务，包括自营代收（自建仓容代收）和合作代收（与其他合作方共同代收，利用合作方仓容）。

仓储能力方面，近年来，象屿农产通过自建、收购以及合作等方式不断扩建仓容，2015 年获得黑龙江省 95% 以上政策性新建仓容，仓库建设方面中央以及黑龙江省会给予公司一定补贴。为进一步拓展象屿农产粮食收储业务，公司与黑龙江金谷集团合资设立黑龙江象屿金谷农产有限公司，目前已启动建设富锦、北安共计 581 万吨粮食仓储基地。截至 2016 年底，公司粮食仓储能力达到 1,510.31 万吨，其中自有粮食仓储能力 1,242.20 万吨，合作粮食仓储能力 268.11 万吨，未来公司粮食仓储能力有望进一步扩大。

公司粮食代收业务主要于当年 9 月至次年 4 月份按照国家规定的收储价格采用现金向农民收购粮食（主要是玉米和水稻），之后经过烘干、仓储，再运输交给国家粮库，一般粮食入库后 3 年内逐渐出仓。国家粮库根据收粮安排逐步收粮，并在整个收储过程中给予象屿农产收粮费用补贴、保管费用补贴和出库费用补贴，其中收粮费用补贴直接冲抵收粮成本，保管费用和出库费用补贴计入仓储收入，同时公司还提供装卸及烘干服务。象屿农产代政府采用现金向农民收购粮食，支付的粮食收储款计入预付账款，代收的粮食不计入存货，2016 年预付粮食款最高占用额为 46 亿元，主要在 9~12 月集中收粮阶段出现大额预付款余额，通常于次年年中前陆续收到全部交粮回款。此部分预付款规模较大期限较长，对公司资金形成占用。2016 年公司粮食代收业务获得各类收入共计 16.05 亿元，同比增加 65.81%，其中包括仓储收入 12.53 亿元（计入主营业务收入）、装卸收入 2.52 亿元（计入其他业务收入）和烘干收入 0.99 亿元（计入其他业务收入）。

合作收储业务方面，公司与黑龙江省各地具备收粮资质的企业进行合作，通过为其提供资金及相关服务收储粮食，交粮并获得补贴后与合作方按比例进行利润分成，收益计入投资收益科目。2016~2017 年收粮季中，截至 2016 年 12 月 31 日，公司共代收国储粮食 110.43 万吨，粮食代收总量同比下降 85.70%，主要由于国储粮出仓少使得剩余仓容较少，以及国家玉米临储政策调整因素影响所致。此外，象屿农产开展合作种植业务，业务模式主要为公司从种植大户及合作社手中将种植土地流转至公司名下，然后以合作种植的模式分包给种植大户及合作社种植。在种植过程中，象屿农产向种植大户及合作社提供资金支持、种子、化肥、农机具、技术服务、过程控制、物流、售粮等服务；种粮大户及合作社具体负责实际种植事项，如人工、农药、农机等。合作所种粮食成熟后须交给象屿农产，后续再将粮食按市场价格结算后，象屿农产与种粮大户及合作社进行收益分成，将相关利润计入投资收益科目。2016~2017 年收粮季来自合作种植部分粮食 30.83 万吨，较 2015~2016 年收粮季收储量 103.43 万吨大幅下降，主要系受国家临储政策调整因素影响合作种植面积下降所致。2016 年，象屿农产与种粮大户及合作社合作种粮 150 万亩，较 2015 年的 232 万亩大幅下降。除了合作种植业务，象屿农产还为资金短缺的种植大户及合作社提供资金支持，并收取相关费用作为利润，将相关利润计入投资收益科目。2016 年，象屿农产共取得合作种植与合作收储投资收益合计 1.04 亿元，同比下降 72.66%。

2016 年，玉米临储政策取消，玉米价格政府补贴政策结束后，将由市场决定其价格，预计未来玉米价格下行，玉米代收业务规模将缩小。由于玉米种植销售收益存在不确定性，公司合作种植未来将以水稻为主；收储方面，由于目前仓库内基本属于满仓状态，考虑粮食政策性轮转出库的进度较慢，未来 1~3 年内仓容率仍可得到保证，不影响公司基本承担国储粮保管任务而收取的

仓储费用补贴，另公司近两年新建仓容基本围绕富锦、北安等水稻产区而建，水稻预计仍是临储品种。根据公司预测，2017~2018年收粮季可完成收粮427万吨。

总体看，公司自开展粮食代收以及合作种植业务以来，仓库容量不断扩大，仓储设施以及相关配套服务不断完善，粮食代收业务收入规模逐年提升。但同时，公司收粮季粮食收储业务将通过预付粮食款、合作种植等形式对公司资金形成一定占用，考虑到公司贸易业务属于资金密集型行业，公司收粮季将面临一定资金压力；此外受玉米临储政策变化的影响，公司合作收储、合作种植业务规模均有所下降，公司取得的合作收储、合作种植投资收益大幅下降。

（3）综合物流服务

公司物流业务主要由下属子公司厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（公司持股85.98%，以下简称“速传供应链”）负责，速传供应链作为中国物流百强企业、中国AAAA综合性物流企业，拥有18年物流服务经验，在华北、华东、福建、华南建立完善的物流服务网络平台，在全国各口岸管理各类仓储平台资源达50万平方米。物流业务作为贸易业务的延伸，有利于公司内部资源整合利用，是公司的重要业务板块。

公司物流服务业务包括基础性物流服务和综合物流服务，其中，基础性物流服务主要是指单项物流操作能力，包括港口装卸运输、堆场、报关、仓储、配送等，综合物流服务主要有货运进出口代理、多式联运、进口清关、港口物流服务、配送等集多个单项物流操作的专业服务，并依托综合的物流服务和网络平台为客户提供一体化物流服务和供应链解决方案。近年来，钢材产品链、汽车产品链的开拓及稳定增长以及铝产品、钢材出口业务的梳理培植，为公司的业务增长带来新的驱动力量。

2014~2016年，公司物流业务收入持续增长，2016年实现收入20.15亿元，同比增长26.46%。同期物流业务毛利率为12.43%，同比上升0.53个百分点，主要系货代及综合物流业务毛利率上升所致，但整体变化较小。

表5 公司物流业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014年		2015年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
货代及综合物流收入	9.82	12.76	10.85	10.21	10.94	12.84
运输装卸收入	0.93	3.89	0.75	7.05	0.65	14
空运收入	0.15	8.65	0.09	18.28	0.12	16.36
堆场收入	1.63	24.63	1.67	22.89	1.51	31
报关收入	0.03	90.57	0.04	64.82	0.03	81.85
仓储收入	0.35	-2.59	0.38	7.43	0.38	0.88
其他收入	1.66	5.50	2.15	13.14	6.51	7.51
合计	14.58	12.46	15.93	11.90	20.15	12.43

资料来源：公司提供

物流业务中收入占比最大的为货代及综合物流收入板块。其中国际货代业务主要从事中国各地与全球各港口之间的国际集装箱海运代理进出口中转业务，为速传供应链的传统业务，包括进出口货物的订舱、装柜、运输、报关及向两端延伸的物流增值服务，以及提供门到门的全程物流服务。公司货代业务的主要客户为国内外较为知名的大中型进出口公司或货运代理公司。为应对货代行业发展受限的不利形势，公司积极根据需求细分市场及加强整合上下游资源。综合物流方面，公司仅有约10%物流业务为承接公司贸易业务形成的物流需求，钢材内贸物流约25%为承接公司贸易业务形成的物流需求，其余约65%均为承接公司运营的物流园区企业的物流需求以及社

会其他客户的需求，客户包括世界 500 强在内的众多跨国公司、国内大型企业，如英博雪津啤酒有限公司、厦工（三明）重型机器有限公司等。

物流业务的结算方式一般采用现结，即完成服务后以现金或银行汇款结算；对于长期合作的客户则在一定信用额度内采用按月结算。

物流服务能力方面，截至 2016 年底，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 35.30 万平方米，可以全年为客户提供集装箱堆存及吊卸服务。同时公司拥有目前华南地区最大的修箱棚，并拥有福建省唯一的现代化发泡房，配备先进的冻柜检测和维修设备，储备充足的各种冻柜机组配件和箱体维修材料，可提供冷冻箱 PTI、冻柜商检，以及 24 小时码头不间断跟踪、监管及维修等各项服务。

表 6 截至 2016 年底公司自营堆场情况（单位：万平方米，个）

地理位置	厦门		福州	
	海天港区	海沧港区	马尾青州港区	福清江阴港区
堆场类型	非保税	保税/非保税	非保税	非保税
堆场总面积	11.52	16.70	1.82	5.26
场装面积	3.78	2.16	0.18	0.44
修箱场面积	1.93	2.54	0.08	0.12
冷藏箱插座	120	100	32	24

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2016 年底，公司在全国各地通过自营和包租等形式管理仓库面积超过 50 万平方米，其中自营仓库面积为 13.18 万平方米，分布于厦门各大港区、福州马尾及江阴港区、上海外宝山区、广州黄埔港区及青岛黄岛区。

表 7 截至 2016 年底公司自营仓库情况（单位：万平方米）

地理位置	厦门岛内				厦门海沧		福州		上海	广州	青岛
	保税区	高崎	现代物流园区	保税物流园区	保税港区	海沧港区	马尾港区	江阴港区	宝山区	黄埔区	黄岛区
仓储面积	1.88	1.06	1.06	0.03	0.89	0	0.18	0.44	3.9	2.88	0.86
仓库类型	保税	非保税	非保税	保税	保税	非保税	保税	保税	非保税	非保税	非保税

资料来源：公司提供

运输服务方面，公司提供包括汽运、航运的一体化的运输服务，在厦门、福州口岸自有拖车 115 部；拥有一条 5,000 吨级散货船，并与国内多家内贸散货、集装箱船公司保持良好的战略合作关系。此外，公司参股厦门现代码头有限公司 12.50% 股权和厦门集装箱码头集团有限公司 10.00% 的股权。其中，厦门现代码头有限公司在象屿保税区二期拥有近 42 万平方米的工业、仓储用地，主要从事散杂货物码头的建设、营运，设计能力为杂货 420 吨，可靠泊 7 万吨货轮，可为公司物流业务提供一定便利；集装箱集团现拥有厦门东渡港区 5#~16#、20#~21# 泊位，海沧港区 1#~6#、18#~19# 泊位，以及嵩屿港区 1#~3# 泊位，专用泊位总数共 25 个，岸线总长 6,838 米，桥吊 61 台，岸线资源涵盖厦门港 10 万吨级以上的集装箱专用泊位，可接泊 1.8 万标箱的超大型集装箱船，年通过能力超过 1,000 万标箱，占厦门全港能力的 80%。

总体看，公司物流业务种类丰富，物流链较为完整，公司在业务发展中结合市场行情和内部管理调整资源投放方向，不同物流业务的收入和毛利率有所波动，整体毛利率水平有所下降，但

收入和利润水平仍呈现不断增长态势。

3. 物流平台开发运营

公司为进一步拓展供应链策略，近年来积极搭建物流平台，以期实现“货源+可靠仓库+配套物流仓储加工运输”的一条龙服务。截至 2016 年底，公司主要已投产物流园包括福州江阴物流园、上海宝山区贸易物流园、五金机电物流集散中心、晋江物流园区、象屿国际物流中心仓储中心和象屿保税区一期的 30 号厂房等，合计占地面积 35.71 万平方米。物流园区收入主要来源于园区商铺租金收入，以及物流配套服务收入等，物流平台开发运营业务规模较小，近三年收入稳定增长。物流园区资产中用于出租部分计入投资性房地产，如果存在自用部分计入公司固定资产。

表 8 公司物流园区基本情况（单位：平方米）

项目名称	占地面积	服务能力	位置	目前进展
五金机电物流集散中心	63,615.00	中心总建筑栋数为 13 幢，总建筑面积为 66,528.89 平方米。	厦门	于 2012 年 5 月份投入使用。
晋江物流园区	47,432.00	室内仓库 26,934.平方米。	晋江	于 2006 年 5 月份投入使用 9,105.04 平方米，2007 年 10 月投入使用 13637 平方米，2011 年 8 月投入使用 4,192.42 平方米。
上海宝山区罗泾物流园	76,752.10	规划建设 5 万平方米仓库和 5 万平方米堆场的钢材仓储交易市场。	上海	整个项目分两期建设，一期 8,300 平方米，二期 119,500 平方米。项目一期于 2013 年 1 月建成、交付 2013 年 2 月投入使用。二期预计总投资约 5 亿元，暂无建设计划。
福州江阴物流园区	134,717.80	7-2#地块为 24,934.20 平方米的堆场，9#地块有 3 座仓库共计 8,527.78 平方米。8#地一期已建成仓库面积 9,516.21 平方米。	福州	包括为 7-2#、8#、9#地块，均已付清全部土地款。其中 7-2#地块上的堆场空置未使用，9#地块上三座仓库共 8,527.78 平方米已全部出租。8#地块占地面积 68,975.40 平方米，拟分为两期建设，一期仓库建筑面积 9,516.21 平方米，投资 1,424 万，2014 年 6 月已经建成，现已全部出租，二期暂无规划。
象屿国际物流仓储中心（29BC 仓库）	18,709.20	建筑面积 24,277.58 平方米，一栋三层仓库	厦门	2007 年 7 月已建成 24277.58 平方米仓库并投入使用，已全部出租。
30 号厂房	15,851.06	建筑面积 11,046.51 平方米，两栋均为单层建筑，用于生产、加工、仓储。	厦门	2002 年 7 月建成一期厂房 5,964.50 平方米；2007 年 12 月建成二期厂房 5,082.01 平方米，已全部出租。
合计	357,077.16	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司搭建较多的物流园区，为园区内企业提供商铺、货源、仓储、物流等整合服务，目前物流平台业务整体收入规模相对较小，但经营较为稳定。

4. 在建项目

公司在建项目主要有 3 个，其中富锦金谷铁路发放系统项目、富锦金谷 80 万吨罩棚项目，主要服务于公司粮食供应链板块。富锦金谷铁路发放系统项目，项目总投资建设为 44,351 万元，建设主要包括 2.5 万吨立筒库暂存仓，并配套建设铁路卸粮坑、汽车卸粮坑、输送栈桥等辅助设施工程。富锦金谷 80 万吨罩棚项目，该项目总投资建设为 13,500 万元，项目规划建设用地 236.58 万平方米，在前期建设的基础上扩建仓容 80 万吨，建设 20 栋罩棚仓，同时建设配套的箱式变压器（1,000KVA）4 套等生产辅助设施，以完善库区功能。江苏大丰铁矿石加工项目，主要服务于

大宗商品供应链板块，项目总用地面积 400 亩，分二期建设：一期为一条年处理 65 万吨尾矿磁化焙烧生产铁矿石生产线和一条铁矿石选矿生产线，一期用地面积 193 亩；二期目前尚未开展。

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目总投资 8.59 亿元，目前已投资 5.93 亿元，2017 年 4~12 月计划投资 2.66 亿元，公司无拟建项目，公司未来资金压力较小。

表 9 截至 2017 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元，%）

项目名称	总投资	已投资	投资进度	2017 年 4~12 月计划投资	2018 年计划投资
富锦金谷铁路发放系统项目	44,351	36,907	83.22	7,444	--
富锦金谷 80 万吨罩棚项目	13,500	13,089	96.96	411	--
江苏大丰铁矿石加工项目	28,000	9,269	33.10	18,731	--
合计	85,851	59,265	69.03	26,586	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目剩余需投资规模较小，未来资金压力较小。

5. 重大事项

2014 年 11 月，公司非公开定向发行人民币普通股（A 股）1.76 亿股，每股发行价格 9.75 元（其中象屿集团认购 0.53 亿股），募集资金总额为 17.20 亿元，用于增资象屿农产及补充流动资金，其中对象屿农产的增资款用于象屿农产依安粮食仓储物流中心项目及开展粮食种植合作与服务项目，目前投资均已完成。2015 年 12 月，公司非公开定向发行发股票 1.35 亿股（其中象屿集团认购 0.13 亿股），发行价格 11.15 元/股，募集资金总额 15.00 亿元，用于富锦 195 万吨粮食仓储及物流项目及补充流动资金，目前 195 万吨项目已经完工，在办理相关证照中。目前募投项目均在陆续投产中，象屿农产已具备完整开展粮食供应链业务的资产能力，同时资产与业务的统一管理运营，也有利于象屿农产后续业务的拓展。

总体看，两次增发成功，公司资本实力稳步提升，有利于公司缓解资金压力。考虑到目前公司粮食供应链业务盈利情况良好，随着募投项目的投产，公司粮食供应链业务规模将进一步扩大，有利于公司整体盈利能力的提升。

6. 经营效率

2014~2016 年，公司加强对应收账款的管理，应收账款周转次数呈波动上升趋势，三年分别为 27.92 次、24.24 次和 43.14 次；公司存货周转次数较为稳定，三年分别为 14.36 次、12.39 次和 14.49 次；公司总资产周转次数三年分别为 2.85 次、2.56 次和 3.97 次，2016 年大幅提升主要系当期主营业务规模扩张收入大幅增加所致。与同行业对比，公司应收账款周转率及总资产周转率处于较好水平，由于公司为拓展金属材料 and 化工产品业务，有一定存货储备，存货周转率处于一般水平。

表 10 中国供应链管理领域代表性企业 2016 年经营效率对比（单位：次、%）

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
怡亚通	5.72	8.01	1.55
瑞茂通	10.55	59.45	1.53
普路通	4.17	46.60	0.16
象屿股份	43.14	14.49	3.97

资料来源：Wind 资讯

总体看，公司经营效率良好。

7. 经营关注

(1) 商品价格波动风险

公司大宗商品采购与供应业务中，经营的主要品种有化工塑料、农副产品、金属等几大类产品，如 PVC、EVA、PP/PE、MEG、鱼粉、棕榈油、钢材等。其中农副产品受季节气候因素影响较大，价格容易出现波动；化工塑料产品为石油的衍生提取产品，受国际油价波动影响，此类产品的价格也容易出现相应波动，钢材随铁矿石价格的变化也将有所波动，上述大宗产品价格波动往往随着全球经济周期变化而同向变化，加大了公司控制成本的难度。同时考虑到公司存货规模较大，若大宗商品价格大幅波动，将存在较大的减值风险。

(2) 上下游信用风险和资金占用风险

公司对上游大宗商品的供应商的结算方式方面，钢材以预付货款的形式结算，其他商品约 60%~70% 采用预付货款方式结算，如粮食收储业务的预付粮食款规模也较大，预付款项对公司资金将形成较大占用。此外，公司对下游客户的应收账款规模均较大。若因上下游企业出现信用风险，公司应收账款和预付账款将出现坏账风险。

(3) 玉米临时收储政策取消，公司粮食代收业务规模或将减少

2016 年，国家在内蒙古和东北三省按照“市场定价、价补分离”的原则，将以往的玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。同时，玉米收购由以往的中储粮代表国家实施临时收储为主，变为多元化市场主体自主入市收购，国家不再进行临时收储。公司共代收国储粮食 110.43 万吨，粮食代收总量同比下降 85.70%，玉米临储政策的取消将大幅影响公司粮食代收业务规模，进而影响到公司粮食综合物流业务中的仓储收入、装卸收入（计入其他业务收入）和烘干收入（计入其他业务收入），若公司不能及时应对临储政策的变化，粮食代收业务将存在一定的经营风险。

8. 未来发展

公司定位为供应链管理、投资、运营服务商，继续以“创造流通价值，服务企业成长”为经营宗旨，立足供应链，服务产业链，为供应链条上的产业型客户提供从原辅材料与半成品的采购供应直至产成品的分拨配送之间的全价值链流通服务，对全过程的商流、物流、资金流以及信息流进行系统、完善的计划、组织、协调、控制，协助制造和流通企业全方位打造供应链核心竞争力。

未来五年，公司将坚持内涵式发展与外延式扩张并举，强化资本运作能力；加快供应链业务转型，推动供应链“5+N”扩张以及产业链上下游延伸拓展；夯实农业全产业链的供应链服务能力，构建生态圈，推进 O2O 平台搭建；在配套供应链基础上，实现物流地产平台业务产业化、合作式、轻重结合式、平台式发展；通过技术创新提升专业服务能力。

总体看，公司战略定位清晰明确，立足自身优势加强供应链服务能力，同时实现产业链延伸，可实践性强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年审计报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部 2014 年修订后的会计准则编制。

从合并范围来看，2015 年纳入合并报表范围的子公司 82 家，较 2014 年增加 16 家；2016 年纳入合并范围的子公司 91 家，较 2015 年增加 9 家；2017 年 1~3 月纳入合并范围的子公司 95 家，较 2016 年新增 5 家，减少 1 家。公司新增子公司规模均不大，对公司财务数据影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 339.10 亿元，负债合计 229.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.00 亿元，归属于母公司所有者权益 66.90 亿元。2016 年，公司实现营业收入 1,190.67 亿元，净利润（含少数股东损益）6.73 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.99 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 513.68 亿元，负债合计 395.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.66 亿元，归属于母公司所有者权益 78.23 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 403.46 亿元，净利润（含少数股东损益）1.94 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-82.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 24.50 亿元。

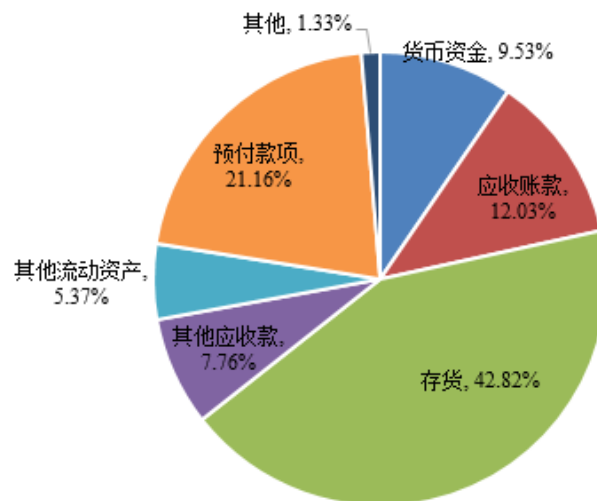
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年上升，年均复合增长率 27.70%，截至 2016 年底，公司资产总额 339.10 亿元，较年初增长 29.93%；资产构成以流动资产为主。其中流动资产占 68.95%，非流动资产占 31.05%，符合供应链管理企业特征。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 17.15%，主要系货币资金和存货增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产 233.81 亿元，较年初大幅增长 26.12%，主要由货币资金（占 9.53%）、应收账款（占 12.03%）、预付账款（占 21.16%）、存货（占 42.82%）、其他应收款（占 7.76%）和其他流动资产（占 5.37%）构成。如下图所示。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 66.30%，截至 2015 年底，公司货币资金为 21.71 亿元，较年初增长 169.43%，主要是农产收粮回款、收到定增款项以及信用证保证金增加所致。截至 2016 年底，公司货币资金 22.28 亿元，较年初增长 2.65%，构成以银行存款（占 93.42%）为主，其中受限资金 1.03 亿元，受限规模较小。

2014~2016年，公司应收账款账面价值波动增长，年均复合增长7.02%。截至2016年底，公司应收账款账面价值28.12亿元，较年初增长16.84%，主要系营业收入规模扩大所致，其中前五名合计占比26.44%，应收账款集中度尚可；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款26.00亿元中，1年以内的占88.67%，账龄短。公司共计提坏账准备2.40亿元，计提比例7.87%，计提较为充分。

2014~2016年，公司预付款项逐年下降，年均下降27.17%，截至2015年底，预付款项为50.46亿元，较年初下降45.90%，主要由于农产供应链合作经营业务预付款减少所致；截至2016年底，公司预付款项49.47亿元，较年初下降1.95%。其中账龄在1年以内的占96.64%，账龄短。截至2016年底，预付账款中前五名合计占比32.30%。

2014~2016年，随着公司业务规模的扩大，公司存货呈逐年增长态势，年均增长68.26%。截至2016年底，公司存货为100.12亿元，较年初大幅增长77.15%，主要系供应链业务发展较快存货储备增加所致。截至2016年底，公司存货中库存商品占99.43%；公司存货主要为化工产品、金属类产品及农产品。存货跌价准备为对库存商品的计提，合计1.40亿元，计提比例为1.38%，计提比例较低。

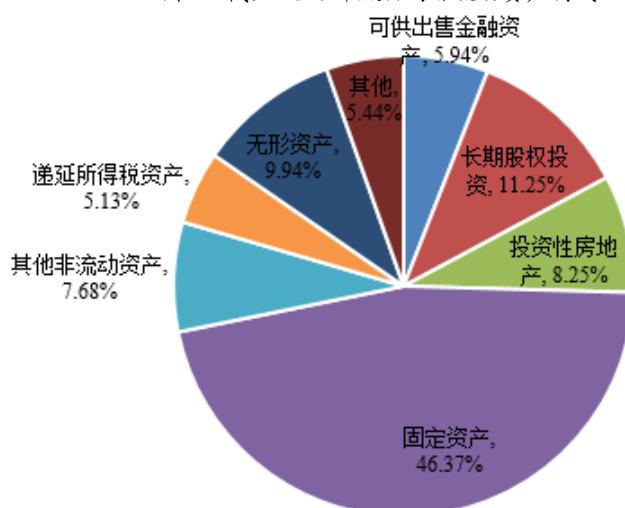
2014~2016年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长73.64%；截至2016年底，公司其他应收款账面价值18.15亿元，较年初大幅增长130.02%，主要系期货保证金大幅增加所致。截至2016年底，其他应收款账面余额为22.28亿元，主要包括重大货款往来诉讼或纠纷转入款（占22.64%）、期货保证金（占43.12%）及押金或保证金（占24.55）等，计提坏账准备4.13亿元，主要为涉诉款项计提的坏账准备，计提比例18.55%，计提较为充分。

2014~2016年，公司其他流动资产呈波动增长态势，年均复合增长184.63%。截至2015年底，公司其他流动资产为23.03亿元，较年初的1.55亿元增加21.48亿元，主要系公司下属黑龙江象屿小额贷款有限公司（以下简称“象屿小贷”）新增业务放款19.50亿元所致；截至2016年底，公司其他流动资产12.56亿元，较年初减少45.49%，主要系象屿小贷收回贷款所致。公司其他流动资产构成主要由理财产品（占52.15%）、贷款业务（占14.61%）和待抵扣税费（占比23.23%）等构成。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长67.41%。截至2016年底，公司非流动资产合计105.28亿元，较年初增长39.29%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占5.94%）、长期股权投资（占11.25%）、投资性房地产（占8.25%）、固定资产（占46.37%）、其他非流动资产（占7.68%）、递延所得税资产（占5.13%）和无形资产（占9.94%）等构成。

图4 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长271.54%。截至2016年底，公司可供出售金融资产6.25亿元，较年初的0.49亿元大幅增长，主要系公司子公司厦门象屿物流集团有限责任公司购入工银瑞信投资-厦门象屿专项资产管理计划0.35亿元、华宝-象屿1号集合资金信托计划3.15亿元所致。

2014~2016年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长23.55%，公司长期股权投资主要为对物流、码头、金融等行业企业的合营、联营企业的投资。截至2016年底，公司长期股权投资为11.85亿元，较年初增长41.51%，主要系新增对哈尔滨农村商业银行股份有限公司（以下简称“哈尔滨农商行”）及金象融资租赁公司的投资所致。公司长期股权投资以权益法核算，主要投资对象主要为厦门集装箱码头集团有限公司（账面价值7.55亿元）和哈尔滨农商行（账面价值2.89亿元）等。近三年，公司投资收益中权益法核算的长期股权投资收益分别为0.27亿元、0.37亿元和0.85亿元。

2014~2016年，公司投资性房地产呈波动增长态势，年均复合增长4.92%。公司投资性房地产以成本法计量。公司投资性房地产主要包括仓库和办公楼，其中仓库主要为园区中心及配送中心所有，办公楼主要为子公司国际物流所有，皆有土地房屋权证，主要用于出租。截至2016年底，公司投资性房地产账面价值为8.72亿元，较年初增长13.23%，房屋、建筑物和土地使用权均有所增长；公司投资性房地产账面原值10.37亿元，其中房屋建筑物和土地使用权分别占比58.36%和41.64%；累计折旧及摊销1.65亿元。

2014~2016年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长率为89.17%，截至2016年底，公司固定资产48.82亿元，较年初增长43.58%，主要系下属子公司粮食仓储设施项目完工转固以及非同一控制下并购增加固定资产所致。公司固定资产原值为53.97亿元，主要为房屋建筑物（占69.82%）、构筑物及其他设施（占13.72%）、机器设备（占12.29%）等；累计折旧为5.15亿元，固定资产成新率为90.46%，成新率高。

2014~2016年，公司无形资产呈逐年增长态势，年均复合增长47.07%，截至2016年底，公司无形资产10.46亿元，较年初增长9.31%，主要系土地使用权增长所致。公司无形资产原值合计11.42亿元，其中土地使用权占93.16%；公司无形资产累计摊销0.96亿元。

2014~2016年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长110.26%。截至2016年底，公司递延所得税资产5.40亿元，较年初增长142.90%，主要系可抵扣暂时性差异所致。

2014~2016年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长406.14%，截至2016年底，公司其他非流动资产8.09亿元，较年初增长10.80%，主要系新增贷款业务3.35亿元所致。

截至2016年底，公司受限资产合计3.01亿元，规模很小。

截至2017年3月底，公司资产合计513.68亿元，较2016年底增长51.48%，主要系流动资产增长所致，公司流动资产中存货和预付款项增长较多，主要系供应链业务规模扩大所致。公司总资产中流动资产和非流动资产分别占比78.36%和21.64%，仍以流动资产为主。

总体看，近年来随着供应链服务业务的扩大，公司资产总额大幅增长，资产以流动资产为主，流动资产中存货、大宗商品采购预付款占比较大，资金占用明显；非流动资产中股权投资、房屋建筑物及土地占比较大；公司整体资产质量尚可。

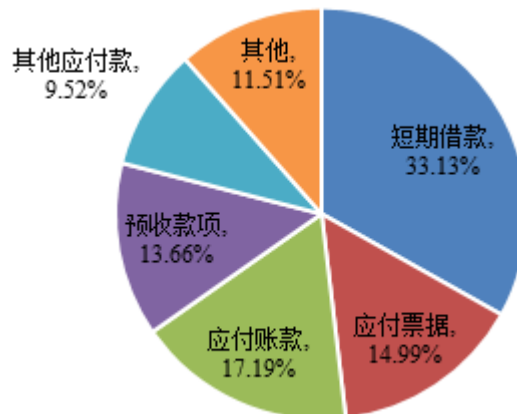
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016年，公司负债总额持续增长，年均复合增长22.16%。截至2016年底，公司负债合计229.09亿元，较年初增长33.93%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占93.79%，非流动负债占6.21%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债规模年均复合增长19.63%，呈逐年增长趋势。截至2016年底，公司流动负债合计214.87亿元，较年初增长29.34%，主要系应付账款、应付票据和预收款项增加所致。公司流动负债主要以短期借款（占33.13%）、应付票据（占14.99%）、应付账款（占17.19%）、预收款项（占13.66%）和其他应付款（占9.52%）为主。

图5 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司短期借款规模波动增长，年均复合增长2.29%。截至2016年底，短期借款为71.19亿元，较年初下降16.04%，主要系公司偿还了部分短期借款所致。公司短期借款由信用借款（占12.64%）、保证借款（占69.93%）和贸易融资借款（占17.43%）构成。

2014~2016年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长59.71%，主要系采购规模扩大，采用票据结算的业务增加所致；截至2016年底，公司应付票据32.21亿元，较年初增长66.10%。

2014~2016年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长50.97%，截至2015年底，公司应付账款29.30亿元，较年初增长80.84%，主要系采购规模扩大，应付供应商款项和应付未到期信用证增加所致；截至2016年底，公司应付账款36.93亿元，较年初增长26.03%，主要系采购规模扩大，应付货款增长所致。

2014~2016年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长55.28%，主要系随着业务规模扩大，预收客户货款和保证金增加所致，截至2016年底，公司预收款项29.34亿元，较年初大幅增长64.99%。

2014~2016年，公司其他应付款呈波动下降态势，年均复合下降6.33%，主要系与控股股东象屿集团的往来款波动导致。截至2016年底公司其他应付款20.46亿元，较年初的2.37亿元大幅增长，主要系往来款大幅增长所致。

2014~2016年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长105.01%。截至2016年底，公司非流动负债合计14.22亿元，较年初大幅增长189.33%，主要系长期借款和递延收益增长所致。公司非流动负债主要为长期借款(占50.63%)、长期应付职工薪酬(占8.84%)和递延收益(占36.16%)。

截至2016年底，公司长期借款为7.20亿元，较年初增长336.47%，主要系调整债务结构所致；截至2016年底，公司递延收益合计5.14亿元，较年初大幅增长127.81%，主要是下属子公司收到粮食仓储设施项目的补助资金增加所致；截至2016年底，公司长期应付职工薪酬1.26亿元，较年初增长55.50%，主要系长于1年的应付职工薪酬增加所致。

此外，2014~2016年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债逐年下降，年均复合下降37.86%。截至2016年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为5.42亿元，较年初下降38.40%，主要系持有的期货合约浮亏所致。

2014~2016年，公司债务规模逐年增长，年均复合增长12.53%。截至2016年底，公司全部债务合计124.46亿元，较年初增加8.49%，主要系长期借款增加所致。其中长期债务和短期债务分别占比5.79%和94.21%，短期债务占比很高，债务结构有待优化。截至2016年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为67.56%和6.14%，较年初分别增加了2.02个百分点和4.34个百分点，全部债务资本化比率为53.08%，较年初下降2.97个百分点，公司债务负担略有下降。

截至2017年3月底，公司负债合计395.02亿元，较2016年底增长72.43%，主要系流动负债增长所致，公司流动负债中应付账款和预收款项分别较年初增长43.79%和144.11%，主要系业务规模扩大导致；短期借款为150.21亿元，较年初增长111.01%，主要系供应链业务规模增长，增加融资规模所致。公司负债中流动负债和非流动负债分别占比95.74%和4.26%，以流动负债为主。截至2017年3月底，公司全部债务合计224.58亿元，较2016年底增长80.44%，主要系短期债务增长所致。其中长期债务和短期债务分别占比3.95%和96.05%，短期债务占比仍然较高，公司债务结构有待优化。截至2017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76.90%、65.43%和6.96%，较年初分别增长了9.34个百分点、12.57个百分点和0.82个百分点，公司债务负担有所加重。

总体看，随着公司近年来业务规模的扩大，资金需求也不断提升，在此情况下，公司负债和有息债务规模均快速增长。公司有息债务中短期债务占比很高，债务结构有待优化，公司整体债务负担较重。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长42.20%，主要系公司2014年非公开发行股票募集资金17.20亿元和2015年非公开发行股票募集资金15.00亿元以及少数股东权益增长所致。截至2016年底，公司所有者权益为110.00亿元，较年初增长22.32%，主要来自于少数股东权益的增长，少数股东权益占比39.19%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益合计66.90亿元，其中，股本占17.50%，资本公积占54.95%，未分配利润占25.46%。公司权益稳定性尚可。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 118.66 亿元，较 2016 年底增长 7.87%。归属母公司所有者的权益 78.23 亿元，较年初增长 16.94%，其中，股本占 14.97%，资本公积占 46.99%，未分配利润占 23.53%。

总体看，公司所有者权益受益于非公开发行股票明显提高，结构稳定性尚可，但少数股东权益占比较高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，随着公司规模的扩张，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 56.87%，2016 年，公司实现营业收入 1,190.67 亿元，同比大幅增长 98.70%，主要系供应链业务规模扩大所致。2014~2016 年，公司营业利润波动增长，年均复合增长 9.61%，2016 年为 5.04 亿元，同比下降 1.72%，主要系销售费用增加、公允价值变动损失增加及资产减值损失增加所致。2014~2016 年，公司净利润逐年增长，年均复合增长 37.62%，2016 年为 6.73 亿元，同比增长 45.57%。

2014~2016 年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 25.32%。2015 年，公司期间费用为 20.44 亿元，同比增长 29.16%，主要系销售费用和财务费用增长所致；2016 年，公司期间费用为 24.86 亿元，主要系销售费用和管理费用增长所致。具体来看，2016 年，公司销售费用为 14.99 亿元，同比增长 51.87%，主要系供应链业务规模扩大，增加相应的运输、港杂等费用所致；管理费用为 3.45 亿元，同比增长 21.12%，主要系薪酬费用和折旧费用增长所致；财务费用为 6.34 亿元，同比下降 17.05%，主要系利息支出减少和汇兑损失减少所致。2014~2016 年，公司费用收入比波动下降，分别为 3.27%、3.41%和 2.09%，处于一般水平。

2014~2016 年，公司投资收益分别为 4.97 亿元、5.67 亿元和-1.29 亿元，2014 和 2015 年投资收益占公司当年营业利润的比重分别为 118.50%和 110.65%，2016 年，受套期保值损失、贵金属合约业务亏损、以及玉米临储政策取消引起的合作种植及合作收粮业务规模减少的影响，公司投资收益大幅下降。

2014~2016 年，公司公允价值变动收益分别为 0.31 亿元、-0.76 亿元和-3.25 亿元，其中 2016 年公司公允价值变动收益亏损较多，主要系持有的期货合约浮亏所致。

2014~2016 年，公司资产减值损失分别为 1.07 亿元、1.66 亿元和 4.73 亿元，其中 2016 年公司资产减值损失规模较大，主要系存货跌价损失和坏账损失增加所致。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.96 亿元、0.79 亿元和 3.21 亿元，分别占公司当期利润总额的 18.74%、13.56%和 39.75%。其中 2016 年公司营业外收入明显增长，主要系当年违约金收入和政府补助增加，以及本期新增龙岩园区收储项目所致。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 3.28%、3.47%和 3.22%，营业利润率分别为 3.27%、3.72%和 3.29%，变化不大；2016 年，公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 5.38%、4.37%和 6.73%，均较 2015 年变化不大。

表 12 2016 年主要供应链企业盈利指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
002183.SZ	怡亚通	6.58	9.85	4.29
600180.SH	瑞茂通	9.29	12.13	7.53
002769.SZ	普路通	6.27	17.32	1.80
600057.SH	象屿股份	3.40	6.70	4.32

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind 资讯，与本报告附表口径有一定差异。

2017年1~3月,公司实现营业收入403.46亿元,较上年同期大幅增长105.93%,主要系供应链业务持续转型升级业务规模扩张所致;实现净利润1.94亿元,较上年同期增长72.83%,其中归属母公司所有者的净利润为1.38亿元。

总体看,近年来,公司营业收入持续增长,期间费用控制能力一般;受资产减值损失和公允价值变动收益下降影响,公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况来看,2014~2016年,公司经营活动现金流入量逐年增长,分别为541.55亿元、668.06亿元和1,366.31亿元,年均复合增长率为58.84%,主要系公司供应链业务扩张导致销售商品现金流入增加所致;经营活动现金流出呈逐年增长态势,分别为589.60亿元、638.83亿元和1,344.10亿元,年均复合增长率为50.99%,主要系受经营规模扩大购买商品、接受劳务支付的现金增加所致;2016年,公司支付其他与经营活动有关的现金为20.31亿元,主要为期间费用付现及支付的代收代垫款保证金押金等。近三年,公司经营活动产生的现金流量净额波动增加,分别为-48.05亿元、29.23亿元和22.22亿元。从收入实现质量来看,公司现金收入比较为稳定,近三年现金收入比分别为110.43%、110.87%和113.96%,收入实现质量较好。

从投资活动情况来看,2014~2016年,公司投资活动现金流入量波动增长,分别为2.32亿元、19.35亿元和10.02亿元,年均复合增长107.73%,其中2015年增长的主要原因是投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金大幅增长所致,公司收到其他与投资活动有关的现金全部为收到粮食仓储设施建设政府补助资金(11.33亿元),2016年投资活动现金流入明显下滑,主要系收到粮食仓储设施建设政府补助资金减少所致;2014~2016年,投资活动现金流出量逐年大幅增长,分别为15.75亿元、41.87亿元和45.97亿元,年均复合增长70.85%,其中2015年变化较大的原因是公司支付的用于下属子公司粮食仓储设施项目的建设资金较多所致,2016年投资活动现金支出增长主要系增加套保期货保证金支出、委托贷款以及增加股权投资所致。综上,2014~2016年,公司投资活动现金流量净额分别为-13.43亿元、-22.52亿元和-35.95亿元,净流出规模逐年扩大。

从筹资活动情况来看,2014~2016年,由于公司经营活动净现金流波动较大,投资活动活跃,公司筹资活动规模较大。具体来看,公司筹资活动产生的现金流量流入呈波动增长态势,分别为382.80亿元、259.77亿元和309.36亿元,年均复合减少10.10%;2014~2016年,公司筹资活动现金流出量呈波动降低态势,分别为320.67亿元、253.80亿元和293.79亿元,年均复合减少4.28%。综上,2014~2016年,筹资活动现金流量净额分别为62.13亿元、5.96亿元和15.57亿元,呈净流入状态。

2017年1~3月,公司经营活动现金净流出82.80亿元,较上年同期的净流出14.12亿元大幅增长,主要系公司为满足后续业务销售需求本期储备存货增加,对应的采购付现增加所致;投资活动现金净流入0.90亿元,较上年同期的净流出0.64亿元变化较小;筹资活动现金净流入106.60亿元,同比大幅增长244.06%,主要系公司取得的借款增长所致。

总体看,公司经营活动现金流入规模大,但由于公司业务扩张较快,对外持续存在融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014~2016年,公司流动比率和速动比率逐年下降,流动比率分别为1.13倍、1.12倍和1.09倍;速动比率分别为0.90倍、0.78倍和0.62倍。2014~2016年,公司现金短期债务比分别为0.10倍、0.20倍和0.20倍,公司现金类资产对短期债务的保护能力有所增

强，但仍较弱。整体看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA呈逐年上升态势，分别为12.27亿元、12.37亿元和15.80亿元，主要系利润总额增长所致；2016年公司EBITDA为15.80亿元，其中计入财务费用的利息支出占比31.88%、利润总额占比51.03%、折旧占比14.95%、摊销占比2.14%。2014~2016年，公司EBITDA利息保障倍数分别为1.91倍、2.32倍和3.12倍，公司EBITDA对利息保障能力尚可；EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.11倍和0.13倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力一般。总体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至2017年3月底，公司获得银行授信额度563.65亿元，未使用授信额度244.19亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码G1035020600178260M），截至2017年6月7日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷中有76笔不良和关注类贷款、147类贸易融资关注类贷款、7笔关注类票据贴现、122笔关注类银行承兑汇票、255笔关注类信用证和2笔关注类保函；此外，公司已结清信贷信息中有9笔欠息；未结清信贷中有两笔欠息，金额合计326.99万元。上述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破产重整前未偿还债务；2011年以来，公司无任何不良信息，公司目前在各银行授信额度提用正常，不存在被限制情况。

截至2017年3月底，公司主要未决诉讼和仲裁情况共90起，涉案金额合计14.20亿元，其中大部分案件正在一审中，占公司2017年3月末净资产的11.97%，公司存在一定的或有负债风险。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标均一般，公司未决诉讼规模较大，存在一定或有负债风险。同时，考虑到公司作为厦门市国有上市企业，直接融资渠道畅通；近年来业务扩张较快，公司整体偿债能力很强。

八、本次（期）公司债券偿债能力分析

1. 本次（期）公司债券的发行对目前债务的影响

截至2017年3月底，公司全部债务总额为224.58亿元，本次拟发行债券规模为10亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司债务水平影响不大。本期拟发行债券的基础发行规模5亿元，可超额配售不超过5亿元（含5亿元），下文本期债务仍以10亿元测算。

以2017年3月底财务数据为基础，假设本次（期）募集资金净额为10亿元，本次（期）债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为13.73%、66.41%和77.34%，分别上升6.76个百分点、0.98个百分点和0.44个百分点，债务负担有所加重，但仍可控。

2. 本次（期）债券偿债能力分析

以2016年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为1,366.31亿元，对本次（期）债券发行额度（10亿元）的保护倍数为136.63倍；公司2016年EBITDA为15.80亿元，对本次（期）债券发行额度（10亿元）的保护倍数为1.58倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次（期）债券的保护程度较高。

基于对公司主体长期信用及本次（期）公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次

债券到期不能偿还的风险很低。

九、综合评价

公司作为厦门市供应链管理与服务企业之一，在区域地位、经营规模、从业经验、贸易渠道、综合物流服务能力、政府支持等方面具备的优势。近年来，公司在东北产区新增粮食代收储业务，同时不断完善多种产品供应链服务能力，业务规模迅速扩大，净利润稳定提高。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动、预付款对公司资金占用大、玉米临储政策取消、盈利能力受非经常性损益变动影响较大、公司债务负担重且存在一定短期支付压力等因素可能对公司信用水平造成的影响。

2014、2015 年公司成功完成两次非公开发行，募集资金合计 32.20 亿元，资本结构得到优化，资本实力有所提升。未来，随着公司供应链业务的不断完善、仓储物流基地的逐步投产以及业务转型的逐渐推进，公司综合竞争实力有望进一步提高，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 2 厦门象屿股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	207.93	260.98	339.10	513.68
所有者权益 (亿元)	54.40	89.93	110.00	118.66
短期债务 (亿元)	95.40	113.07	117.26	215.71
长期债务 (亿元)	2.89	1.65	7.20	8.88
全部债务 (亿元)	98.29	114.72	124.46	224.58
营业收入 (亿元)	483.84	599.23	1,190.67	403.46
净利润 (亿元)	3.55	4.62	6.73	1.94
EBITDA (亿元)	12.27	12.37	15.80	--
经营性净现金流 (亿元)	-48.05	29.23	22.22	-82.80
应收账款周转次数 (次)	27.92	24.24	43.14	11.36
存货周转次数 (次)	14.36	12.39	14.49	2.73
总资产周转次数 (次)	2.85	2.56	3.97	0.95
现金收入比率 (%)	110.43	110.87	113.96	120.94
总资本收益率 (%)	7.98	5.47	5.38	1.34
总资产报酬率 (%)	6.81	4.70	4.37	1.03
净资产收益率 (%)	9.47	6.41	6.73	1.70
营业利润率 (%)	3.27	3.72	3.29	2.13
费用收入比 (%)	3.27	3.41	2.09	1.70
资产负债率 (%)	73.84	65.54	67.56	76.90
全部债务资本化比率 (%)	64.37	56.06	53.08	65.43
长期债务资本化比率 (%)	5.04	1.80	6.14	6.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.91	2.32	3.12	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.11	0.13	--
流动比率 (倍)	1.13	1.12	1.09	1.06
速动比率 (倍)	0.90	0.78	0.62	0.57
现金短期债务比 (倍)	0.10	0.20	0.20	0.25
经营现金流动负债比率 (%)	-32.00	17.59	10.34	-21.89
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.23	1.24	1.58	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.23	1.24	1.58	--

注：1、2017 年一季报财务报表未经审计，相关指标未年化；2、流动负债中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债已计入公司短期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

 长期债务=长期借款+应付债券

 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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

 全部债务=长期债务+短期债务

 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 厦门象屿股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年厦门象屿股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

厦门象屿股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。厦门象屿股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注厦门象屿股份有限公司的相关状况，如发现厦门象屿股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如厦门象屿股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至厦门象屿股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送厦门象屿股份有限公司、监管部门等。

