

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】428号

漳州市九龙江集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“16漳九龙”、“18漳九Y1”、“19漳九01”、“19漳九Y1”、“19漳九02”、“19漳九Y2”和“19漳九03”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“16漳九龙”、“18漳九Y1”、“19漳九01”、“19漳九Y1”、“19漳九02”、“19漳九Y2”和“19漳九03”信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月二十二日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月22日



漳州市九龙江集团有限公司 主体及相关债项2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2020/6/22	AA+/稳定	高君子	罗修

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16漳九龙	AA+	AA+
18漳九Y1	AA+	AA+
19漳九01	AA+	AA+
19漳九Y1	AA+	AA+
19漳九02	AA+	AA+
19漳九Y2	AA+	AA+
19漳九03	AA+	AA+

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

漳州市九龙江集团有限公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，主要参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资，同时从事中成药制造、轴承制造等业务。漳州市国资委是公司控股股东和实际控制人。

评级模型

1.基础评分模型							
一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	14.00	企业经营与财务实力	资产规模	36.00%	36.00
	GDP总量	32.00%	25.60		净资产规模	36.00%	28.80
	GDP增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	5.40
	人均GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	3.60
	一般公共预算收入	32.00%	25.60		补助收入/利润总额	5.00%	1.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	0.80		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00
	上级补助收入	4.00%	2.40				

2.二维矩阵映射										3.评级调整因素		
维度		地区综合实力									基础模型参考等级	AA+
		1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档		
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	评级调整因素	无
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-		
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-			
	4 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级							AA+					

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

跟踪期内，漳州市经济实力与财政实力很强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；公司片仔癀系列药品在跟踪期内仍维持很强的获利能力；福海创石化投资收益对公司利润形成有益补充；公司仍是漳州市政府重要的产业投融资主体，在债务化解方面得到了股东及相关各方较大力度支持。同时，跟踪期内，公司资金管理业务毛利率有所下降；新冠肺炎疫情短期内或对公司机械制造业务下游需求形成一定负面影响；跟踪期内，公司有息债务持续增长且规模较大，面临一定集中偿付压力。

综合分析，东方金诚维持九龙江集团主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，维持“16漳九龙”、“18漳九Y1”、“19漳九01”、“19漳九Y1”、“19漳九02”、“19漳九Y2”和“19漳九03”的信用等级为AA+。

同业对比

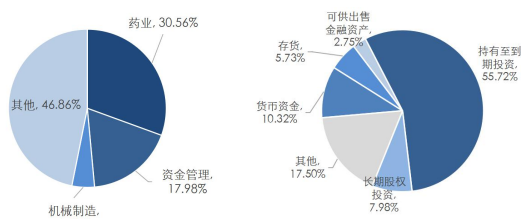
项目	漳州市九龙江集团有限公司	福建漳龙集团有限公司	福建漳州城投集团有限公司	福州市城乡建设发展集团有限公司	泉州市城建国有资产投资有限公司
地区	福建省漳州市	福建省漳州市	福建省漳州市	福建省福州市	福建省泉州市
GDP (亿元)	4741.83	4741.83	4741.83	9392.30	9946.66
GDP 增速 (%)	6.50	6.50	6.50	7.90	8.00
一般公共预算收入 (亿元)	219.40	219.40	219.40	668.08	457.75
一般公共预算支出 (亿元)	442.97	442.97	442.97	952.17	658.25
资产总额 (亿元)	786.97	488.03	361.60	811.38	476.45
所有者权益 (亿元)	278.21	164.27	115.56	469.60	250.67
营业收入 (亿元)	186.74	100.38	45.42	65.32	19.54
利润总额 (亿元)	42.12	3.55	3.31	9.47	3.24
资产负债率 (%)	64.65	66.34	68.04	42.12	47.39

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA+的同行业企业，表中数据年份均为2019年。

数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

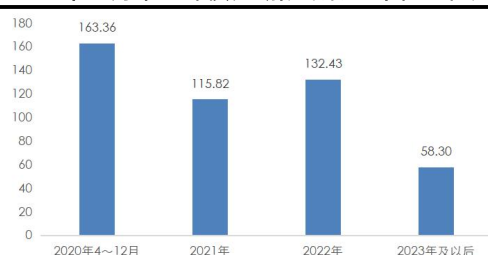
2019 年公司营业收入构成 2019 年末公司资产构成



公司财务指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产规模	652.94	693.16	786.97	812.29
所有者权益	222.98	208.10	278.21	282.61
营业收入	103.23	133.11	186.74	48.43
利润总额	22.12	18.69	42.12	6.64
全部债务	346.16	422.70	452.69	471.10
资产负债率	65.85	69.98	64.65	65.21
全部债务资本化比率	60.82	67.01	61.94	62.50

2020 年 3 月末全部债务期限结构（单位：亿元）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
地区	漳州市		
GDP 总量	3563.48	3947.63	4741.83
GDP 增速	9.10	8.70	6.50
人均 GDP (元)	70216	77102	92074
一般公共预算收入	204.04	218.75	219.40
一般公共预算收入增速	8.70	7.20	0.30
上级补助收入	151.03	159.96	136.80

优势

- 跟踪期内，漳州市经济保持稳定增长，经济实力与财政实力很强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；
- 公司片仔癀系列药品的处方、工艺是国家一级保护品种，具有独家生产权，药品市场地位高，跟踪期内，仍维持很强的获利能力；
- 跟踪期内，福海创石化贡献投资收益规模较大，对公司利润形成有益补充；
- 公司仍是漳州市政府重要的产业投融资主体，跟踪期内，在债务化解方面得到了股东及相关各方较大力度支持。

关注

- 跟踪期内，公司资金管理业务毛利率有所下降；
- 新冠肺炎疫情短期内或对公司机械制造业务下游需求形成一定负面影响；
- 跟踪期内，公司有息债务持续增长且规模较大，2020 年到期债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。漳州市经济将保持稳定增长，公司作为漳州市政府重要的产业投融资主体，能够得到股东及相关部门的持续有力支持，公司片仔癀系列药品具有独家生产权，市场地位高，未来仍将保持其很强的获利能力。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+ (20 九龙江 (疫情防控债) MTN003)	2020/3/12	高君子、罗修	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》 (2019 年 8 月)	阅读原文
AA+/稳定	-	2014/10/15	葛新景、张睿婧、曲泽毅	《工商企业信用评级方法》 (2014 年 5 月)	阅读原文

注：自 2014 年 10 月 15 日（首次评级）至 2020 年 3 月 12 日（最新评级），九龙江集团主体信用等级未发生变化，均为 AA+/稳定

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/展望
16 漳九龙	2019/06/19	25.00	2016/04/07~2023/04/07	无	-
18 漳九 Y1	2019/06/19	5.00	2018/12/24~2020/12/24	无	-
19 漳九 01	2019/06/19	20.00	2019/03/14~2024/03/14	无	-
19 漳九 Y1	2019/06/19	10.00	2019/03/28~2021/03/28	无	-
19 漳九 02	2019/06/19	10.00	2019/04/08~2024/04/08	无	-
19 漳九 Y2	2019/06/06	15.00	2019/06/21~2021/06/21	无	-
19 漳九 03	2019/11/11	10.00	2019/12/09~2025/12/09	无	-

注：“16 漳九龙”附第五年付息日上调利率选择权和投资者回售选择权；“19 漳九 01”附第三年付息日上调利率选择权和投资者回售选择权；“19 漳九 02”附第三年付息日上调利率选择权和投资者回售选择权；“19 漳九 03”附第三年付息日调整利率选择权和投资者回售选择权；“18 漳九 Y1”、“19 漳九 Y1”和“19 漳九 Y2”均依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在九龙江集团依据发行条款的约定赎回时到期。

跟踪评级原因

按照相关监管要求及漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2016 年公司债券(以下简称“16 漳九龙”)、漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券(第一期)(以下简称“18 漳九 Y1”)、漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)(以下简称“19 漳九 01”)、漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券(第一期)(以下简称“19 漳九 Y1”)、漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2019 年公司债券(第二期)(以下简称“19 漳九 02”)、漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券(第二期)(以下简称“19 漳九 Y2”)和漳州市九龙江集团有限公司公开发行 2019 年公司债券(第三期)(以下简称“19 漳九 03”)跟踪评级安排,东方金诚基于漳州市九龙江集团有限公司(以下简称“九龙江集团”或“公司”)提供的 2019 年度审计报告、2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据,进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

漳州市九龙江集团有限公司(以下简称“公司”或“九龙江集团”)是漳州市政府重要的产业投融资主体,主要从事中成药制造、轴承制造等业务,同时参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资。漳州市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“漳州市国资委”)是公司控股股东和实际控制人。

公司由漳州片仔癀集团公司(以下简称“片仔癀集团”)改制而成。片仔癀集团前身为漳州制药厂,始建于 1956 年,1993 年 1 月以漳州制药厂为核心成立片仔癀集团,注册资本 4724.67 万元。2010 年 12 月,片仔癀集团改制,将经评估净资产 44.46 亿元中的 20 亿元作为改制后的注册资本,其余计入资本公积,并于 2011 年 3 月更名为漳州市九龙江建设有限公司(以下简称“九龙江建设”)。2014 年 12 月,九龙江建设更为现名。2019 年 6 月,公司以资本公积转增注册资本 20.00 亿元,注册资本变更为 40.00 亿元。截至 2020 年 3 月末,公司注册资本 40.00 亿元,漳州市国资委持有公司 100% 股权,是公司控股股东和实际控制人。

2020 年 3 月末,九龙江集团直接控股子公司 9 家(附件三),其中 2 家为上市公司,即漳州片仔癀药业股份有限公司(股票代码:600436,简称“片仔癀药业”)和福建龙溪轴承(集团)股份有限公司(股票代码:600592,简称“龙溪股份”)。

2020 年 3 月末,公司(合并)资产总额 812.29 亿元,所有者权益 282.61 亿元,资产负债率 65.21%。2019 年和 2020 年 1~3 月,公司实现营业总收入分别为 186.74 亿元和 48.43 亿元,利润总额分别为 42.12 亿元和 6.64 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2585 号文核准,“16 漳九龙”于 2016 年 4 月发行,规模为 25 亿元,票面利率为 3.60%,起息日为 2016 年 4 月 7 日,到期日为 2023 年 4 月 7 日,期限 7 年,附第五年付息日上调利率选择权和投资者回售选择权,按单利计算,按年付息,到期一次

还本。截至本报告出具日，“16 漳九龙”募集资金已用于偿还公司债务以及补充公司流动资金，并分别于 2017 年 4 月 7 日、2018 年 4 月 7 日、2019 年 4 月 7 日及 2020 年 4 月 7 日按时付息，尚未到回售期。

经中国证监会证监许可[2018]1789 号文核准，“18 漳九 Y1”于 2018 年 12 月发行，规模为 5 亿元，票面利率为 5.99%，起息日为 2018 年 12 月 24 日，期限 2+N 年，按单利计算，按年付息，到期一次还本。截至本报告出具日，“18 漳九 Y1”募集资金已用于偿还公司债务及补充公司流动资金，并于 2019 年 12 月 24 日按时付息；“19 漳九 Y1”于 2019 年 3 月发行，规模为 10 亿元，票面利率为 5.69%，起息日为 2019 年 3 月 28 日，期限 2+N 年，按单利计算，按年付息，到期一次还本。截至本报告出具日，“19 漳九 Y1”募集资金已用于偿还公司债务及补充公司流动资金，并于 2020 年 3 月 30 日按时付息；“19 漳九 Y2”于 2019 年 6 月发行，规模为 15 亿元，票面利率为 5.45%，起息日为 2019 年 6 月 21 日，期限 2+N 年，按单利计算，按年付息，到期一次还本。截至本报告出具日，“19 漳九 Y2”募集资金已用于偿还公司债务及补充公司流动资金，并于 2020 年 6 月 21 日按时付息。

经中国证监会证监许可[2018]1596 号文核准，“19 漳九 01”于 2019 年 3 月发行，规模为 20 亿元，票面利率为 4.40%，起息日为 2019 年 3 月 14 日，到期日为 2024 年 3 月 14 日，期限 5 年，附第三年付息日上调利率选择权和投资者回售选择权，按单利计算，按年付息，到期一次还本。截至本报告出具日，“19 漳九 01”募集资金已用于偿还公司债务及补充公司流动资金，并于 2020 年 3 月 16 日按时付息；“19 漳九 02”于 2019 年 4 月发行，规模为 10 亿元，票面利率为 4.47%，起息日为 2019 年 4 月 8 日，到期日为 2024 年 4 月 8 日，期限 5 年，附第三年付息日上调利率选择权和投资者回售选择权，按单利计算，按年付息，到期一次还本。截至本报告出具日，“19 漳九 02”募集资金已用于偿还公司债务及补充公司流动资金，并于 2020 年 4 月 8 日按时付息。“19 漳九 01”和“19 漳九 02”均未到回售期。

经中国证监会证监许可[2019]1972 号文核准，“19 漳九 03”于 2019 年 12 月发行，规模为 10 亿元，票面利率为 3.95%，起息日为 2019 年 12 月 9 日，到期日为 2025 年 12 月 9 日，期限 6 年，附第三年付息日调整利率选择权和投资者回售选择权，按单利计算，按年付息，到期一次还本。截至本报告出具日，“19 漳九 03”募集资金已用于偿还公司债务及补充公司营运资金，尚未到本息偿付日，未到回售期。

宏观经济和政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5 月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

九龙江集团是漳州市政府重要的产业投融资主体，主要职能为对漳州市国有资产进行投资、经营和管理，参与漳州市基础设施建设和产业类项目投资。同时公司涉及片仔癀系列及其他中成药产品、关节轴承等轴承产品的生产和销售，分别属于医药制造行业、轴承制造行业。

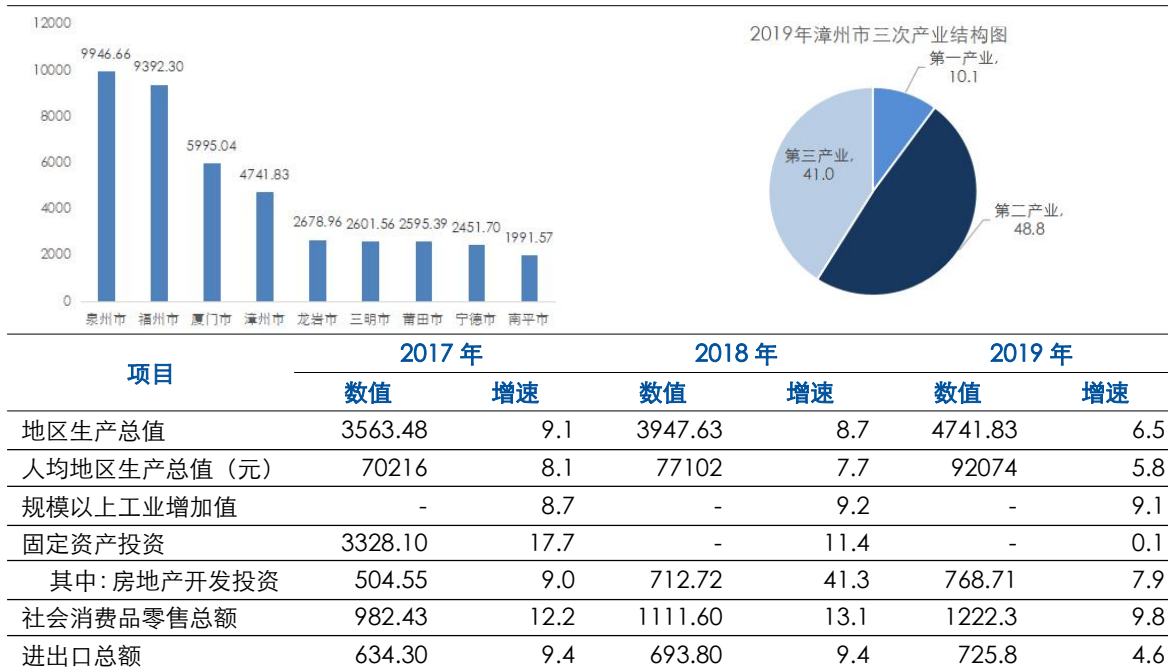
地区经济

2019年，漳州市经济保持稳定增长，经济实力与财政实力很强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境

2019年，漳州市地区经济保持稳定增长。2019年，漳州市实现地区生产总值4741.83亿元，同比增长6.5%，其中，第一产业增加值480.90亿元，同比增长3.9%；第二产业增加值2315.26亿元，同比增长7.6%；第三产业增加值1945.67亿元，同比增长5.5%。经济总量在福建省9个地级市中排名第4位。从产业结构来看，漳州市地区经济以第二产业为主。

漳州市主要工业生产行业有纺织、机械、电子、食品、包装、建材、医药等15个门类，确立了食品、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业。2019年，漳州市四大主导产业实现增加值1093.44亿元，同比增长11.4%；四大新兴产业实现增加值534.29亿元，增长15.2%，占规模以上工业总产值的比重为7.6%。

图表 1 漳州市主要经济指标及对比情况 (单位: 亿元、%)



财政状况

2019年, 漳州市一般公共预算收入保持增长, 但受减税降费政策实施影响, 增速有所放缓。随着经济的快速发展, 漳州市财政实力不断增强, 2019年, 漳州市一般公共预算收入为219.41亿元, 保持增长, 但随减税降费政策的实施, 一般公共预算收入增速放缓。

财政支出方面, 2019年漳州市地方一般公共预算支出442.97亿元, 同比有所增加, 公共财政预算支出主要用于农林水务、教育、医疗卫生、公共安全以及社会保障与就业等关系社会民生领域。2019年, 漳州市财政自给率为49.53%, 财政自给率一般。

图表 2 漳州市财政收支情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	204.04	218.75	219.41
其中: 税收收入	147.19	163.58	-
非税收入	56.85	55.17	-
政府性基金收入	282.82	306.75	226.20
上级补助收入	151.03	159.96	136.80
财政收入	637.89	685.46	582.41
一般公共预算支出	430.71	429.80	442.97
政府性基金支出	255.55	336.90	318.00
上解上级支出	24.00	28.00	-
财政支出	710.26	794.70	761.00
财政自给率	47.37	50.90	49.53

数据来源: 公开资料, 东方金诚整理

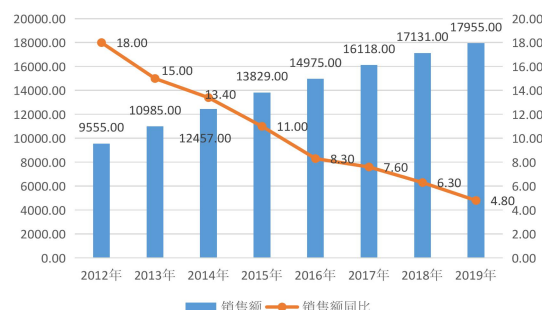
医药制造行业

受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，预计短期内行业需求及盈利将下降，但中长期来看，疫情逐步缓解后延迟的医疗需求将得到释放，行业需求仍将保持增长，盈利有所改善

随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长，但增速逐年下降。2019年我国三大终端六大市场药品销售额同比增长4.8%，增速同比下降1.5个百分点。2020年新冠肺炎疫情的发生，短期内对疫情控制实际需求的医械产品需求增加，其他药械产品受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降。整体来看，受新冠肺炎疫情影响，短期内对医药制造行业影响存在分化，预计2020年上半年行业整体需求将有所下降。但从中长期来看，疫情缓解后延迟的医疗需求将得到释放，行业需求仍将保持增长。

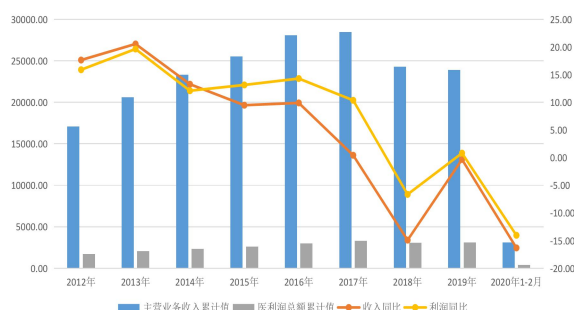
虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费政策的推进，药品价格整体有所下降，2018年以来，医药制造行业营业收入逐年有所下降。根据国家统计局数据，2019年医药制造企业营业收入同比下降1.47%、降幅收窄13.27个百分点，利润总额同比上升0.82%。预计未来带量采购扩围，化学制剂药企业进一步延续以价换量的模式，化药降价预期不变，中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制，医药制造行业整体收入和利润增幅将放缓。2020年1~2月，受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造行业收入同比下降16.30%，利润总额同比下降14.03%。预计短期内行业收入和利润仍将保持下降趋势，长期来看，随着疫情逐步缓解，延迟的医疗需求得到释放，行业盈利将有所改善。

图表 3: 2012 年以来我国医药终端市场销售情况 (亿元、%)



数据来源：米内网，东方金诚整理

图表 4: 2012 年以来我国医药制造行业盈利情况¹



数据来源：Wind，东方金诚整理

在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化进一步加剧，利好药品质量好、研发实力强，具有成本优势的企业，中药注射剂收入占比较大、药品结构单一的中药企业经营压力将增加

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源，提高行业整体竞争实力，国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策，不断提升制药行业准入门槛，引导和鼓励落后产能择机退出。

近年来，中药注射剂面临医保受限、辅助用药重点监控、注射剂上市后再评价等政策方面的挑战。2019 新版医保目录对中药注射剂使用进行了进一步严格的限制，2019 年 7 月，国家

¹ 2017 年以来收入数据使用的是国家统计局公布的医药制造企业营业收入来代替主营业务收入。

卫健委、国家中医药管理局发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，随即部分省市公布区域内重点监控合理用药药品目录，这将极大限制医疗机构和医生对于目录中药品的临床应用范围，辅助用药重点监控目录中药品销量将受较大影响。

预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化将进一步加剧，利好研发实力强，药品质量好具有成本优势的企业。但中药注射剂受到医保受限、辅助用药重点监控、注射剂上市后再评价政策的影响，对于中药注射剂收入占比大、药品单一的企业经营压力将进一步增加。

轴承制造行业

随着下游需求的增速放缓及中美贸易摩擦加剧，轴承行业景气度下滑，生产企业承压，2020年1月，中美第一阶段经贸协议顺利签署，有利于轴承制造行业需求回暖，但新冠肺炎疫情短期内对轴承制造行业造成一定不利影响

轴承制造下游机械行业主要有工程机械、冶金机械、能源机械及载重汽车等。机械行业从2016年下半年开始复苏，挖掘机、起重机等主要产品销量不断创历史新高，行业总体营收情况保持较好的增长。轴承行业主要原材料为钢材，近年国内钢材价格综合指数震荡上升，导致国内轴承价格指数快速回升，2017年下半年开始，轴承行业下游需求增速趋缓，轴承价格增速同步放缓。2020年1月，中美签署第一阶段经贸协议，中美贸易摩擦阶段性缓和，有利于轴承制造行业需求回暖。但受新冠肺炎疫情影响，房地产、基建等行业延迟复工，短期内将对国内下游工程机械制造行业需求造成一定不利影响；另外新冠肺炎疫情全球蔓延趋势，也使得海外需求面临较大不确定性。但国内外逆周期政策为下游工程机械行业提供增量需求，存量替代仍具备相当强的韧性，预计对全年影响不大。

轴承制造属完全竞争市场，行业集中度低、竞争激烈、周期性强，市场需求与投资增速高度关联。受中美贸易摩擦以及大国政治经济博弈的影响，全球贸易环境恶化，净出口拉动力减弱，加之国内制造业与房地产投资见顶回落，限载、环保政策红利边际效应减弱，行业增长动力不足、景气度下滑，工程机械、载重汽车等市场需求下滑，主机客户通过减量压价转移自身经营压力，使得机械零部件生产企业经营压力增加，行业亏损成为新常态。2019年，国内7家轴承类上市公司整体经营业绩相比2018年同期有所下滑，主业经营亏损4家、盈利3家，合并数亏损幅度较2018年进一步扩大。

图表5 轴承上市企业经营情况（单位：亿元）

公司	2018年		2019年	
	营业收入	扣非净利润	营业收入	扣非净利润
南方轴承	3.93	0.28	4.07	0.15
西北轴承	4.32	-1.11	3.11	-3.01
襄阳轴承	14.91	-0.73	12.41	-0.59
瓦轴B	21.68	-0.09	18.55	-1.35
天马股份	18.71	-5.92	11.79	-13.88
轴研科技	20.66	0.11	20.85	-0.33
龙溪股份	10.26	0.44	9.46	0.06

资料来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来源于药业、资金管理和贸易等业务，收入及毛利润保持较快速度增长，受贸易业务占比上升影响，综合毛利率有所下降，但仍处于较好水平

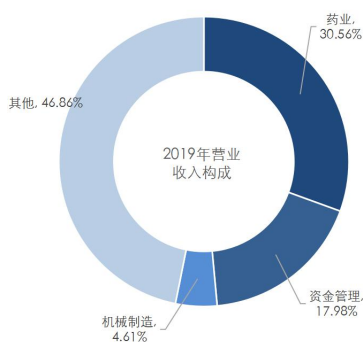
作为漳州市政府重要的产业投融资主体，公司收入主要来源于药业、资金管理和贸易业务，其他业务主要为龙溪轴承的钢贸业务等。2019年，公司营业收入及毛利润保持快速增长，但受毛利水平低的贸易业务收入占比不断增加，公司综合毛利率有所下降，但仍处于较好水平。

2020年1~3月，公司营业收入同比增长24.57%，保持较快速度增长，受毛利率相对较高的药业、资金管理业务占比上升影响，公司综合毛利率略有回升，整体看公司主营获利能力受新冠肺炎疫情影响小。

图表6 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
药业	36.95	35.80	47.45	35.65	57.06	30.56	17.09	35.29
资金管理	28.00	27.12	31.31	23.52	33.58	17.98	8.95	18.48
机械制造	8.28	8.02	9.47	7.11	8.60	4.61	1.79	3.70
其他	30.00	29.06	44.88	33.70	87.50	46.86	20.60	42.54
-贸易	25.74	24.93	40.09	30.12	83.08	44.49	20.15	41.61
合计	103.23	100.00	133.11	100.00	186.74	100.00	48.43	100.00
类别	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
药业	15.90	43.02	20.05	42.26	25.17	44.11	8.25	48.27
资金管理	15.33	54.75	16.44	52.54	16.00	47.65	3.79	42.35
机械制造	2.40	28.98	2.68	28.30	2.31	26.86	0.51	28.49
其他	1.48	4.93	1.77	3.94	3.25	3.71	0.34	1.65
-贸易	0.20	0.79	0.17	0.42	1.47	1.77	0.14	0.69
合计	35.11	34.07	40.94	30.76	46.73	25.02	12.89	26.62

数据来源：公司提供，东方金诚整理



药业业务

公司药业运营主体为上市子公司片仔癀药业，主要从事中成药生产和销售、日用品、化妆品的生产销售及少量食品销售业务，其中药品生产和销售收入占片仔癀药业收入的比例在90%左右。

跟踪期内，公司片仔癀系列产品仍保持很高的市场地位，仍维持很强的获利能力，但药业业务收入主要来自片仔癀系列产品，对单一药品系列依赖较高

片仔癀药业的主要产品包括片仔癀系列产品和其他中成药产品，片仔癀系列产品主要有片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等20多种中成药产品。总体来看，公司产品主要为片仔癀

系列产品，对单一药品系列依赖较高。片仔癀通过传统生产工艺秘制而成，其处方、工艺均被国家中医药管理局和国家保密局列为国家绝密，1994 年被列为国家重要一级保护品种，片仔癀药业享有独家生产权。

片仔癀药业主要原材料中麝香取自于麝，麝已被列为国家濒危物种。随着麝香资源的日益紧缺，片仔癀药业逐步加大在人工养麝、活体取麝、麝香种类群繁殖研究项目的投入。截至 2020 年 3 月末，片仔癀药业拥有 2 个养麝基地，均已获得国家林业局颁发的野生动物驯养许可证。

从销售区域来看，片仔癀药业主要以境内销售为主，境外主要包括印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、美国和加拿大等国家及中国香港、澳门地区，以东南亚为主。近年来，由于片仔癀产品多次提价和产量增长，公司药业业务收入及毛利润逐年增长。2019 年公司医药工业、医药商业、日用品/化妆品、食品收入分别为 22.72 亿元、27.88 亿元、6.35 亿元和 0.11 亿元，毛利率分别为 79.50%、9.37%、70.01%、36.43%。其中，日用品/化妆品毛利率同比增加 15.77 个百分点，带动药业毛利率略有回升。2020 年 1 月，公司将主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格从 530 元/粒上调到 590 元/粒，供应价格相应上调约 40 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 5.80 美元/粒。提价有利于药业业务毛利率的提升，但同时需要关注提价对片仔癀锭剂销量的影响。

图表 7 片仔癀药业区域销售收入情况（单位：亿元）

产品名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
境内	34.49	44.29	53.78	15.47
境外	2.46	3.16	3.28	1.62
合计	36.95	47.45	57.06	17.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

机械制造业务

公司机械制造板块主要为轴承制造业务，由子公司龙溪股份负责运营。2019 年 5 月，原柴油机业务运营主体福建力佳股份有限公司（以下简称“福建力佳”）停产改制，公司不再经营柴油机业务。

跟踪期内，公司仍是国内最大的关节轴承供应商和出口商，2019 年受全球经济增速放缓及中美贸易摩擦影响，公司主要产品产能利用率均有所下降

跟踪期内，龙溪股份仍是国内最大的关节轴承供应商和出口商，是关节轴承细分市场的龙头企业。公司轴承制造产能充足，截至 2020 年 3 月末，公司关节轴承和轴套、大齿圈年产能 1500 万套、AG 轴承和精密圆锥滚子轴承年产能 800 万套、齿轮和变速箱年产能 120 万套，与 2018 年末无变化。2019 年受中美贸易摩擦影响，公司轴承制造主要产品产能利用率均有所下降。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，工厂复工延期，轴承制造主要产品产能利用率进一步下降。

图表 8 轴承制造业务主要产品产销情况（单位：万套（件），元/套（件），%）

产品名称		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
关节轴承和轴套、大齿圈	产量	1168.05	1340.20	1128.58	222.97
	产能利用率	77.87	89.35	75.24	59.46
	销量	1167.84	1324.78	1089.28	207.79
	出口量	746.80	936.30	712.33	122.32
	均价	38.74	39.90	31.51	34.69
AG 轴承和精密圆锥滚子轴承	产量	439.20	518.70	411.85	73.58
	产能利用率	54.90	64.84	51.48	36.79
	销量	538.47	546.40	544.11	63.73
	出口量	63.16	94.00	50.77	5.15
	均价	28.63	28.53	32.45	36.54
齿轮和变速箱	产量	22.73	28.90	24.37	5.66
	产能利用率	18.99	24.08	20.31	18.87
	销量	28.52	31.80	24.81	5.71
	均价	191.04	202.11	221.32	198.66

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年受全球经济贸易环境影响，公司轴承产品销量有所下降，随着 2020 年 1 月中美签署第一阶段经贸协议，公司产品销量将有望回升，但新冠肺炎疫情短期内或对公司机械制造业务下游需求形成一定负面影响

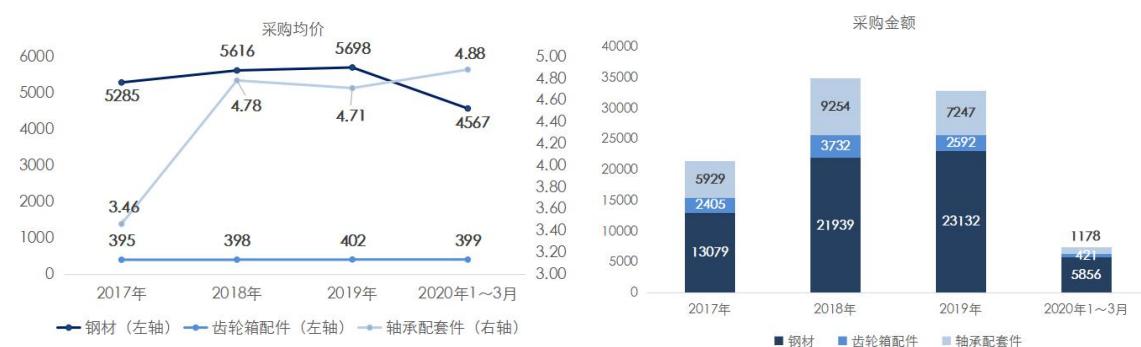
公司轴承主打产品为关节轴承，凭借高质量和性价比处于国内市场前列，市场占有率超过 60%，并远销海外四十多个国家地区。公司关节轴承主要配套国内知名工程机械、载重汽车主机市场，并成功进入卡特彼勒、林德公司、沃尔沃等跨国公司采购体系。2019 年，公司机械制造业务收入为 8.60 亿元，同比下降 9.19%，受中美贸易摩擦影响，公司机械制造业务收入有所回落。销量方面，公司主要产品关节轴承和轴套、大齿圈、AG 轴承和精密圆锥滚子轴承及齿轮和变速箱 2019 年销量均有不同程度回落。从产品价格来看，公司 AG 轴承和精密圆锥滚子轴承、齿轮和变速箱产品价格仍保持增长。2019 年，受全球经济放缓、中美贸易摩擦加剧等影响，市场需求回落，公司轴承产品销量有所下降。随着 2020 年 1 月，中美签署第一阶段经贸协议，贸易环境的改善有利于下游需求的回暖，公司产品销量有望回升。但受新冠肺炎疫情影响，公司及下游客户延迟复工，需求有所下降，短期内或对公司机械制造业务形成一定负面影响；未来随着疫情逐步缓解，有助于机械制造业务的恢复。

2019 年，受钢材价格上升影响，公司机械制造业务成本控制压力加大，毛利率有所下降，2020 年一季度，受部分产品价格上升以及原材料成本下降影响，毛利率有所回升

公司机械产品所使用的原材料主要为钢材、齿轮箱配套、轴承配套件等，合计占轴承生产成本 65%左右，其他材料包括油料、砂轮、刀、刃、量具、五金等。龙溪股份对钢材进行集中采购，齿轮箱配件及轴承配套件采取外购半成品的方式，通常以邀标竞价、三方比价来确定采购价格。公司原材料结算方式为货到付款。2019 年，公司机械制造业务毛利率为 26.86%，同比下降 1.44 个百分点，主要系受钢铁市场的回暖影响，公司主要原材料钢材、轴承配套件的价

格逐年上涨，公司成本控制压力增大。2020年1~3月，公司机械产品毛利率为28.49%，有所回升，主要系关节轴承和轴套、AG轴承和精密圆锥滚子轴承价格上升，以及受疫情影响，原材料钢材价格降低导致成本有所下降所致。

图表9 公司轴承制造主要原材料采购情况（单位：万元、元/吨（套））



资料来源：公司提供，东方金诚整理

资金管理业务

跟踪期内，公司资金管理业务规模继续扩大，毛利率有所下降，但仍维持很强的盈利能力，为公司收入及利润的重要来源，公司资金管理业务未来投资规模较大，面临一定的资金支出压力

作为漳州市政府重要的产业投融资主体之一，九龙江集团主要参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资，包括漳州古雷港经济开发区开发、漳州圆山新城开发和相关产业投资。目前，资金管理业务已成为公司主要经营业务之一。园区开发投资方面，截至2020年3月末，公司参与投资的主要项目共计16个，总投资规模为608.88亿元，尚需投入54.01亿元，未来投资规模较大，面临一定的资金支出压力，项目资金主要来源于自筹，投资方式主要为协议投资和委托贷款。

1. 漳州古雷港经济开发区开发投资

公司在古雷区域的开发投资主要以公司与福建古雷开发区管委会（以下简称“古雷管委会”）及其权属企业合作开发的模式进行。公司主要负责部分资金的筹措及投资，古雷管委会权属企业负责具体项目的建设、实施和运营，经营风险由古雷管委会权属企业承担，投资期限通常为1~3年，投资资金分期到位，投资收益按季度收取，投资收益率随当期资金获取成本波动，公司对古雷港经济开发区的投资年化收益率区间为8.00%~13.50%，受利率下行影响，近年来，投资年化收益率以8.00%为主，综合收益率约为9.42%，该部分收益由古雷港经济开发区地方级财政收入（含国有资本收益）和土地出让净收入作为保障，风险较低。公司投资古雷港经开区的资金来源主要为对外融资，包括但不限于银行贷款、债务融资工具、产业基金等，公司获取资金的成本区间为3.70%~7.00%，综合成本为约6.00%。

截至2020年3月末，公司向古雷港经开区累计投资金额722.52亿元。自2012年以来，公司对古雷经开区的投资均能按时回款，截至2020年3月末，公司累计收到回款448.97亿元，其中本金303.20亿元，投资收益145.77亿元。

2.漳州圆山新城基础设施建设

公司在圆山新城开发模式与古雷相似。截至 2020 年 3 月末，公司累计投资圆山新城项目开发建设项目 93.59 亿元，项目累计回款 51.19 亿元，其中本金 34.80 亿元，收益 16.39 亿元。

图表 10 截至 2020 年 3 月末公司资金管理业务参与投资的主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	开工年份	完工年份
古雷区域土地征收	60.10	60.10	2010	2016
古雷区域海域征收	45.00	45.00	2010	2016
古雷区域拆迁安置项目	272.40	272.40	2010	2016
漳州市古雷港口路域和加工物流区域建设项目	36.94	36.94	2011	2016
疏港公路主干道及周边配套项目	56.40	56.40	2011	2016
纬五路道路工程	15.20	15.20	2015	2018
沿海大通道古雷开发区段工程	10.00	10.00	2015	2018
古雷区域引水工程	6.05	5.1	2012	2019
古雷区域引水工程调配站	4.36	0.42	2020	2022
古雷港经济开发区公共管廊工程项目	13.42	9.5	2020	2020
华能古雷热电厂一期工程	19.00	0.42	2020	2021
漳州市圆山大道道路工程（廊前大道至纵十路）	35.70	16.1	2015	2019
漳州高新科技城（一期）工程	2.01	2.01	2017	2019
武林棚户区改造项目	4.30	2.94	2017	2020
廊前棚户区改造项目	8.00	2.34	2017	2020
九十九道湾项目	20.00	20.00	2015	2017
合计	608.88	554.87	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

产业投资方面，公司通过参股的形式进行产业类项目投资，参股企业包括漳州市配电售电有限责任公司、福建福化古雷石油化工有限公司、福能（漳州）融资租赁股份有限公司、福化工贸（漳州）有限公司和漳州市福化环保科技有限公司等。2019 年，公司资金管理业务收入为 33.58 亿元，同比增长 7.25%；毛利润为 16.00 亿元，同比小幅下降 2.68%，主要系 2019 年毛利率同比下降 4.89 个百分点所致，但仍维持很强的盈利能力，为公司收入及利润的重要来源。2020 年 1~3 月，公司资金管理业务收入为 8.95 亿元，毛利润为 3.79 亿元，毛利率为 42.35%，较 2019 年下降 5.30 个百分点，毛利率有所下滑。

贸易

跟踪期内，依托古雷港经济开发区石油炼化项目的发展，公司贸易业务收入及毛利润大幅增加，公司主要贸易产品是石油化工产品，部分为防疫物资原材料，受新冠肺炎疫情影响较小

公司贸易业务由公司贸易部及下属子公司厦门芴江进出口有限公司（以下简称“芴江进出口”）负责运营。依托公司产业投资项目形成的贸易机会，开展进出口业务和国内贸易，采取锁住下游客户订单并收取保证金，自营进口并掌控货权，客户付全款提货的贸易模式。目前公司已形成以油品、化工及工矿产品等大宗商品为主的贸易业务。

依托公司投资产业项目和优势，油品、化工及工矿产品贸易业务规模增长迅速，市场和金

融信誉进一步提高。2019年及2020年1~3月，公司贸易额²分别为81.87亿元和20.11亿元，其中化工品贸易额分别为71.48亿元和17.48亿元。截至2020年3月末，公司所经营的部分产品如混合芳烃进口量位列全国前三，竞争优势进一步增强。公司主要贸易产品是石油化工产品，部分为防疫物资原材料，因此贸易业务受疫情影响较小。

2019年，公司贸易业务前五大供应商采购比例较高。公司大宗商品贸易业务采购产品均为石化产品，采购运输距离较近。采购价格根据市场价格确定，采购货款结算方式一般为先款后货，结算方式为电汇和银行承兑汇票。

图表 11 2019 年公司贸易业务前五大供应商情况（单位：亿元，%）

供应商名称	采购金额	占当年采购金额比例	采购产品类型
VITOL ASIA PLE LTD	12.80	9.45	混合芳烃
福建闽海石化有限公司	8.81	6.51	混合芳烃/异辛烷
MERCURIA ENERGY TRADING	8.07	5.96	混合芳烃
厦门象屿化工有限公司	4.11	3.04	乙二醇
厦门誉联集团有限公司	2.70	2.00	四氧化三钴、锌锭
合计	36.50	26.94	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外投资

跟踪期内，福海创石化贡献投资收益规模较大，主要为福海创石化非经常性损益，对利润形成有益补充

2017年2月，公司与福建省石油化工集团有限责任公司合资成立福化古雷，注册资本81亿元，公司占股49%，实际出资39.69亿元。同时，公司通过福化古雷间接持有福海创石化44.10%股权。

福海创石化主要经营石油炼化产品PX和PTA生产、销售，其前身为台资控股的腾龙翔鹭项目。2015年4月因PX装置发生闪爆事故，导致该项目全部停产。2017年2月开始，由福化古雷主导，经专业团队修复，目前全部生产设备和场地安全已通过漳州市消防、安监等部门安全验收；同时，福化古雷于2017年9月与台方完成项目重组，并持有福海创石化90%股权。PTA和PX项目也分别于2017年11月和2018年12月正式投料恢复生产。

福海创石化位于漳州市古雷经济开发区，建有PX生产装置两套，单套产能为80万吨，满负荷年产能为160万吨，PTA三条氧化线，两条精制线，满负荷年产能为450万吨。2018年，主要受福海创石化补提在建工程减值准备影响，造成2018年福海创石化净利润减少14.08亿元，2018年投资收益相应调减7.47亿元，2019年公司确认福海创石化投资收益12.06亿元，主要为福海创石化的非经常性损益³，对利润形成有益补充。2020年1~3月，福海创石化确认投资收益-945.58万元，亏损原因为原油价格下降，造成存货跌价损失所致。

² 贸易额统计口径包括已实现贸易，但尚未开票的情况，因此可能高于贸易收入。

³ 根据《福建省能源集团有限责任公司关于下属子公司福建福海创石油化工有限公司2019年度资产评估及债转股事项的公告》，2019年下半年，福海创石化拟启动上市准备工作，聘请福建中兴评估对福海创石化全体股东权益价值进行评估并出具了《评估报告》（闽中兴评字（2019）第WV10017号）。由于再次评估，福海创石化在2019年末计提资产减值准备77.11亿元。同时，以上述评估报告的全体股东权益价值作为转股定价依据，福海创石化相关可转债投资机构于2019年四季度按照债转股协议分批进行转股。福海创石化确认债务重组利得，使得福海创石化2019年投资收益增加了114.72亿元。上述事项均已反映在容诚会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所出具的福海创石化2019年年度审计报告中。

未来发展

公司在建项目主要为漳州古雷港经济开发区配套设施工程，资金来源主要为自筹，截至2020年3月末，公司在建项目计划总投资额44.41亿元，已投资金额7.38亿元，未来尚需投资金额为37.03亿元，存在一定融资需求。

图表 12 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况⁴（单位：亿元）

项目名称	开工时间	计划完工时间	总投资	已投资额	未来投资计划		
					2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年
九龙江高峰生态谷	2017 年 1 月	2023 年 12 月	10.00	1.44	0.19	0.50	-
古雷区域引水工程 ⁵	2012 年 3 月	2019 年 12 月	6.05	5.10	0.30	-	-
华能热电项目	2020 年 3 月	2021 年 9 月	19.00	0.42	8.00	10.58	-
区域引水工程调配站	2020 年 5 月	2022 年 12 月	4.36	0.42	0.74	1.00	2.20
古雷城乡供水一体化	2020 年 12 月	2025 年 12 月	5.00	0.00	0.00	1.00	1.00
合计	-	-	44.41	7.38	9.23	13.08	3.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

股东支持

跟踪期内，公司仍是漳州市政府重要的产业投融资主体，在促进漳州市和海西经济区产业发展中发挥了重要作用，在债务化解方面得到了股东及相关各方较大力度支持

跟踪期内，九龙江集团仍是漳州市政府重要的产业投融资主体，主要职能为对漳州市国有资产进行投资、经营和管理，同时参与漳州市基础设施建设和产业类项目投资。公司接受漳州市人民政府委托，承担着漳州市国有资产经营管理和基础设施建设任务，跟踪期内，在债务化解方面得到了股东及相关各方较大力度支持。

根据中发〔2018〕27号《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》、财预〔2017〕50号文件《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》及省、市有关会议精神，针对公司在2017年以前形成的债务，按最新财政部、银保监会的相关政策，将通过银行贷款延长还款期限来置换，达到延缓期限、降低利率成本逐步化解。

公司治理与发展战略

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理与发展战略等方面无重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年合并财务报告和2020年1~3月合并财务报表。华兴会计师事务所（特

⁴ 由于主要在建项目在建设过程中分步结转确认，已投资金额与当期末在建工程余额之间的差额系此原因所致。

⁵ 该项目于2019年12月主体标段工程已竣工（完工）验收，预计2020年6月底可以投入使用。

殊普通合伙)对公司2019年财务数据进行了审计,并均出具了标准无保留意见的审计报告;2020年1~3月合并财务报表未经审计。2019年由于子公司片仔癀药业和龙溪轴承执行新金融工具准则变更、龙溪轴承会计估计变更以及由于联营企业福化古雷石油化工有限公司追溯调减2018年净利润导致的前期会计差错更正等原因,公司追溯调整了2018年度的财务报表列报项目。本报告采用的2017年和2018年数据分别为2018年和2019年审计报告期初数据。

截至2020年3月末,公司纳入报表合并范围全资及控股子公司9家,较2018年末减少3家,主要系原直接控股子公司漳州市九龙江文化发展有限公司划拨到漳州市国有资产投资经营有限公司旗下,成为公司的二级子公司;公司对原直接控股子公司漳浦县中汇创业投资中心(有限合伙)实现减资,持有股份为0,剔除合并范围;原直接控股子公司漳州市机电投资有限公司划拨至漳州市国有资产投资经营有限公司旗下,成为公司的二级子公司。

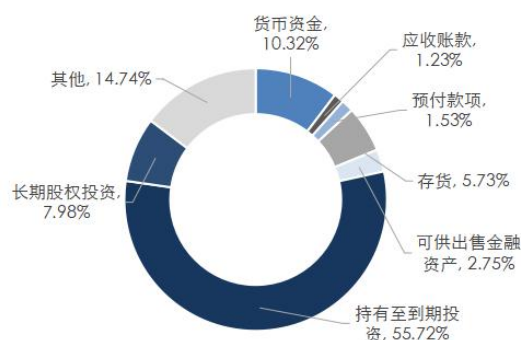
资产构成与资产质量

跟踪期内,公司资产规模保持增长,资产结构仍以非流动资产为主,非流动资产中持有至到期投资占比仍较高

2019年末及2020年3月末,公司的资产总额保持增长,结构仍以非流动资产为主。公司流动资产稳定增长,2019年末,公司流动资产主要由货币资金、存货、预付款项和应收账款构成,占流动资产的比例分别为48.24%、26.79%、7.14%和5.76%。货币资金主要是银行存款,近年逐年增加,2019年末,受限货币资金28.26亿元,占货币资金比例34.80%,主要为存出保证金、定期存单及房改款。公司存货主要为药业、机械制造业务生产所需原材料以及产生的在产品、半成品和库存商品等,近年来公司存货增长较快,一方面是由于公司业务规模扩张,另一方面是公司应对原材料上涨风险主动囤货所致。2019年,公司存货周转率为3.53次,较2018年增加0.50次,周转效率有所提高。2020年3月末,公司存货账面价值为49.87亿元,较2019年末增加10.55%。预付款项随贸易业务规模的扩张快速增长。2019年末,公司预付款项中账龄在一年以内的占比87.26%,前五大预付款对象占比50.10%,集中度较高。

公司非流动资产持续增长。2019年末,公司非流动资产主要由持有至到期投资、长期股权投资和可供出售金融资产构成,其中持有至到期投资占比较高,为70.88%。公司持有至投资主要为资金管理业务,2019年末,公司持有至到期投资主要是协议投资和委托贷款,公司根据投资协议约定按季度收取固定收益并到期收回投资本金,主要包括对福建漳州古雷港经济开发区管理委员会协议投资186.00亿元、漳州古雷港投资有限公司协议投资26.53亿元、福建古雷港口经济开发有限公司协议投资75.52亿元以及漳州古雷港投资有限公司委托贷款50.00亿元等。公司长期股权投资增长很快,2019年末较2018年末增长27.33%,主要系2019年公司对漳州市旅游投资集团有限公司追加投资26.99亿元所致。

图表 13 公司资产构成情况 (单位: 亿元) 图表 14 2019 年末公司资产构成



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
货币资金	64.55	66.57	81.21	88.60
应收账款	7.89	8.58	9.70	10.17
预付款项	4.45	7.26	12.02	11.78
存货	26.67	34.27	45.11	49.87
流动资产合计	126.10	134.84	168.36	189.78
可供出售金融资产	25.51	18.88	21.66	21.00
持有至到期投资	335.52	382.71	438.47	436.08
长期股权投资	29.61	49.31	62.79	63.29
非流动资产合计	526.83	558.32	618.61	622.52

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

从资产受限情况来看, 截至 2019 年末, 公司受限资产为 28.58 亿元, 其中受限货币资金 28.26 亿元, 主要为保证金、定期存单、房改款、冻结账户等; 其他受限资产受限原因主要为办理产权变更登记、抵押贷款担保或质押开具银行承兑汇票等; 受限资产占资产总额的比例为 3.63%, 占净资产比例为 10.27%, 占比较低。

图表 15 截至 2019 年末公司受限资产情况 (单位: 亿元、%)

受限资产	账面价值	受限金额	受限比例
货币资金	81.21	28.26	34.80
应收票据	2.09	0.05	2.39
固定资产	18.79	0.27	1.44
合计	102.09	28.58	27.99

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

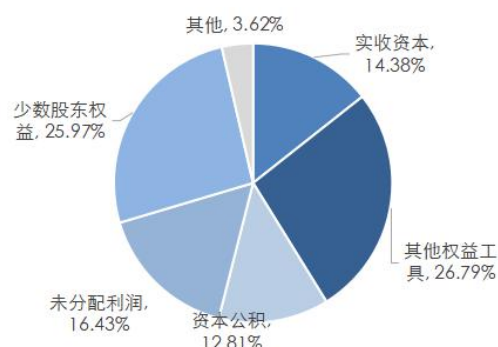
跟踪期内, 受经营积累及发行优先股和永续债的影响, 公司所有者权益有所增长

跟踪期内, 公司所有者权益有所增长。2019 年 6 月, 公司以资本公积转增注册资本, 新增实收资本 20.00 亿元, 转增后公司实收增加至 40.00 亿元, 资本公积降至 35.64 亿元。其他权益工具主要为公司发行的优先股和永续债, 2019 年公司发行可续期公司债“19 漳九 Y1”10 亿元和“19 漳九 Y2”15 亿元。2019 年受益于经营积累, 未分配利润大幅增加。

图表 16 公司权益构成情况 (单位: 亿元)



图表 17 2019 年末公司权益构成



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
实收资本	20.00	20.00	40.00	40.00
资本公积	50.50	54.51	35.64	36.82
其他权益工具	29.57	44.56	74.53	74.53
未分配利润	25.61	24.99	45.72	48.81
少数股东权益	89.20	58.14	72.25	75.45
所有者权益	222.98	208.10	278.21	282.61

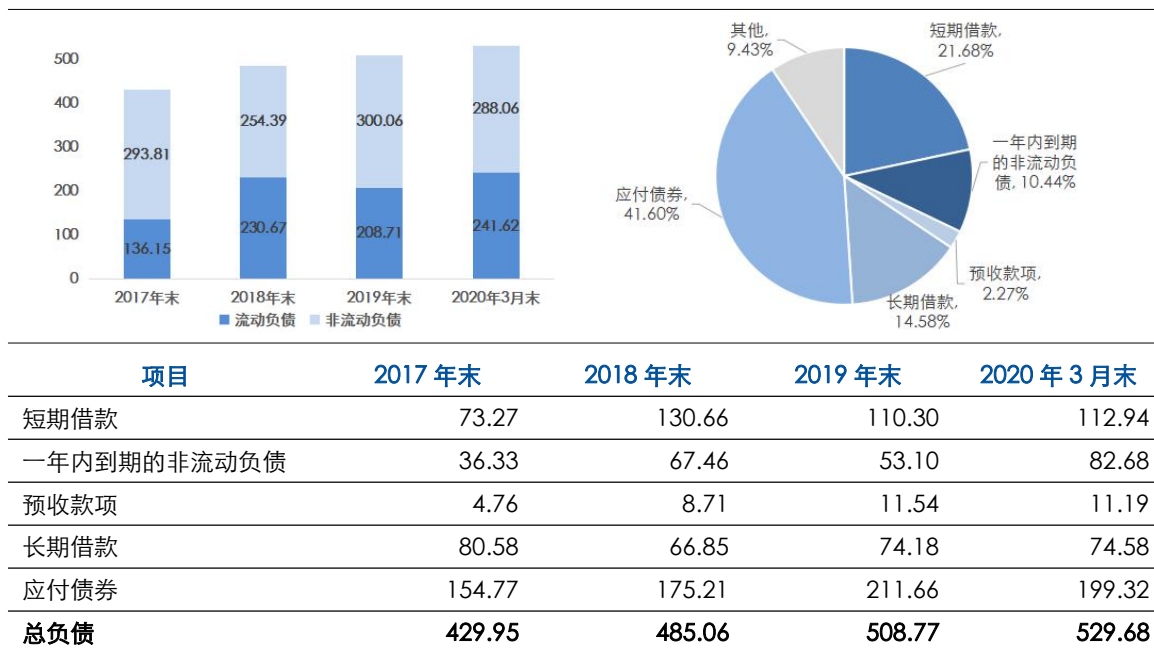
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务持续增长且规模较大，债务结构以长期有息债务为主，2020 年到期货务规模较大，面临一定集中偿付压力，公司对外担保规模仍较大，存在一定或有负债风险

跟踪期内，公司负债总额有所增长，负债结构仍以非流动负债为主。2019 年末，公司流动负债主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，占流动负债的比例分别为 52.85% 和 25.44%。2019 年末，公司短期借款同比下降 15.58%，主要为信用借款、质押借款、保证借款及抵押借款，其中信用借款占比 92.57%，主要用于补充营运资金及置换债务。2019 年末，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券、长期应付款、长期借款以及长期应付职工薪酬构成，其中一年内到期的应付债券占比 91.11%。2020 年 3 月末，一年内到期的非流动负债增长至 82.68 亿元。

2019 年末，公司非流动负债有所增长。同期末，公司非流动负债主要由应付债券和长期借款构成，占非流动负债的比重分别为 70.54% 和 24.72%。2019 年末，公司应付债券为 211.66 亿元，同比增长 20.80%。2020 年 3 月末公司应付债券小幅下降至 199.32 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司存续债券情况具体见附件四。公司长期借款主要用于资金管理业务中对漳州古雷港经济开发区开发、漳州圆山新城开发和相关产业投资，期末余额有所增长，2019 年末，公司长期借款为 74.18 亿元，同比增长 10.97%，主要由保证借款 57.02 亿元、信用借款 11.56 亿元、质押借款 4.50 亿元及抵押借款 1.10 亿元构成。2020 年 3 月末，长期借款期末余额较 2019 年末变化不大。

图表 18 公司总负债构成情况(单位: 亿元) 图表 19 2019 年末公司总负债构成



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司债务规模持续增长且规模较大, 公司债务结构仍以长期有息债务为主, 2019 年末公司全部有息债务为 452.69 亿元, 同比增长 7.09%, 短期有息债务占比为 36.09%, 同比下降 6.38 个百分点。同期末, 资产负债率和全部债务资本化率分别为 64.65%和 61.94%, 受发行永续债所有者权益增长影响, 上述指标有所下降, 但债务负担仍较重。2020 年 3 月末, 公司全部有息债务较 2019 年末小幅增长至 471.10 亿元, 资产负债率和全部债务资本化率分别上升至 65.21%和 62.50%, 债务负担略有增加。

若考虑到计入权益中的其他权益工具的债务属性, 2020 年 3 月末, 全部债务规模将由 471.10 亿元增加至 545.63 亿元, 资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至 74.38%和 72.39%。公司债务融资主要用于漳州古雷港经济开发区开发、漳州圆山新城开发和相关产业投资, 随项目投资规模增大, 未来公司债务负担或将进一步增加。

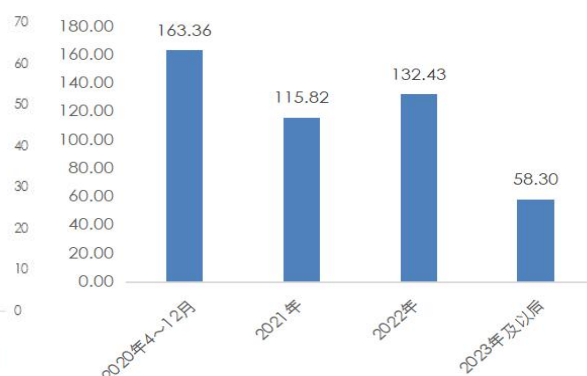
从公司债务期限结构来看, 以公司 2020 年 3 月末债务⁶为基础, 公司 2020 年到期债务规模较大, 短期内存在集中偿付压力。若考虑计入权益的其他权益工具债务属性及其到期行权的情况, 2020 年 4~12 月、2021 年以及 2022 年到期债务将分别增加至 193.36 亿元、150.82 亿元和 142.43 亿元, 2020 年到期债务将进一步增大。

⁶ 不含公司计入权益的债务。

图表 20 公司债务⁷情况 (单位: 亿元、%)



图表 21 公司债务期限结构情况⁸ (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保余额 19.93 亿元, 担保比率 7.05%, 其中对漳州圆山新城建设有限公司担保余额 16.54 亿元和对漳州市古雷交通发展有限公司担保余额为 3.39 亿元, 对外担保规模较大, 存在一定或有负债风险。漳州圆山新城建设有限公司与漳州市古雷交通发展有限公司分别承担漳州高新区圆山新城及古雷开发区的开发建设, 目前均正常经营。

盈利能力

公司营业收入和利润总额均持续增长, 2019 年利润总额中非经营性损益占比大幅提高, 疫情海外蔓延短期内将对机械制造业务盈利产生一定负面影响, 但其他业务受疫情影响较小, 随着疫情得到缓解, 预计 2020 年公司收入及利润有望保持增长

跟踪期内, 公司营业收入增加较快, 受获利能力较弱的贸易业务收入占比增加, 以及资金管理业务、机械制造业务毛利有所下降影响, 公司营业利润率有所下降。同期, 公司期间费用分别为 14.47 亿元、19.21 亿元和 19.69 亿元, 增长较快, 期间费用占营业收入比例逐年上升, 主要系公司财务费用随公司有息债务大幅增加而快速增长所致。2019 年, 公司期间费用中销售费用、财务费用、管理费用和研发费用占比分别为 32.13%、31.29%、25.89%和 10.69%。2020 年 1~3 月, 受贸易业务占比有所下降, 以及药业业务和机械制造业务毛利率增长影响, 营业利润率小幅增长至 26.17%。

2019 年, 公司投资收益、其他收益等非经常性收益金额大幅增长, 对公司的利润来源形成一定补充。2019 年福海创石化因执行新金融工具准则, 对 2018 年末信用等级较低的银行承兑汇票补提损失准备, 同时调整增加 2018 年 10~12 月资产减值损失 190.61 万元, 同时, 根据评估结果补提 2018 年在建工程减值准备, 调整增加 2018 年 10~12 月资产减值损失 19.45 亿元, 总计调整增加 19.49 亿元; 并重新调整递延所得税资产的确定, 调整减少所得税费用 5.57 亿元, 造成 2018 年福海创石化净利润减少 14.08 亿元, 公司 2018 年投资收益相应调减 7.47 亿元至 -5.12 亿元, 对 2018 年利润总额规模影响较大。2019 年, 公司投资收益主要为参股公司

⁷ 2018 年末、2019 年末及 2020 年 3 月末全部债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债 (付息项)、长期借款、应付债券和长期应付款 (付息项)。

⁸ 总数与财务报表数字略有差异主要原因为由外币借款的汇兑损益导致短期借款本金差异以及应付债券采用债券面值进行统计所致。

福海创石化贡献投资收益 12.06 亿元，其他收益主要为政府补助，规模较大对利润形成一定补充。2019 年，公司利润总额及净利润有所增长，带动总资本收益率及净资产收益率增长，公司总体盈利能力有所增强。

2020 年 1~3 月，公司营业总收入 48.43 亿元，营业利润率 26.17%，利润总额为 6.64 亿元。公司机械制造业务产品主要出口海外，短期内受海外疫情蔓延影响较大，但随着海外逐渐复工，加之国内疫情得到缓解，逆周期调节力度加大，下游工程机械需求有望得到回升，有助于机械制造业务获利能力的改善，公司药业业务、资金管理业务及贸易业务受疫情影响较小，预计 2020 年全年公司整体业绩仍将保持增长。

图表 22 收入和盈利情况 (单位: 亿元、%) 图表 23 公司盈利能力指标 (单位: %)



项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
期间费用	14.47	19.21	19.69	5.69
其中：销售费用	4.71	4.57	6.32	1.70
管理费用	5.37	4.45	5.10	1.18
研发费用	-	1.90	2.10	0.57
财务费用	4.39	8.30	6.16	2.24
投资收益	1.03	-5.12	12.72	0.09
其他收益	1.44	3.25	2.28	0.09
营业外收入	0.12	0.33	0.34	0.16
利润总额	22.12	18.69	42.12	6.64

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流同比大幅增加，投资活动现金流持续净流出且规模较大，投资所需资金主要依靠外部融资，疫情期间公司业务开展受限，对经营性现金流短期形成一定不利影响

2019 年，公司经营性净现金流同比大幅增加 40.94 亿元，主要系公司贸易业务和药业业务加强销售回款导致经营活动产生的现金流入大幅增加所致。

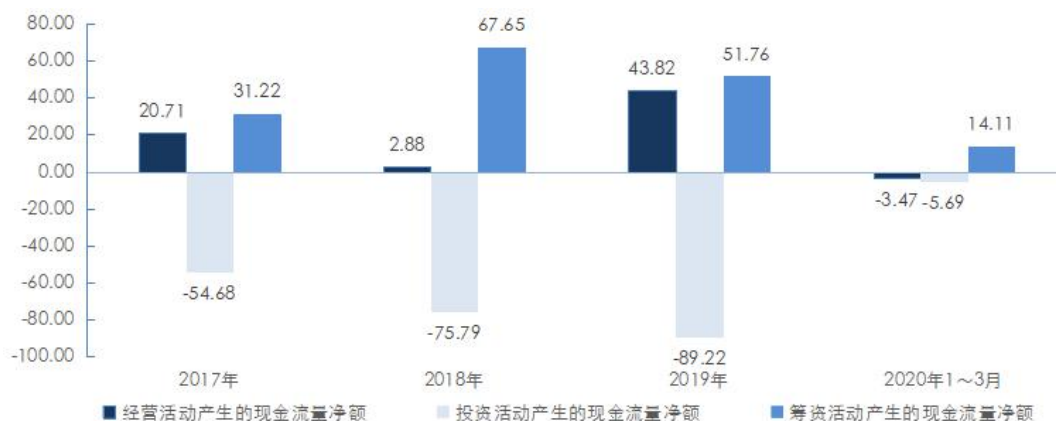
同期，公司投资性现金流表现为净流出状态且规模有所增大，主要是持有至到期投资增加所致。公司近年加大对外投资力度，主要是漳州古雷港经济开发区和漳州圆山高新区投资支出较大，从而使投资活动现金流出增加。

同期，公司筹资性净现金流同比有所下降，但仍然维持较大规模，主要系公司根据投资项

目的进度，借入现金与偿还债务支出现金的错配所致。

2020年1~3月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-3.47亿元、-5.69亿元和14.11亿元，2020年一季度受疫情影响，贸易等业务开展受限，经营活动产生的现金流入受到一定限制，导致公司经营性净现金流呈现净流出。

图表 24 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

公司流动比率和速动比率有所波动，2019年末，公司流动比率和速动比率同比有所回升，流动性水平有所改善。2019年受贸易和药业业务加强回款，经营性净现金流大幅增加影响，经营现金流动负债比同比增长19.74个百分点，经营性净现金流对流动负债覆盖能力有所增强。截至2019年末，公司货币资金81.21亿元，其中未受限的货币资金52.59亿元，短期有息债务173.45亿元，公司账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

2019年，公司EBITDA为51.73亿元，同比大幅增长74.76%，对利息和债务的覆盖程度有所改善。

截至2020年3月末，公司共取得银行授信310.37亿元，未使用额度138.82亿元，备用流动性较充足。

从具体偿债能力指标来看，公司偿债能力较弱。但考虑到公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，在资产划拨、债务化解等方面能够得到股东及相关各方较大力度支持，公司实际偿债能力很强。

图表 25 公司偿债能力主要指标

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
流动比率 (%)	92.62	58.46	80.67	78.54
速动比率 (%)	73.04	43.60	59.05	57.90
经营现金流动负债比 (%)	15.21	1.25	20.99	-
EBITDA 利息倍数 (倍) ⁹	5.78	3.58	7.61	-
全部债务/EBITDA (倍)	11.60	14.28	8.75	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业对比

东方金诚选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA+ 的福建省内副省级及地级市城市开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

公司所在地区漳州市的 GDP 低于福州市和泉州市，GDP 增速处于中游；一般公共预算收入处于较低水平。总体来看，漳州市经济财政实力相对福州和泉州较弱。

公司资产总额、所有者权益、营业收入以及利润总额规模均处于较好水平，但资产负债率较高，债务负担较重。

图表 26 同业对比情况

项目	漳州市九龙江集团有限公司	福建漳龙集团有限公司	福建漳州城投集团有限公司	福州市城乡建设发展有限公司	泉州市城建国有资产投资有限公司
地区	福建省漳州市	福建省漳州市	福建省漳州市	福建省福州市	福建省泉州市
GDP (亿元)	4741.83	4741.83	4741.83	9392.30	9946.66
GDP 增速 (%)	6.50	6.50	6.50	7.90	8.00
一般公共预算收入 (亿元)	219.40	219.40	219.40	668.08	457.75
一般公共预算支出 (亿元)	442.97	442.97	442.97	952.17	658.25
资产总额 (亿元)	786.97	488.03	361.60	811.38	476.45
所有者权益 (亿元)	278.21	164.27	115.56	469.60	250.67
营业收入 (亿元)	186.74	100.38	45.42	65.32	19.54
利润总额 (亿元)	42.12	3.55	3.31	9.47	3.24
资产负债率 (%)	64.65	66.34	68.04	42.12	47.39

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA+ 的同行业公司，表中数据年份均为 2019 年，东方金诚整理。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 11 日，公司已结清和未结清信贷不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券融资工具已按期支付本金及利息。

抗风险能力及结论

跟踪期内，漳州市经济保持稳定增长，经济实力与财政实力很强，为公司业务发展提供了

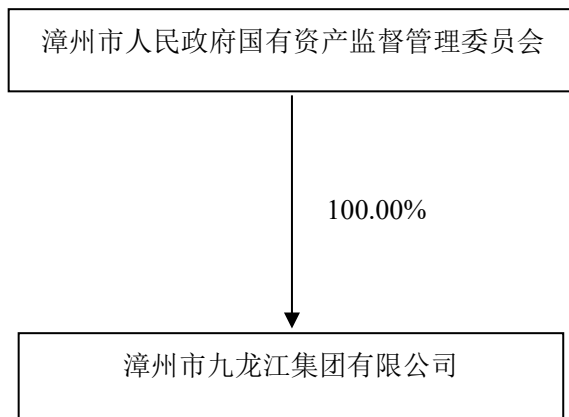
⁹ 企业未提供资本化利息支出数据，故该指标计算时，利息支出中不包含资本化利息支出。

良好的区域经济环境；公司片仔癀系列药品的处方、工艺是国家一级保护品种，具有独家生产权，药品市场地位高，跟踪期内，仍维持很强的获利能力；跟踪期内，福海创石化贡献投资收益规模较大，对公司利润形成有益补充；公司仍是漳州市政府重要的产业投融资主体，跟踪期内，在债务化解方面得到了股东及相关各方较大力度支持。

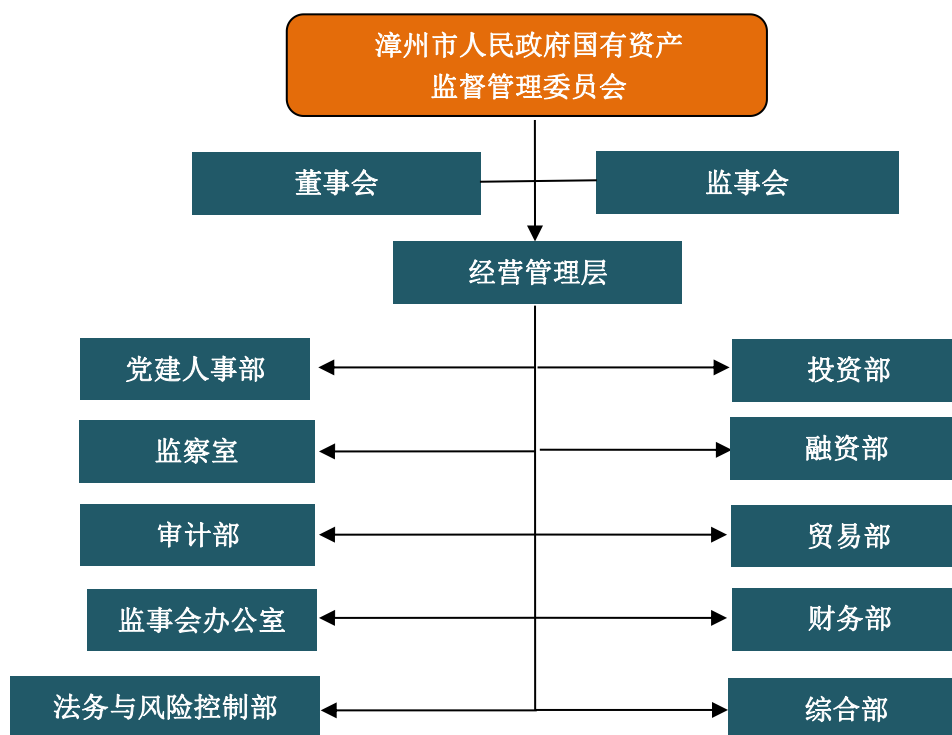
同时，东方金诚关注到跟踪期内，公司资金管理业务毛利率有所下降；新冠肺炎疫情短期内或对公司机械制造业务下游需求形成一定负面影响；跟踪期内，公司有息债务持续增长且规模较大，2020 年到期债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚维持九龙江集团主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。同时，维持“16 漳九龙”、“18 漳九 Y1”、“19 漳九 01”、“19 漳九 Y1”、“19 漳九 02”、“19 漳九 Y2”和“19 漳九 03”信用等级为 AA+。

附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2020 年 3 月末公司合并范围直接控股子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
漳州片仔癀药业股份有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	生产	55.11	3.31	划拨
漳州片仔癀资产经营有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	生产销售	100.00	-	设立
福建龙溪轴承（集团）股份有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	生产销售	37.85	-	划拨
漳州市国有资产投资经营有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	投资建设生产销售	100.00	-	划拨
厦门芴江进出口有限公司	福建省厦门市	福建省厦门市	自营和代理各类及技术的进出口业务	100.00	-	划拨
漳州投资集团有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	金融投资及资产管理	100.00	-	设立
漳州九龙江圆山投资有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	基础设施和市政公用设施的投资建设	80.00	-	设立
漳州九龙江古雷投资有限公司	福建省漳浦县	福建省漳浦县	对工业、农业、服务业的投资；基础设施和市政公用设施的投资、建设、经营和管理等	53.57	-	设立
漳州国药房地产有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	房地产投资	60.00	-	设立

附件四：截至 2020 年 3 月末公司应付债券情况（亿元）

债券名称	债券类型	发行金额	债券起始时间	债券到期时间	募集资金用途
14漳九龙债	企业债券	2.80	2014.6.25	2021.6.25	全部用于古雷作业区至古雷互通口疏港公路
15九龙江MTN001	永续中期票据	10.00	2015.9.17	2020.9.17	偿还银行贷款
15漳九龙	私募公司债	17.00	2015.10.27	2020.10.27	偿还公司债务以及补充流动资金
16九龙江MTN001	中期票据	8.00	2016.3.14	2021.3.14	偿还公司本部金融机构借款
16九龙江MTN002	永续中期票据	10.00	2016.3.28	2021.3.28	偿还公司本部金融机构借款
16漳九龙	公募公司债	25.00	2016.4.7	2023.4.7	偿还公司债务以及补充公司流动资金
16九龙江PPN001	定向工具	10.00	2016.12.01	2021.12.01	偿还银行贷款
17漳九01	私募公司债	30.00	2017.7.10	2022.7.10	偿还公司债务
17九龙江MTN001	永续债	10.00	2017.9.28	2022.9.28	偿还债务融资工具
17九龙江PPN002	定向工具	10.00	2017.10.23	2020.10.23	偿还债务融资工具
17九龙江PPN003	定向工具	8.00	2017.10.31	2020.10.31	偿还债务融资工具
18漳九01	私募公司债	11.00	2018.1.16	2023.1.16	偿还公司债务
18漳九02	私募公司债	14.00	2018.3.26	2023.3.26	偿还公司债务
18九龙江MTN001	中期票据	8.00	2018.5.3	2023.5.3	偿还银行贷款
18九龙江MTN002	中期票据	4.00	2018.5.24	2023.5.24	偿还债务融资工具
18九龙江MTN003	中期票据	6.00	2018.7.12	2023.7.12	偿还债务融资工具
18漳九03	私募公司债	10.00	2018.10.26	2021.10.26	偿还公司债务
18漳九04	私募公司债	10.00	2018.12.14	2021.12.14	偿还公司债务
18漳九Y1	永续公司债	5.00	2018.12.24	2020.12.24	偿还公司债务,补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途
19漳九01	公募公司债	20.00	2019.3.14	2022.3.14	偿还公司债务和补充流动资金
19漳九Y1	永续公司债	10.00	2019.3.28	2021.3.28	偿还公司债务,补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途
19漳九Y2	永续公司债	15.00	2019.6.21	2021.6.21	偿还公司债务,补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途
19漳九02	公募公司债	10.00	2019.4.8	2024.4.8	偿还公司债务和补充流动资金
19境外债	境外债	35.00	2019.9.10	2022.9.10	偿还公司债务
19漳九03	公募公司债	10.00	2019.12.10	2022.12.10	偿还公司债务和补充流动资金
19九龙江SCP002	超短融	5.00	2019.12.12	2020.6.9	偿还债务融资工具
19九龙江PPN001	定向工具	10.00	2019.12.16	2020.4.14	偿还公司债务和债务融资工具
20九龙江SCP001	超短融	2.00	2020.2.17	2020.10.29	偿还债务融资工具
20九龙江MTN001	中期票据	10.00	2020.3.6	2025.3.6	偿还债务融资工具
20漳九01	私募公司债	13.00	2020.3.16	2023.3.16	偿还公司债务和补充流动资金
合计	-	348.80	-	-	-

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	652.94	693.16	786.97	812.29
所有者权益（亿元）	222.98	208.10	278.21	282.61
负债总额（亿元）	429.95	485.06	508.77	529.68
短期债务（亿元）	110.81	179.51	163.37	195.61
长期债务（亿元）	235.35	243.18	289.31	275.50
全部债务（亿元）	346.16	422.70	452.69	471.10
营业收入（亿元）	103.23	133.11	186.74	48.43
利润总额（亿元）	22.12	18.69	42.12	6.64
净利润（亿元）	17.58	14.14	36.05	5.84
EBITDA（亿元）	29.84	29.60	51.73	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	20.71	2.88	43.82	-3.47
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-54.68	-75.79	-89.22	-5.69
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	31.22	67.65	51.76	14.11
毛利率（%）	34.06	30.76	25.03	26.62
营业利润率（%）	33.27	30.05	24.49	26.17
销售净利率（%）	17.03	10.62	19.31	12.06
总资本收益率（%）	4.00	3.55	5.86	-
净资产收益率（%）	7.89	6.79	12.96	-
总资产收益率（%）	2.69	2.04	4.58	-
资产负债率（%）	65.85	69.98	64.65	65.21
长期债务资本化比率（%）	51.35	53.89	50.98	49.36
全部债务资本化比率（%）	60.82	67.01	61.94	62.50
货币资金/短期债务（%）	58.25	37.08	49.71	45.30
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-9.81	-17.25	-10.03	-
流动比率（%）	92.62	58.46	80.67	78.54
速动比率（%）	73.04	43.60	59.05	57.90
经营现金流动负债比（%）	15.21	1.25	20.99	-
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	3.58	7.61	-
全部债务/EBITDA（倍）	11.60	14.28	8.75	-
应收账款周转率（次）	13.30	16.17	20.43	-
销售债权周转率（次）	10.62	12.68	16.80	-
存货周转率（次）	2.74	3.03	3.53	-
总资产周转率（次）	0.16	0.20	0.25	-
现金收入比（%）	113.98	97.80	108.77	81.33

附件六：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件七：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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。

注：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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“16 漳九龙”、“18 漳九 Y1”、“19 漳九 01”、“19 漳九 Y1”、“19 漳九 02”、“19 漳九 Y2”和“19 漳九 03”的存续期内密切关注漳州市九龙江集团有限公司的经营管理状况、财务状况、永续期公司债券的特殊发行事项及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在漳州市九龙江集团有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向漳州市九龙江集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，漳州市九龙江集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如漳州市九龙江集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月22日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。