

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2020]727 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及“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”的信用状况进行了不定期跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级上调贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时上调“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 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年九月二十七日

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。



漳州市九龙江集团有限公司

主体及相关债项2020年度不定期跟踪评级报告

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
AAA/稳定	2020/9/27	AA+/稳定	高君子	罗修

债项信用		评级模型							
债项简称	跟踪评级	上次评级结果	1.基础评分模型						
16 漳九龙	AAA	AA+	一级	二级指标	权重	得分	权重	得分	
18 漳九 Y1	AAA	AA+	地区综合	区域层级	20.00%	14.00	资产规模	36.00%	36.00
19 漳九 01	AAA	AA+	地区综合	GDP 总量	32.00%	25.60	净资产规模	36.00%	28.80
19 漳九 Y1	AAA	AA+	地区综合	GDP 增速	4.00%	2.40	企业经营	9.00%	5.40
19 漳九 02	AAA	AA+	地区综合	人均 GDP	4.00%	4.00	资产负债率	9.00%	3.60
19 漳九 Y2	AAA	AA+	地区综合	一般公共预算收入	32.00%	25.60	全部债务资本化比率	9.00%	3.60
19 漳九 03	AAA	AA+	地区综合	一般公共预算收入增速	4.00%	0.80	补助收入/利润总额	5.00%	1.00
			企业实力	上级补助收入	4.00%	2.40	(实收资本+资本公积)	5.00%	1.00
							/资产总额		
2.二维矩阵映射								3.评级调整因素	
维度									
地区综合实力									
企业经营与 财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA- AA+	
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA- AA-	
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA- AA-	
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA- AA+	
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA- AA+	
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA- AA+	
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA- A+	
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA- A+	
	9 档	AA-	AA-	AA-	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。									
4.主体信用等级								AAA	

评级观点

跟踪期内, 漳州市经济实力与财政实力仍很强, 为公司业务发展提供了良好的区域经济环境; 公司片仔癀系列产品仍具有独家生产权, 药品市场地位高, 公司 2020 年 7 月收购龙晖药业 51% 股权, 产品线进一步丰富, 综合竞争力很强; 未来随着公司投资项目一福海创石化技改完成, 预计该投资项目为公司贡献的投资收益将进一步增长; 公司持有两家上市公司的未质押股权市值很高, 融资渠道畅通; 公司是漳州市政府重要的产业投融资主体, 预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东很大支持。同时, 新冠肺炎疫情全球蔓延对机械制造业务国外需求形成一定负面影响; 跟踪期内, 公司有息债务持续增长, 短期内到期债务规模较大。

综合分析, 东方金诚上调九龙江集团主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 同时上调“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 AAA。

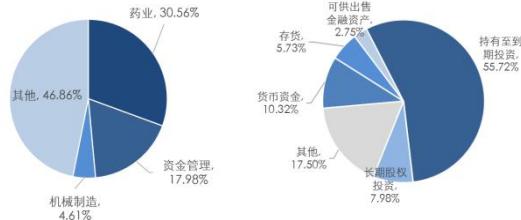
项目	漳州市九龙江集团有限公司	宜宾市国有资产经营有限公司	合肥市产业投资控股(集团)有限公司	宿迁产业发展集团有限公司	杭州市实业投资集团有限公司
地区	漳州市	宜宾市	合肥市	宿迁市	杭州市
GDP (亿元)	4741.83	2601.89	9409.40	3099.23	15373.00
GDP 增速 (%)	6.50	8.80	7.60	7.00	6.80
一般公共预算收入(亿元)	219.40	175.49	1432.38	212.60	1966.00
一般公共预算支出(亿元)	442.97	463.62	1122.67	505.75	1952.90
资产总额(亿元)	786.97	2883.95	760.84	717.52	557.36
所有者权益(亿元)	278.21	1558.32	233.51	421.07	174.73
营业收入(亿元)	186.74	1169.20	39.65	235.95	1334.33
利润总额(亿元)	42.12	260.46	9.86	95.91	29.20
资产负债率(%)	64.65	45.97	69.31	41.32	68.65

注: 对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 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

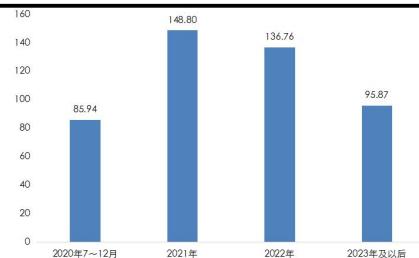
2019年公司营业收入构成 2019年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产规模	652.94	693.16	786.97	830.04
所有者权益	222.98	208.10	278.21	291.83
营业收入	103.23	133.11	186.74	103.71
利润总额	22.12	18.69	42.12	12.87
全部债务	346.16	422.70	452.69	467.38
资产负债率	65.85	69.98	64.65	64.84
全部债务资本化比率	60.82	67.01	61.94	61.56

2020年6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仍很强, 食品、装备制造、石化工业等主导产业保持快速增长, 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, 公司2020年7月收购龙晖药业51%股权, 产品线进一步丰富, 综合竞争力很强;
- 未来随着公司投资项目—福海创石化技改完成, 产能进一步扩张, 预计该投资项目为公司贡献的投资收益将进一步增长;
- 公司持有片仔癀药业和龙溪股份两家上市公司股权, 未质押股权市值很高, 融资渠道畅通;
- 公司是漳州市政府重要的产业投融资主体, 预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东很大支持。

关注

- 公司机械制造业务海外销售占比较高, 新冠肺炎疫情全球蔓延对该业务国外需求形成一定负面影响;
- 跟踪期内, 公司资金管理业务资金需求仍较大, 有息债务持续增长, 短期内到期债务规模较大。

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, 为公司业务发展提供良好的区域经济环境。公司收购龙晖药业, 产品线进一步丰富, 综合竞争力进一步提升。公司持有两家上市公司股权, 未质押股权市值很高, 融资渠道畅通。作为漳州市政府重要的产业投融资主体, 预计未来公司在债务化解、开发区基础设施运营等方面可得到股东很大支持。

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)》、《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004)》

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+	2020/6/22	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6月22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	2020/6/22	25.00	2016/04/07~2023/04/07	无	-
18漳九Y1	2020/6/22	5.00	2018/12/24~2020/12/24	无	-
19漳九01	2020/6/22	20.00	2019/03/14~2024/03/14	无	-
19漳九Y1	2020/6/22	10.00	2019/03/28~2021/03/28	无	-
19漳九02	2020/6/22	10.00	2019/04/08~2024/04/08	无	-
19漳九Y2	2020/6/22	15.00	2019/06/21~2021/06/21	无	-
19漳九03	2020/6/22	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 1~6 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 6 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 6 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 6 月末，公司 (合并) 资产总额 830.04 亿元，所有者权益 291.83 亿元，资产负债率 64.84%。2019 年和 2020 年 1~6 月，公司实现营业总收入分别为 186.74 亿元和 103.71 亿元，利润总额分别为 42.12 亿元和 12.87 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

投资引领二季度经济修复，海外疫情持续蔓延将对下半年经济运行形成制约。

二季度复工复产基本到位，宏观经济供需两端稳步修复，加之防疫物资出口带动外需保持稳定，季度 GDP 同比回升至 3.2%。上半年 GDP 同比也从一季度的-6.8%回升到-1.6%。其中，二季度固定资产投资同比增长 3.8%，增速比一季度大幅加快 20 个百分点，是当前经济复苏的主导力量；而以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升较缓，二季度延续负增长状态。时至年中，海外疫情仍在加速蔓延，下半年全球经济将继续深度衰退，外需下滑有可能对国内经济运行形成一定拖累。下半年投资还有一定加速空间，而防疫常态化将不可避免地对消费回暖形成一定制约。预计下半年 GDP 增速有望逐步向 6.0% 的常态水平回归，全年经济增速将在 2.5%

左右。

二季度宽信用保持较快步伐，财政逆周期调节发力，近期资金面边际收紧不会改变货币政策宽松方向。

二季度M2和社融存量增速均加快至多年以来的高位，地方政府专项债筹资大幅增加，特别国债开闸发行，成为支撑投资加速和经济复苏的关键因素。上半年各类资金支出进度较缓，下半年财政逆周期调节力度会有进一步显现。近期为遏制金融空转套利抬头，市场资金利率上行较快。不过，考虑到下半年经济修复可能遇到“瓶颈”，以及全球疫情及中美经贸关系还存在较大不确定性，央行在坚守不搞大水漫灌底线的同时，不会改变货币政策宽松的大方向。预计下半年资金面不会进一步收紧，MLF降息有望重启，M2和社融存量增速还有小幅上行空间。

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

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，食品、装备制造、石化工业等主导产业保持快速增长，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境

跟踪期内，漳州市地区经济保持增长，但增速有所下降。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%，保持快速增长；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、%）



数据来源：漳州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

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，2017年~2019年，漳州市一般公共预算收入逐年增加，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，2017年~2019年，漳州市一般公共预算支出总体有所增长。2019年漳州市地方一般公共预算支出442.97亿元，同比有所增长，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。2017年~2019年，漳州市财政自给率一般，维持在50%左右。

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

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，盈利有望得到改善

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，2020年一季度行业整体需求将有所下降。但从中长期来看，疫情结束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，随着疫情得到控制，延迟的医疗需求得到释放，行业盈利将有所改善。

图表3: 2012年来我国医药终端市场销售情况 图表4: 2012年以来我国医药制造行业盈利情况¹

数据来源: 米内网, 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

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。

2019年4月, 国家卫健委发布《关于持续做好抗菌药物临床应用管理工作的通知》, 提出要进行抗菌药物供应目录管理, 医疗机构要落实抗菌药物供应目录遴选和评估制度, 综合考量新药和新技术应用情况, 对抗菌药物供应目录进行科学合理的动态调整。目录调整周期原则上为2年, 最短不少于1年。对于产品具有耐药率高、不良反应多、违规使用突出等情况的企业, 将面临被清出医院市场的局面。2019年7月, 国家卫健委、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。

2020年4月, 国家医保局就《关于建立药品价格和招采信用评价制度指导意见(征求意见稿)》(以下简称《意见》)征求意见。该《意见》涉及内容未来若实施, 将有助于目前国内医药企业销售费用畸高的改善, 规范医药市场招采秩序。

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。

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

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。

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。2020年上半年，国内7家轴承类上市公司整体营业收入相比2019年同期有所下滑，主业经营亏损4家、盈利3家，但合并数亏损幅度同比有所收窄。

图表5 轴承上市企业经营情况（单位：亿元）

公司	2019年1~6月		2020年1~6月	
	营业收入	扣非净利润	营业收入	扣非净利润
南方轴承	1.91	0.23	1.93	0.28
西北轴承	1.40	-0.64	1.02	-0.48
襄阳轴承	7.21	-0.06	5.48	-0.44
瓦轴B	9.58	0.06	10.00	-0.05
天马股份	6.65	-2.72	3.39	-0.13
轴研科技	9.21	-0.13	10.26	0.12
龙溪股份	4.87	0.16	5.09	0.18

资料来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

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，营业收入及毛利润保持较快增长，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，毛利润主要来自于药业和资金管理业务，其他业务主要为龙溪轴承的钢贸业务等。跟踪期内，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，公司综合毛利率持续下降，但仍处于较好水平。2020年1~6月，公司营业收入同比增长33.87%，毛利润同比增长16.94%，均保持较快增长，受毛利率较低的贸易业务占比上升影响，公司综合毛利率同比下降3.63个百分点，尽管国内新冠肺炎疫情的爆发对各行业均有不同程度的影响，但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1~6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	32.38	31.22
资金管理	28.00	27.12	31.31	23.52	33.58	17.98	16.64	16.04
机械制造	8.28	8.02	9.47	7.11	8.60	4.61	4.31	4.16
其他	30.00	29.06	44.88	33.70	87.50	46.86	50.38	48.58
-贸易	25.74	24.93	40.09	30.12	83.08	44.49	48.59	46.86
合计	103.23	100.00	133.11	100.00	186.74	100.00	103.71	100.00
	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	14.96	46.20
资金管理	15.33	54.75	16.44	52.54	16.00	47.65	8.18	49.16
机械制造	2.40	28.98	2.68	28.30	2.31	26.86	1.24	28.77
其他	1.48	4.93	1.77	3.94	3.25	3.71	1.66	3.29
-贸易	0.20	0.79	0.17	0.42	1.47	1.77	0.88	1.81
合计	35.11	34.06	40.94	30.76	46.73	25.03	26.04	25.11

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, 受益于片仔癀产品持续提价和产量增长, 药业业务收入及毛利润保持增长, 获利能力强

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6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。

公司的主要销售模式为区域经销、片仔癀体验馆及零售药店等。区域经销及零售药店模式主要是通过各地的经销商以及药品零售渠道。除通过各地的零售药店销售外, 公司还积极建设片仔癀国药堂和片仔癀药品专柜, 以拓展点对点的零售业务量。“片仔癀体验馆”销售模式主要销售公司及控股子公司的系列产品, 公司通过设立体验馆, 推行“文化传播+品牌展示+产品推介+现场体验”的体验模式。截至2019年末, 全国的片仔癀体验馆总数超过200家。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年上半年，公司药业业务贡献收入32.38亿元，同比增长12.16%，毛利润14.96亿元，同比增长15.70%，毛利率为46.20%，同比上升1.41个百分点。

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1~6月
境内	34.49	44.29	53.78	29.83
境外	2.46	3.16	3.28	2.55
合计	36.95	47.45	57.06	32.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司2020年7月并购龙晖药业叠加不断布局创新药等积极因素，与片仔癀产品产生协同，有利于丰富产品线，综合竞争力进一步增强

2020年7月，片仔癀药业以自有资金累计约4447.59万元，向龙晖药业有限公司（以下简称“龙晖药业”）进行出资控股，并取得龙晖药业51%的股权。龙晖药业拥有中西药品批准文号100余个，其中在产中成药产品以安宫牛黄丸、西黄丸及养阴清肺糖浆等传统中药名方为主，在生化药以乙酰水杨酸片、复方氨酚苯海拉明、去痛片等为主。通过控股龙晖药业，片仔癀药业获得安宫牛黄丸（双天然）和西黄丸（双天然）等高价值传统经典中成药，有利于丰富其产品线。此外，片仔癀药业还重点布局了肝、胆领域相关创新药。2020年7月，片仔癀药业公告具有自主知识产权的化学药品1类创新药PZH2111片、PZH2109胶囊临床申请获得国家药监局受理，同年8月，PZH2111片创新药获临床试验批准；前者用于治疗肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤，后者用于非酒精性脂肪性肝炎。布局肝、胆领域创新药有利于与片仔癀产品产生协同，增强片仔癀药业在肝胆领域竞争优势。

总体来看，公司通过并购龙晖药业、布局创新药，与片仔癀产品产生协同，有利于丰富产品线，综合竞争力进一步增强。

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

龙溪股份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。龙溪

股份关节轴承品种齐全，制造链完整。公司是关节轴承国家行业标准的主起草单位，承担关节轴承国家、行业标准的制修订工作，现有关节轴承国家标准共 10 项，公司参与制修订 6 项。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，市场占有率达到 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。产品成功配套中科院多项国家重点科研及航空航天工程项目。公司拥有“军工三证”，并获得武器装备承制资格单位认证，承担航空关节轴承共性技术研究及多项国内军用民用航空关节轴承国产化研制配套任务，业务领域已逐步从单一的民品制造转向军民融合。

公司轴承制造产能充足，截至 2020 年 6 月末，公司关节轴承和轴套、大齿圈年产能 1500 万套、AG 轴承和精密圆锥磙子轴承年产能 800 万套、齿轮和变速箱年产能 120 万套。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 年一季度，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下降明显，随国内疫情逐步缓解，复工复产加速，二季度主要产品产能利用率显著回升，但仍低于 2019 年全年水平。

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 1~6 月
关节轴承和轴套、大齿圈	产量	1168.05	1340.20	1128.58
	产能利用率	77.87	89.35	75.24
	销量	1167.84	1324.78	1089.28
	出口量	746.80	936.30	712.33
	均价	38.74	39.90	31.51
AG 轴承和精密圆锥磙子轴承	产量	439.20	518.70	411.85
	产能利用率	54.90	64.84	51.48
	销量	538.47	546.40	544.11
	出口量	63.16	94.00	50.77
	均价	28.63	28.53	32.45
齿轮和变速箱	产量	22.73	28.90	24.37
	产能利用率	18.99	24.08	20.31
	销量	28.52	31.80	24.81
	均价	191.04	202.11	221.32
				251.24

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司产品海外销售占比较大，2019 年以来国外需求因全球经济贸易环境而承受一定负面影响，新冠肺炎疫情全球蔓延使国外需求的负面影响进一步增加，但国内疫情得到有效控制促进国内需求的逐步回暖，一定程度上弥补国外需求的下降

2019 年，公司机械制造业务收入为 8.60 亿元，同比下降 9.19%，主要系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 轴承和精密圆锥磙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，近三年公司 AG 轴承和精密圆锥磙子轴承、齿轮和变速箱产品价格逐年增长。公司海外销售占比较大，2019 年关节轴承和轴套、大齿圈产品海外销量占比为 65.39%，2019 年以来，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。

根据龙溪股份 2020 年半年报，受新冠肺炎疫情全球蔓延影响，全球经济短期滑入衰退轨道，国际贸易增长受到严重冲击，龙溪股份出口销售出现一定程度下滑，降幅达 28.13%，但随着第二季度国内疫情的有效控制和国家政策的调整，经济形势有所好转，内销市场逐步回暖，加之前期新产品研发投入，致力于新产品、新市场的开拓，龙溪股份国内营业额（含材料让售等收入）同比增加 17.12%。受以上因素影响，2020 年 1~6 月，公司机械制造业务收入为 4.31 亿元，可比口径²下，同比小幅增长 2.73%，在“内循环”政策催化及国产替代加速背景下，国内需求的回暖一定程度上弥补了国外需求的下降，2020 年全年公司机械制造业务收入有望同比增长。

2019 年，钢材市场价格持续回暖，受原材料价格波动影响，公司机械制造业务成本控制压力较大，2020 年上半年，受产品价格上升以及主要原材料钢材价格下降影响，业务毛利率有所回升

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 1~6 月，公司机械制造业务毛利率为 28.77%，有所回升，主要系关节轴承和轴套、AG 轴承和精密圆锥磙子轴承价格上升，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

内部资源整合措施叠加外延并购计划，若并购顺利实施，公司机械制造业务竞争力有望得到进一步增强

根据龙溪股份 2020 年 8 月 13 日公告，龙溪股份七届十八次董事会及 2019 年年度股东大会审议通过，龙溪股份拟以自有资金 1.37 亿元人民币，向同一控制下关联方福建力佳购买位于漳州蓝田开发区内面积 1.30 万平方米（约 194.28 亩）工业用地的使用权、该地块内总建筑面

² 剔除 2019 年 5 月份停止运营的柴油机业务产生收入。

积 7.37 万平方米的工业厂房、附属建筑物及生产机器设备 60 台（套）。龙溪股份于 2020 年 8 月 12 日取得上述土地、房产的不动产权证，本次交易购买的资产已移交公司使用。2020 年 8 月 5 日，《福建龙溪轴承（集团）股份有限公司关于筹划重大资产重组的提示性公告》，公告称龙溪股份正在筹划以现金方式收购某标的公司 51% 以上股权的重大事项。本次拟收购标的公司为国内机械行业国有企业，其 2019 年末账面资产总额约 10.8 亿元、净资产 1.46 亿元，2019 年度实现营业收入 7.6 亿元、利润总额 500 万元。本次股权转让须通过产权交易所公开挂牌拍卖，股权转让能否成功最终取决于竞拍结果。如上述整合措施、重大资产重组事项顺利实施，公司机械制造业务竞争力有望得到进一步增强。

资金管理业务

跟踪期内，公司仍通过对漳州重要区域产业投资项目提供投融资服务，资金管理业务不断壮大，为公司收入及利润的重要来源

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 6 月末，公司参与投资的主要项目共计 13 个，总投资规模为 585.05 亿元，尚需投入 44.52 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，2020 年上半年，综合收益率在 7.50%~8.00% 之间，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、发行债务融资工具、设立产业基金等，公司获取资金的综合成本为约 5.00%。

截至 2020 年 6 月末，公司向古雷港经开区累计投资金额 727.44 亿元（含石化基金）。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 6 月末，公司累计收到回款 476.12 亿元，其中本金 319.12 亿元，投资收益 157.00 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 6 月末，公司累计投资圆山新城项目开发建设项目 99.66 亿元，项目累计回款 57.39 亿元，其中本金 39.80 亿元，收益 17.59 亿元。

图表 10 截至 2020 年 6 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
华能古雷热电厂一期工程	19.00	0.70	2020	2021
漳州市圆山大道道路工程（廊前大道至纵十路）	35.70	16.35	2015	2021
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	3.01	2017	2021
廊前棚户区改造项目	8.00	2.42	2017	2021
九十九道湾项目	20.00	20.00	2015	2017
合计	585.05	540.53	-	-

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。2017 年~2019 年和 2020 年 1~6 月，公司资金管理业务收入分别为 28.00 亿元、31.31 亿元、33.58 和 16.64 亿元，毛利润分别为 15.33 亿元、16.44 亿元、16.00 亿元和 8.18 亿元，整体呈增长态势，盈利能力很强，为公司收入及利润的重要来源。同期，公司资金管理业务毛利率分别为 54.75%、52.54%、47.65% 和 49.16%，近年毛利率略有下降。

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芗江进出口有限公司（以下简称“芗江进出口”）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。

依托投资产业项目和优势，公司油品、化工及工矿产品贸易业务规模增长迅速。2017 年~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司贸易额³分别为 20.61 亿元、41.81 亿元、81.87 亿元和 48.59 亿元，其中化工品贸易额分别为 15.92 亿元、38.62 亿元、71.48 亿元和 44.43 亿元。截至 2020 年 6 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，因此贸易业务受本次新冠肺炎疫情影响较小。

³ 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。

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，对利润形成有益补充，福海创石化经营稳定，技改完成后产能将进一步扩张，预计为公司贡献投资收益将进一步增长

2017年2月，公司与福建石油化工集团有限责任公司合资成立福建福海创石油化工有限公司（以下简称“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，满负荷产能为160万吨，PTA三条氧化线，两条精制线，满负荷产能为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，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⁴，对利润形成有益补充。2020年1~6月，福海创石化确认投资收益-16521.38万元，亏损原因为年初原油价格下降，造成存货跌价损失所致，4月以来原油价格快速回升，下半年福海创石化将有望恢复盈利。福海创石化经营已基本稳定，正在计划实施下一步原料适应性技改项目，主要为解决中沙（古雷）项目必需的乙烯原料需求，拓宽福海创石化原油种类。对福海创石化进行原料适应性技术改造，完成后凝析油加工能力改造提升至500万吨/年，并新建500万吨/年原油加工装置，形成1000万吨/年炼油能力。项目总投资117亿元，建设投资92.8亿元，项目主要建设内容涉及17套主要生产装置。技改完成后福海创石化

⁴ 2019年，根据2018年1月签署的《腾龙翔鹭项目金融债务重组协议》，将债权行对原债务人的目标债权区分为两部分，即债权A和债权B。其中债权A按留债部分重组，约135.5亿元。债权B，为可转债部分，约177亿元。2019年9月30日，通过福建中兴资产评估房地产估价有限责任公司评估，出具闽中兴评字（2019）第WV10017号《评估报告》，福海创石化确认可转债账面价值177.00亿元，与评估价值差额产生的债务重组利得123.44亿元，扣减过渡期利息8.73亿元，2019年度确认债务重组利得114.72亿元。同时，福海创石化在建工程腾龙芳烃PX整体工程因2019年1~6月试运行期间因设备的不稳定性导致装置无法灵活排产，生产负荷计划与实际执行均有不同程度的偏差，福海创石化于2019年6~8月对其进行装置消缺检修工作，装置的设备隐患得到解决，计提减值准备78.95亿元。二者合计影响福海创石化净利润35.77亿元。

产能将进一步扩张，预计为公司贡献投资收益将进一步增长。此外，中沙（古雷）项目于2019年10月份正式签约，获批进入国家石化产业规划布局方案储备项目，已完成可行性研究报告论证评审。该项目将以九江江集团（持股占比49%）福建石化集团（持股占比51%）合资成立的福化古雷和沙特基础工业公司（SABIC）指定的关联公司按49%：51%股比合资建设。按照可研报告数据，该总投资421.77亿元，按行业惯例的中石化60美元价格体系测算，建成后可实现营收299.69亿元，税后净利润42.67亿元，税收29.98亿元，投资税后内部收益率13.47%。双方计划2020年底前成立合资公司，2021年3月进行工程设计、采购和施工，2024年部分装置投产，2025年实现全面投产。合资公司注册资本为项目总投资的三分之一，即约为140.6亿元，其中公司出资约为33.6亿元。该项目投产后将为公司带来较为可观的投资收益。

未来发展

古雷开发区已满足产业项目落地要求，公司为古雷开发区基础设施运营主体，随投产化工项目稳步推进，以及下游项目配套产业加速集聚建设，有望成为公司新的收入及利润来源

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，建成后将由公司运营，资金来源主要为自筹。截至2020年6月末，公司在建项目计划总投资额66.32亿元，已投资金额45.99亿元，未来尚需投资金额为20.33亿元，存在一定融资需求。随着公司所投资建设的古雷开发区基础设施项目，疏港公路、沿海大通道纵横穿境，码头、水厂、工固废场、污水处理厂、报关报验、救援中心、环保监测等配套逐步到位，古雷开发区已满足产业项目落地需求。古雷开发区现主要投产项目福海创PX、PTA项目、海顺德特种油品项目、春达化工增塑剂项目和康普化工催化剂项目，项目生产运行安全平稳。根据《漳州古雷石化基地总体发展规划修编（2020~2030）》，古雷开发区至2030年总炼油能力达每年5000万吨，乙烯每年500万吨，对二甲苯每年580万吨，实现规模工业产值6872亿元。古雷开发区一批重点产业项目紧密跟踪推进，将充分发挥石化龙头带动，构筑产业集群，推动形成功能塑料产业链以及丙烯产业链。公司为古雷开发区基础设施运营主体，随投产化工项目稳步推进，下游项目配套产业加速集聚建设，基础设施运营有望成为公司新的收入及利润来源。

图表 12 截至 2020 年 6 月末公司主要在建项目情况⁵ (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7~12月	2021年	2022年
九江江高峰谷	2017年1月	2023年12月	10.00	1.64	0.06	0.50	0.50
古雷区域引水工程	2012年3月	2021年12月	6.05	4.79	0.26	1.00	-
古雷城乡供水一体化	2020年12月	2025年12月	5.00	0.11	0.05	0.50	1.00
区域引水工程调配站	2020年5月	2022年5月	4.36	0.44	0.10	1.50	1.50
古雷公共管廊项目	2020年2月	2020年12月	13.40	11.50	1.90	0.00	0.00
古雷固废项目	2020年6月	-	5.79	5.79	0.00	0.00	0.00
精细化工园区	2020年6月	-	21.72	21.72	0.00	0.00	0.00
合计	-	-	66.32	45.99	2.37	3.50	3

资料来源:公司提供, 东方金诚整理

关联方分析

公司下属上市公司片仔癀药业和龙溪股份分别负责公司药业业务及机械制造业务运营, 跟踪期内, 现金分红持续增长, 未质押股权市值仍很高

片仔癀药业于 1999 年 12 月由原漳州制药厂改制创立, 2003 年 6 月, 片仔癀药业于上海证券交易所上市, 主要负责公司药业业务业务运营。截至 2020 年 9 月 22 日, 公司持有片仔癀药业股份比例为 57.92%, 其中, 公司将其持有的 8106.00 万股无限售条件流通股质押给人保资本投资管理有限公司, 占持有股份比例为 23.20%。公司未质押片仔癀药业股权市值为 630.44 亿元。片仔癀药业对 2019 年度现金分红为 4.95 亿元, 同比增长 36.74%。

龙溪股份的前身为成立于 1958 年的福建省龙溪轴承厂。2002 年 8 月, 龙溪股份于上海证券交易所上市, 主要负责公司机械制造业务业务运营。截至 2020 年 9 月 22 日, 龙溪股份市值 45.79 亿元, 公司持股 37.85%, 股权未质押。龙溪股份对 2019 年度现金分红为 0.44 亿元, 同比增长 10.00%。

关联方交易方面, 公司与关联方交易金额占交易总额比例较小, 2019 年, 公司与关联方采购商品、接受劳务的关联交易金额为 1.41 亿元, 占当年公司采购商品、接受劳务交易总额的 1.00%, 同比下降 83.62%, 主要系 2018 年与龙溪股份参股公司福建龙孚轴承有限公司销售运输设备产生关联交易 7.04 亿元。同期, 公司与关联方出售商品、提供劳务的关联交易金额为 3.04 亿元, 占当年公司出售商品、提供劳务交易总额的 1.50%, 同比增长 24.09%, 主要由向关联方上海佰草集美容投资管理有限公司、福建同春中药有限公司以及上海家化销售有限公司出售商品产生。

总体看来, 跟踪期内, 公司旗下两家上市公司现金分红持续增长, 合计对 2019 年度现金分红为 5.39 亿元, 同比增长 34.08%。截至 2020 年 9 月 22 日, 公司合计持有两家上市公司未质押股权市值为 647.77 亿元, 未质押股权市值仍很高; 公司与关联方交易金额占交易总额比例较小。

⁵ 由于主要在建项目在项目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。

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，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东很大支持

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、开发区基础设施运营方面得到了股东很大支持。

债务化解方面，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、银保监委的相关政策，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。

古雷开发区基础设施运营方面，公司负责漳州古雷港经济开发区配套设施工程投资建设，建成后将由公司运营，具有专营性。运营项目包括水厂、固废场、污水处理厂、热电厂等。根据规划，古雷开发区至2030年总炼油能力达每年5000万吨，乙烯每年500万吨，对二甲苯每年580万吨，实现规模工业产值6872亿元。随投产化工项目稳步推进，下游项目配套产业加速集聚建设，未来将为公司贡献较为可观的利润。

漳州市人民政府正在统筹整合区域内国有资产，并落实针对古雷开发区债务化解方案，进一步提升公司的核心竞争力，减轻公司债务压力，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东很大支持。

公司治理与战略

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1~6月合并财务报表。华兴会计师事务所（特殊普通合伙）⁶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1~6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6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

⁶ 原福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙），于2019年7月更名为现名。

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。

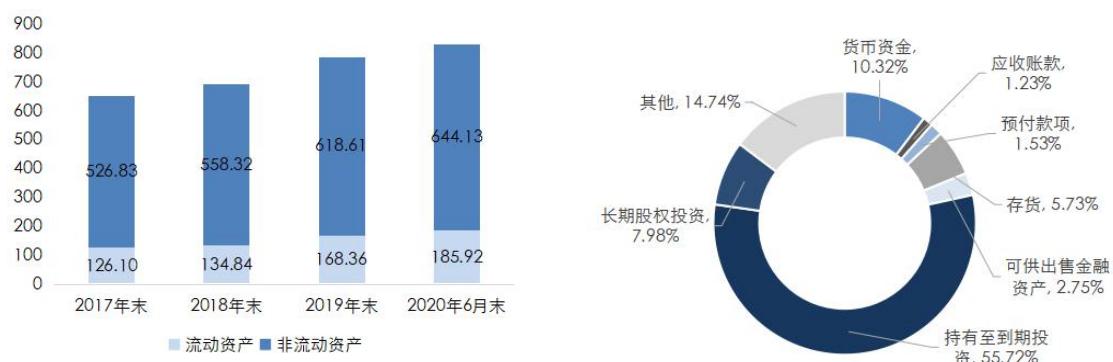
资产构成与资产质量

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,货币资金持续增加

2019年末及2020年6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,另一方面是公司为应对原材料上涨风险主动囤货所致。近三年,公司存货周转率分别为2.74次、3.03次和3.53次,周转效率逐年提高。2020年6月末,公司存货账面价值为54.02亿元,较2019年末增加19.75%。近年预付款项快速增长主要系贸易业务规模的扩张所致。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%。公司持有至到期投资主要为资金管理业务,近年规模逐年增加,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。公司长期股权投资快速增长,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6月末
货币资金	64.55	66.57	81.21	89.01
应收账款	7.89	8.58	9.70	11.37
预付款项	4.45	7.26	12.02	7.12
存货	26.67	34.27	45.11	54.02

流动资产	126.10	134.84	168.36	185.92
可供出售金融资产	25.51	18.88	21.66	21.68
持有至到期投资	335.52	382.71	438.47	427.06
长期股权投资	29.61	49.31	62.79	59.86
非流动资产	526.83	558.32	618.61	644.13
资产总额	652.94	693.16	786.97	830.04

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 2020 年 6 月末，公司受限资产为 30.04 亿元，其中受限货币资金 29.74 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 3.62%，占净资产比例为 10.29%，占比较低。从股权质押方面来看，截至报告出具日，公司持有上市公司片仔癀药业股份 349455750 股，占总股本比例为 57.92%，其中，九龙江集团将其持有的 8106.00 万股无限售条件流通股质押给人保资本投资管理有限公司，占持有股份比例为 23.20%，质押期限最长为 10 年，质押登记日为 2015 年 9 月 17 日。

图表 15 截至 2020 年 6 月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	89.01	29.74	33.41
应收票据	6.25	0.03	0.48
固定资产	18.49	0.27	1.46
合计	113.75	30.04	26.41

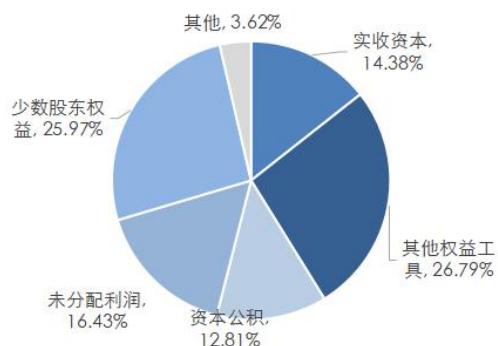
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受经营积累叠加发行优先股和永续债等因素影响，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。近年未分配利润总体呈现增长态势，2019 年受益于经营积累，未分配利润大幅增加。2020 年 6 月末，公司所有者权益较 2019 年末增长 4.90% 至 291.83 亿元，主要系发行永续债“20 九龙江(疫情防控债)MTN003”10 亿元，导致其他权益工具增加所致。

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 6 月末
实收资本	20.00	20.00	40.00	40.00
资本公积	50.50	54.51	35.64	33.30
其他权益工具	29.57	44.56	74.53	84.51
未分配利润	25.61	24.99	45.72	48.33
少数股东权益	89.20	58.14	72.25	76.15
所有者权益	222.98	208.10	278.21	291.83

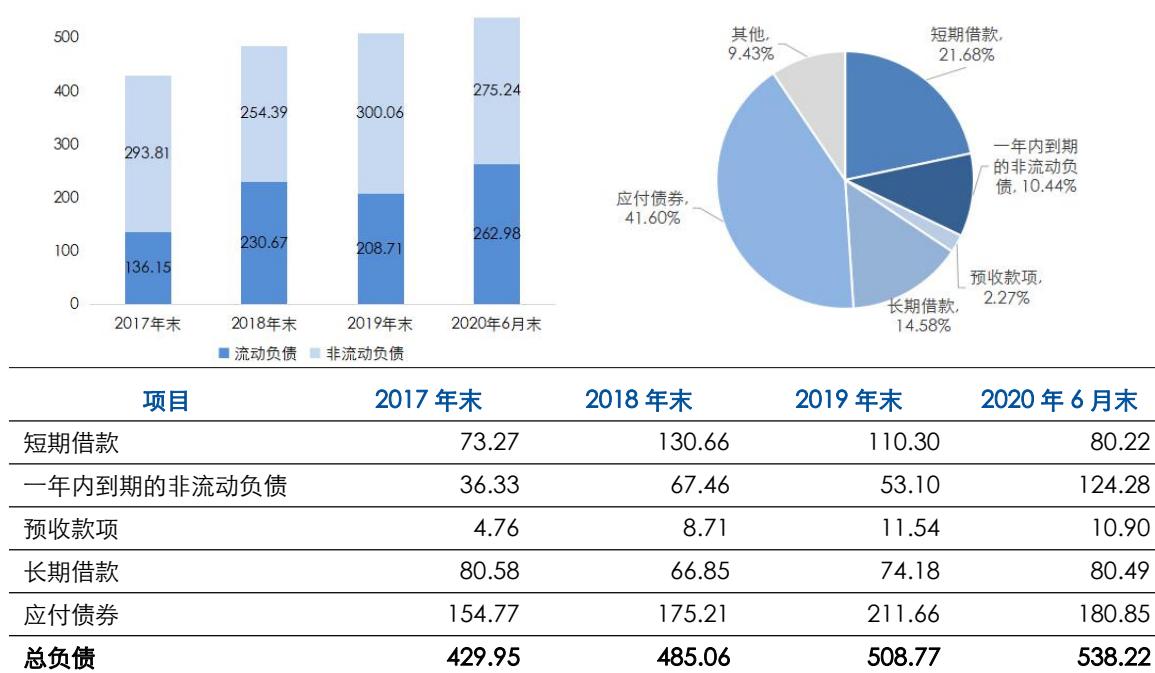
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司资金管理业务资金需求仍较大，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，短期内到期债务规模较大

跟踪期内，公司负债总额有所增长，负债结构以非流动负债为主。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%。近年短期借款有所波动，2019 年末公司短期借款同比下降 15.58%，主要由信用借款、质押借款、保证借款及抵押借款构成，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。2020 年 6 月末，短期借款为 80.22 亿元，同比下降 27.27%。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 6 月末，一年内到期的非流动负债大幅增长至 124.28 亿元，规模较大，主要系一年内到期的应付债券以及长期借款转入所致。

2019 年末，公司非流动负债有所增长，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%。近年公司应付债券逐年增加，2020 年 6 月末公司应付债券下降至 180.85 亿元，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，期末余额有所波动，2019 年末，公司长期借款为 74.18 亿元，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 6 月末，长期借款期末余额较 2019 年末增加 8.50% 至 80.49 亿元。

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，公司资金管理业务资金需求仍较大，公司债务规模持续增长且规模较大，公司债务结构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。2018 年以来，资产负债率和全部债务资本化率均总体呈现下降态势。2019 年末，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。2020 年 6 月末，公司全部有息债务较 2019 年末小幅增长至 467.38 亿元，资产负债率上升至 64.84%，全部债务资本化率下降至 61.57%。

若考虑到计入权益中的其他权益工具的债务属性，2020 年 6 月末，全部债务规模将由 467.38 亿元增加至 552.13 亿元，资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至 75.02% 和 72.70%。公司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，随着项目投资规模增大，未来公司债务规模或将进一步增加。

从有息债务⁷的融资结构来看，截至 2020 年 6 月末，公司银行借款、债券占比分别为 28.12% 和 71.88%，综合融资成本约为 5%。

未来债务压力方面，以公司 2020 年 6 月末债务⁸为基础，公司 2020 年下半年及 2021 年到期债务规模较大，短期内到期债务较为集中。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 7~12 月、2021 年以及 2022 年到期债务将分别增加至 115.94 亿元、183.80 亿元和 146.76 亿元，短期内到期债务规模将进一步增大。

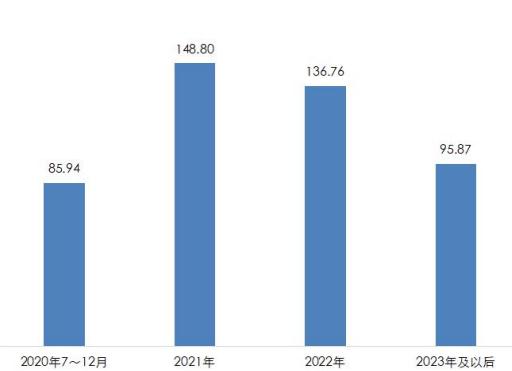
⁷ 包含计入权益的有息债务。

⁸ 不含公司计入权益的债务。

图表 20 公司债务⁹情况 (单位: 亿元、%)



图表 21 公司债务期限结构情况¹⁰ (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 6 月末，公司对外担保余额 23.415 亿元，担保比率 8.02%，分别为对漳州圆山新城建设有限公司担保余额 15.985 亿元、对漳州市古雷交通发展有限公司担保余额为 3.39 亿元以及对漳州蓝田开发有限公司¹¹担保余额 4.04 亿元，三家被担保企业分别承担漳州高新区圆山新城、古雷开发区以及蓝田经济开发区的开发建设，目前均正常经营。

盈利能力

公司营业收入和利润总额均保持增长，2019 年来自于对福海创石化的投资收益明显增长，对利润的贡献大幅提高，公司主营获利能力受新冠肺炎疫情影响小，药业业务、机械制造业务、产投项目投资收益持续向好发展，有利于推动公司未来业绩将持续增长

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

⁹ 2018 年末、2019 年末及 2020 年 6 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）。

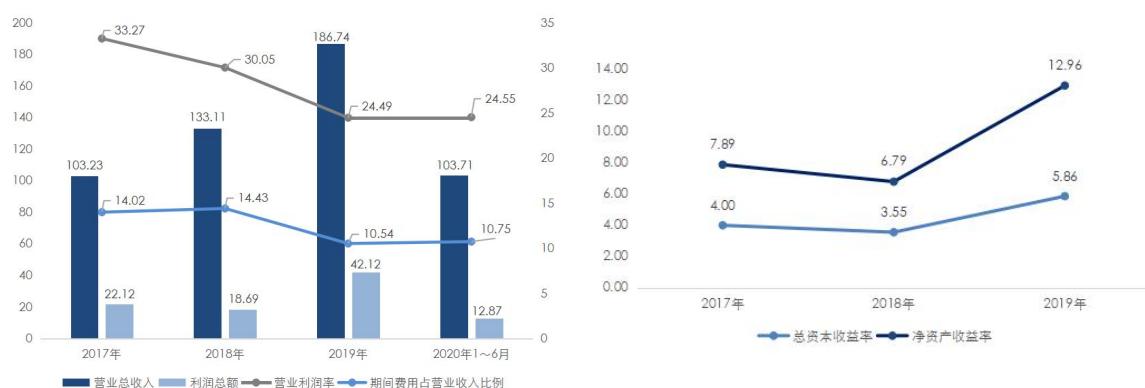
¹⁰ 总数与财务表报数字略有差异主要原因为由外币借款的汇兑损益导致短期借款本金差异以及应付债券采用债券面值进行统计所致。

¹¹ 九龙江集团参股，持股比例为 19.78%。

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 1~6 月，公司营业总收入 103.71 亿元，营业利润率 24.55%，利润总额为 12.87 亿元。公司主营盈利能力受本次新冠肺炎疫情影响较小，叠加药业业务收购龙晖药业、创新药布局，进一步丰富产品线；机械制造业务收购关联方资产、拟进行外延并购以扩大产能，完善产业链；产投项目福海创石化经营稳定，技改计划使得贡献投资收益有望进一步增加，有利于推动公司未来业绩持续增长。

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 1~6 月
期间费用	14.47	19.21	19.69	11.15
其中：销售费用	4.71	4.57	6.32	3.68
管理费用	5.37	4.45	5.10	2.21
研发费用	-	1.90	2.10	1.01
财务费用	4.39	8.30	6.16	4.25
投资收益	1.03	-5.12	12.72	-1.28
其他收益	1.44	3.25	2.28	0.23
营业外收入	0.12	0.33	0.34	0.07
利润总额	22.12	18.69	42.12	12.87

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，受对古雷开发区、圆山高新区投资支出较大影响，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。

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

目的进度，借入现金与偿还债务支出现金的错配所致。

2020年1~6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14.06亿元、-18.05亿元和10.23亿元。

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年末以来，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。近三年，公司经营现金流动负债比波动较大，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，经营性净现金流对流动负债覆盖能力有所增强。截至2020年6月末，公司货币资金89.01亿元，其中未受限的货币资金59.27亿元，短期有息债务204.47亿元，公司账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

公司备用流动性较充足，截至2020年6月末，公司共取得银行授信323.74亿元，未使用额度162.65亿元，未使用额度规模较大。截至2020年9月22日，公司持有未质押上市子公司片仔癀药业股份股权268395750股以及龙溪股份股权151233800股，未质押股权市值合计647.77亿元。

2017年~2019年，公司EBITDA分别为29.84亿元、29.60亿元和51.73亿元，总体增长。2019年公司EBITDA大幅增长，对利息和债务的覆盖程度有所改善。

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、开发区基础设施运营等方面得到了股东及相关各方很大力度支持，此外考虑公司持有上市公司未质押股权市值仍很高，公司实际偿债能力极强。

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 6 月
流动比率 (%)	92.62	58.46	80.67	70.70
速动比率 (%)	73.04	43.60	59.05	50.16
经营现金流动负债比 (%)	15.21	1.25	20.99	-
EBITDA 利息倍数 ¹² (倍)	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 AAA 的市级产业投融资主体，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 处于中上游，增速相对较慢；一般公共预算收入及一般公共预算支出均处于中游水平。总体来看，漳州市经济实力及财政实力均处于中游水平。

公司资产总额相对较高，营业收入、利润总额等盈利指标及所有者权益处于中游水平，资产负债率相对较高。

图表 26 同业对比情况

项目	漳州市九龙江集团有限公司	宜宾市国有资产经营有限公司	合肥市产业投资控股(集团)有限公司	宿迁产业发展集团有限公司	杭州市实业投资集团有限公司
地区	漳州市	宜宾市	合肥市	宿迁市	杭州市
GDP (亿元)	4741.83	2601.89	9409.40	3099.23	15373.00
GDP 增速 (%)	6.50	8.80	7.60	7.00	6.80
一般公共预算收入 (亿元)	219.40	175.49	1432.38	212.60	1966.00
一般公共预算支出 (亿元)	442.97	463.62	1122.67	505.75	1952.90
资产总额 (亿元)	786.97	2883.95	760.84	717.52	557.36
所有者权益 (亿元)	278.21	1558.32	233.51	421.07	174.73
营业收入 (亿元)	186.74	1169.20	39.65	235.95	1334.33
利润总额 (亿元)	42.12	260.46	9.86	95.91	29.20
资产负债率 (%)	64.65	45.97	69.31	41.32	68.65

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，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 9 月 14 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。

¹² 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。

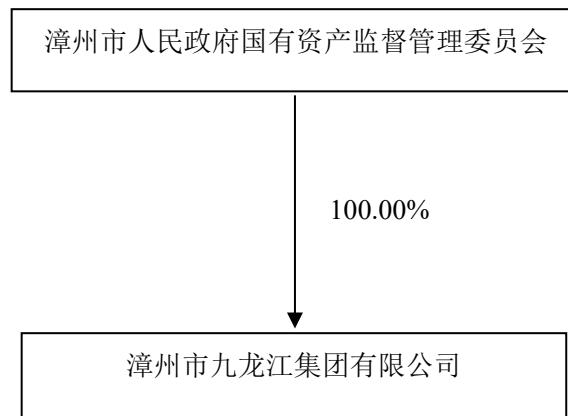
抗风险能力及结论

跟踪期内，漳州市经济保持稳定增长，经济实力与财政实力仍很强，食品、装备制造、石化工业等主导产业保持快速增长，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，公司2020年7月收购龙晖药业51%股权，产品线进一步丰富，综合竞争力很强；未来随着公司投资项目—福海创石化技改完成，产能进一步扩张，预计该投资项目为公司贡献的投资收益将进一步增长；公司持有片仔癀药业和龙溪股份两家上市公司股权，未质押股权市值很高，融资渠道畅通；公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东很大支持。

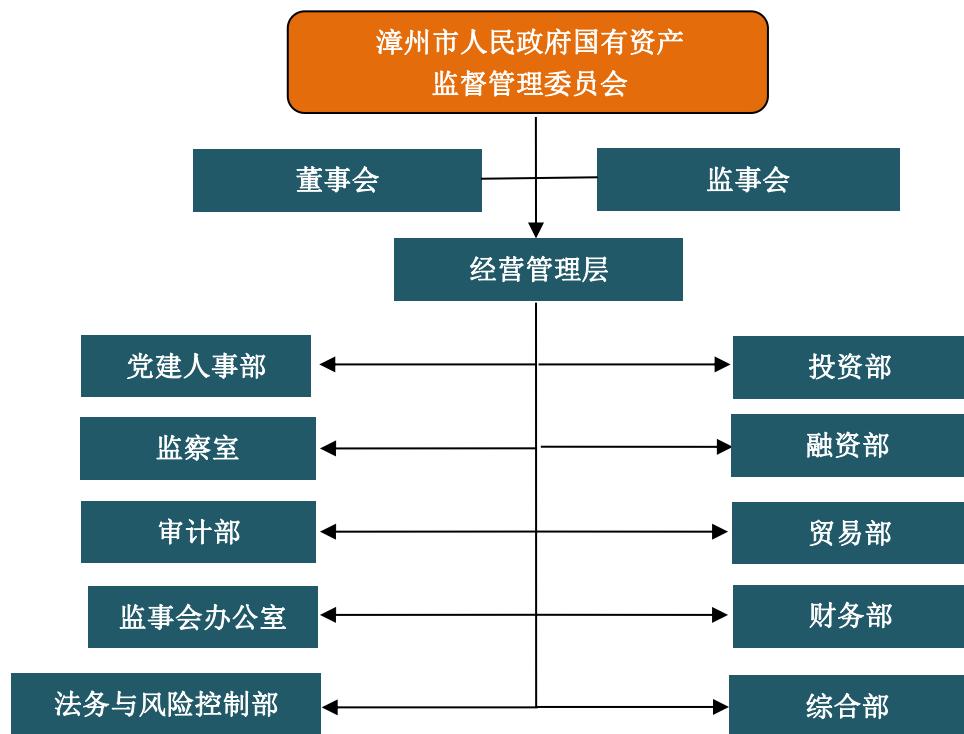
同时，东方金诚也关注到公司机械制造业务海外销售占比较高，新冠肺炎疫情全球蔓延对该业务国外需求形成一定负面影响；跟踪期内，公司资金管理业务资金需求仍较大，有息债务持续增长，短期内到期债务规模较大。

综合考虑，东方金诚上调九龙江集团主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。同时，上调“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AAA。

附件一：截至 2020 年 6 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 6 月末公司组织架构图



附件三：截至 2020 年 6 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
厦门芗江进出口有限公司	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 6 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	1.40	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 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
15 九龙江 MTN001	永续中票	10.00	2015.9.17	2025.9.17	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
20 九龙江 PPN001	定向工具	10.00	2020.5.22	2025.5.22	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 九龙江 MTN002	中期票据	10.00	2020.4.2	2025.4.2	偿还债务融资工具
20 九 龙 江 MTN003(疫 情 防 控 债)	中期票据	10.00	2020.4.27	2023.4.27	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
20 漳九 02	私募公司债	15.00	2020.4.23	2025.4.23	偿还公司债务和补充流动资金
合计	-	377.40	-	-	-

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6月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	652.94	693.16	786.97	830.04
所有者权益（亿元）	222.98	208.10	278.21	291.83
负债总额（亿元）	429.95	485.06	508.77	538.22
短期债务（亿元）	110.81	179.51	163.37	204.47
长期债务（亿元）	235.35	243.18	289.31	262.91
全部债务（亿元）	346.16	422.70	452.69	467.38
营业收入（亿元）	103.23	133.11	186.74	103.71
利润总额（亿元）	22.12	18.69	42.12	12.87
净利润（亿元）	17.58	14.14	36.05	10.80
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	14.06
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-54.68	-75.79	-89.22	-18.05
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	31.22	67.65	51.76	10.23
毛利率（%）	34.06	30.76	25.03	25.11
营业利润率（%）	33.27	30.05	24.49	24.55
销售净利率（%）	17.03	10.62	19.31	10.42
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	64.84
长期债务资本化比率（%）	51.35	53.89	50.98	47.39
全部债务资本化比率（%）	60.82	67.01	61.94	61.56
货币资金/短期债务（%）	58.25	37.08	49.71	43.53
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	70.70
速动比率（%）	73.04	43.60	59.05	50.16
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	94.30

附件六：主要财务指标计算公式

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



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。