

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】104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”、“19漳九01”、“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AAA，评级展望为稳定，同时维持“16漳九龙”、“19漳九01”、“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



二〇二一年六月八日

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

2021年8月8日



漳州市九龙江集团有限公司 主体及相关债项2021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
AAA/稳定	2021/6/8	AAA/稳定	高君子	罗修

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16漳九龙	AAA	AAA
19漳九01	AAA	AAA
19漳九02	AAA	AAA
19漳九Y2	AAA	AAA
19漳九03	AAA	AAA
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（以下简称“九龙江集团”或“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。漳州市人民政府国有资产监督管理委员会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%	36.00				
	GDP 增速	4.00%	0.80		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%	2.00				
	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											
维度	地区综合实力									基础模型参考等级	
	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
	2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA-	
	3档	AAA	AAA	AA+	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+	
3.评级调整因素											
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；公司片仔癀系列药品市场地位仍很高且品牌影响力强，收购龙晖药业，使得产品线进一步丰富；未来随着公司投资项目一福海创石化技改完成，有助于公司投资收益的增加；公司持有两家上市子公司股权，未质押股权市值仍很高，融资渠道畅通；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可得到股东很大支持。同时，新冠肺炎疫情对公司机械制造业务国外需求形成一定负面影响，且跟踪期内国内钢材价格持续上涨对产品成本端造成较大压力；公司有息债务持续增长且规模较大，2021年到期债务规模较大，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 AAA，评级展望为稳定，维持“16漳九龙”、“19漳九01”、“19漳九02”、“19漳九Y2”和“19漳九03”的信用等级为 AAA。

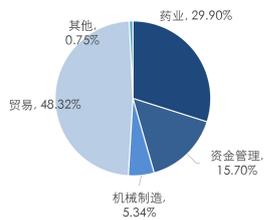
同业对比

项目	漳州市九龙江集团有限公司	宜宾发展控股集团有限公司	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)	4747.00	2802.10	10045.72	3262.37	16106.00
GDP 增速 (%)	-1.50	4.60	4.30	4.50	3.90
一般公共预算收入(亿元)	218.56	200.03	762.90	221.17	2093.40
一般公共预算支出(亿元)	447.76	556.31	1164.80	589.45	2069.70
资产总额 (亿元)	865.43	3315.07	615.91	726.52	643.49
所有者权益 (亿元)	317.40	1731.43	247.15	444.02	194.91
营业收入 (亿元)	217.15	1371.07	49.06	216.17	1522.29
利润总额 (亿元)	26.64	290.21	7.30	103.48	30.32
资产负债率 (%)	63.33	47.77	59.87	38.88	69.71

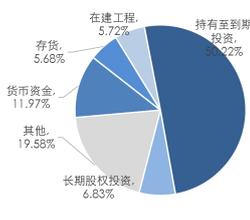
注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，表中数据年份均为 2020 年，东方金诚整理

主要指标及依据

2020 年公司营业收入构成



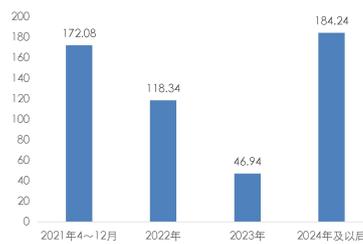
2020 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产规模	693.16	788.54	865.43	908.91
所有者权益	208.10	279.77	317.40	315.42
营业收入	133.11	186.74	217.15	71.07
利润总额	18.69	36.49	26.64	9.57
全部债务	435.00	450.59	476.67	521.53
资产负债率	69.98	64.52	63.33	65.30
全部债务资本化比率	67.64	61.69	60.03	62.31

2021 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	2018 年	2019 年	2020 年
地区	漳州市		
GDP 总量	3947.63	4741.83	4747.00
GDP 增速	8.70	6.50	-1.50
人均 GDP (元)	77102	92074	90693(模拟值)
一般公共预算收入	218.75	219.40	218.56
一般公共预算收入增速	7.20	0.30	-0.40
上级补助收入	159.96	136.80	132.09

优势

- 跟踪期内, 漳州市经济实力与财政实力仍很强, 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体系日趋完善, 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, 跟踪期内, 市场地位仍很高, 公司收购龙晖药业, 产品线进一步丰富, 受益于片仔癀产品持续提价和产量增加, 药业收入及毛利润持续增长;
- 未来随着公司投资项目一福海创石化技改完成, 产能将进一步扩张, 有助于公司投资收益的增加;
- 公司持有片仔癀药业和龙溪股份两家上市子公司股权, 未质押股权市值仍很高, 融资渠道畅通;
- 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可得到股东很大支持。

关注

- 新冠肺炎疫情对公司机械制造业国外需求形成一定负面影响, 且跟踪期内国内钢材价格持续上涨对产品成本端造成较大压力;
- 跟踪期内, 公司有息债务持续增长且规模较大, 2021 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。漳州市经济将恢复增长, 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。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
AAA/稳定	A-1	2021/4/15	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
AAA/稳定	AAA	2020/9/27	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：2020年9月27日，九龙江集团主体信用等级调升至AAA。

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	2020/09/27	25.00	2016/04/07~2023/04/07	无	-
19漳九01	2020/09/27	20.00	2019/03/14~2024/03/14	无	-
19漳九02	2020/09/27	10.00	2019/04/08~2024/04/08	无	-
19漳九Y2	2020/09/27	15.00	2019/06/21~2021/06/21	无	-
19漳九03	2020/09/27	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；“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 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 2020 年度审计报告、2021 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 2021 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。

2021 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”)。

2021 年 3 月末,公司(合并)资产总额 908.91 亿元,所有者权益 315.42 亿元,资产负债率 65.30%。2020 年和 2021 年 1~3 月,公司实现营业总收入分别为 217.15 亿元和 71.07 亿元,利润总额分别为 26.64 亿元和 9.57 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,并已按时付息。公司于 2021 年 4 月 7 日完成回售 12.18 亿元,并于 2021 年 5 月 10 日进行了

全额转售。

经中国证监会证监许可[2018]1789号文核准，“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，并已按时付息；“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，已按时付息。“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，并于2020年12月9日按时付息，尚未到回售期。

宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021年一季度GDP增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度GDP同比增速达到18.3%，两年复合增速为5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中3月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右，两年复合增长率则升至5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3月PPI同比达到4.4%，CPI同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个

百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

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

2020年，漳州市经济实力与财政实力仍很强，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体系日趋完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境

2020年，漳州市保持较强经济实力，经济总量在福建省9个地级市中排名保持第4位。根据2021年漳州市《政府工作报告》，2020年，漳州预计全市完成生产总值4747亿元。三次产业结构为11.0:46.6:42.4，仍以第二产业为主。“十四五”期间，漳州市将发展经济的着力点放在实体经济上，加快向工业新城、农业强市迈进，力争到2025年全市生产总值超过6500亿元，规模工业总产值突破万亿，服务业增加值比重超42%，数字经济规模达到3000亿元，农业全产业链总产值超4000亿元。

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。根据2021年漳州市《政府工作报告》，“十三五”期间已培育形成食品加工、装备制造、新材料三大千亿产业集群，四大主导产业加四大新兴产业“4+4”产业体系日趋完善。此外，漳州古雷港经济开发区仍是漳州市工业发展的重点，大石化产业重点依托古雷，着力延伸乙烯、丙烯、芳烃产业链，力促古雷炼化一体化、中沙古雷乙烯等一批项目顺利投产或投建，石化产业产值突破650亿元。

图表 1 漳州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）¹



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

2020年，受减税降费政策实施及新冠肺炎疫情影响，漳州市一般公共预算收入同比略有下降，但仍保持较强的财政实力

近年随着经济的快速发展，漳州市财政实力不断增强。2020年，受减税降费政策实施以及新冠肺炎疫情影响，漳州市一般公共预算收入为218.56亿元，同比略微下降0.4%，但仍保持较强的财政实力。

财政支出方面，2020年漳州市地方一般公共预算支出447.76亿元，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。漳州市财政自给率一般，维持在50%左右。

¹ 截至报告出具日，漳州市2020年数据尚未公布。

图表 2 漳州市财政收支情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
一般公共预算收入	218.75	219.41	218.56
其中: 税收收入	163.58	160.45	142.82
非税收入	55.17	58.97	75.74
政府性基金收入	306.75	226.20	233.69
上级补助收入	159.96	136.80	132.09
财政收入	685.46	582.41	584.34
一般公共预算支出	429.80	442.97	447.76
政府性基金支出	336.90	318.00	266.71
上解上级支出	28.00	28.00	29.00
财政支出	794.70	788.97	743.47
财政自给率	50.90	49.53	48.81

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, 2020年医药制造行业收入增速减缓, 中长期来看, 随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧, 行业需求仍将保持增长, 但行业企业整体收入和利润增幅将放缓

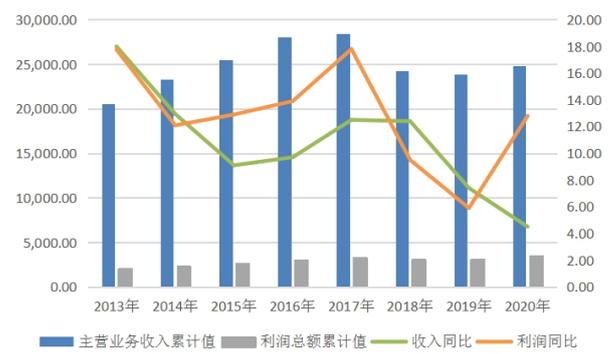
随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧, 药品需求不断上升, 医药制造行业规模保持增长, 但增速逐年下降。2013~2019年, 我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓; 2020年新冠肺炎疫情的发生, 短期内对疫情控制实际需求的医械产品需求增加, 其他药械产品受部分门诊关停, 医院诊疗人次下降影响, 需求有所下降, 我国三大终端六大市场药品销售额16437亿元, 同比下降8.5%。但从中长期来看, 随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧, 行业需求仍将保持增长。

虽然行业需求保持增长, 但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进, 药品价格整体有所下降, 医药制造行业营业收入和利润增速逐年有所下降。根据国家统计局数据, 2019年医药制造企业营业收入和利润总额分别同比增长7.40%和5.90%, 增速分别同比下降5.00个百分点和3.60个百分点。2020年, 由于年初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, 医药制造企业短期经营承压, 随着疫情得到控制, 行业收入及盈利逐步改善, 全年医药制造行业收入同比增长4.50%, 增速进一步缩窄, 利润总额同比增长12.80%, 利润端同比增速高于收入端, 主要系行业企业对带量采购等政策的不利影响正在逐步消化, 同时加强对期间费用的控制所致。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。

图表 3: 我国医药终端市场销售情况 (亿元、%)



图表 4: 我国医药制造行业盈利情况² (亿元、%)



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。

2016年3月, 国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的通知》, 对已批准上市的仿制药质量和疗效一致性评价工作作出部署, 对提升我国仿制药安全性和有效性具有重要意义, 同是将进一步促进医药产业升级和结构调整。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

2020年 国家逆周期调节力度加大使基建投资等景气度较高, 下游工程机械需求大幅增长, 带动轴承制造行业景气度回升, 但钢材价格持续上涨或增加轴承制造企业成本压力

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。2020年, 国家逆周期调节力度加大使基建投资等景气度较高, 工程机械销量大幅增长, 根据中国工程机械工业协会行业统计数据, 2020年全年纳入统计的25家主机制造企业, 共计销售各类挖掘机械产品32.76万台, 同比涨幅39.0%; 其中国内市场销量为29.29万

² 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。

台，同比涨幅 40.1%。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，叠加国家逆周期调节使得下游机械行业销量大幅增加，轴承制造行业下游需求有所回暖。

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。2018 年以来，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，国家逆周期调节力度加大使基建投资等景气度较高，下游工程机械需求大幅增长，带动轴承制造行业景气度回升。2020 年，国内 7 家轴承类上市公司整体营业收入相比 2019 年同期略有下滑，主业经营亏损 3 家、盈利 4 家，但合并数亏损幅度同比有所收窄。但 2020 年三季度以来，钢材价格持续上涨或增加轴承制造企业成本压力，对 2021 年轴承制造企业盈利形成一定抑制。

图表 5 轴承上市企业经营情况（单位：亿元）

公司	2019 年		2020 年	
	营业收入	扣非净利润	营业收入	扣非净利润
南方轴承	4.07	0.15	4.66	0.65
西北轴承	3.11	-3.01	2.05	-2.16
襄阳轴承	12.41	-0.59	11.92	-1.14
瓦轴 B	18.55	-1.35	18.59	-3.90
天马股份	11.79	-13.88	7.22	0.21
轴研科技	20.85	-0.33	23.55	0.13
龙溪股份	9.46	0.06	11.59	0.39

资料来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

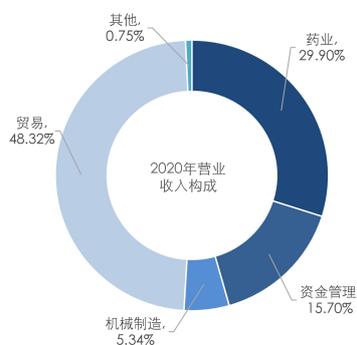
经营概况

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，营业收入及毛利润保持增长，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。2020 年，公司营业收入及毛利润保持增长。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。2021 年一季度公司营业总收入及毛利润保持较高增速，营业总收入为 71.07 亿元，同比增长 46.76%，毛利润为 16.92 亿元，同比增长 31.30%。

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	2018年		2019年		2020年		2021年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
药业	47.45	35.65	57.06	30.56	64.93	29.90	19.96	28.09
资金管理	31.31	23.52	33.58	17.98	34.09	15.70	8.76	12.33
机械制造	9.47	7.11	8.60	4.61	11.59	5.34	3.36	4.72
贸易	40.09	30.12	83.08	44.49	104.92	48.32	36.98	52.03
其他	4.79	3.60	4.42	2.37	1.63	0.75	2.01	2.83
合计	133.11	100.00	186.74	100.00	217.15	100.00	71.07	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	20.05	42.25	25.17	44.10	29.23	45.02	9.61	48.15
资金管理	16.44	52.53	15.99	47.64	14.78	43.35	4.12	47.07
机械制造	2.68	28.28	2.32	26.93	2.96	25.51	0.95	28.31
贸易	0.17	0.42	1.47	1.76	0.79	0.76	0.79	2.15
其他	1.60	33.36	1.79	40.47	0.71	43.97	1.44	71.74
合计	40.94	30.76	46.73	25.03	48.48	22.32	16.92	23.81



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。2021 年 3 月末，片仔癀药业资产总额 109.57 亿元，所有者权益 88.56 亿元，资产负债率 19.18%。2020 年和 2021 年 1~3 月，片仔癀药业实现营业总收入分别为 65.11 亿元和 20.02 亿元，利润总额分别为 19.79 亿元和 6.82 亿元。

公司片仔癀系列产品的处方、工艺是国家一级保护品种，具有独家生产权，跟踪期内，产品市场地位仍很高，品牌影响力仍很强，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 2021 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。

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2020年末，全国的片仔癀体验馆总数超过300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。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。2020年公司医药制造、医药流通、日用品/化妆品、食品收入分别为27.32亿元、28.44亿元、9.05亿元和0.11亿元，毛利率分别为77.63%、8.86%、60.53%、19.60%。2021年一季度，公司药业业务贡献收入19.96亿元，同比增长16.82%，毛利润9.61亿元，同比增长16.52%，毛利率为48.15%，同比小幅下降0.12个百分点。

图表7 片仔癀药业区域销售收入情况（单位：亿元）

产品名称	2018年	2019年	2020年
境内	44.29	53.78	61.34
境外	3.16	3.28	3.59
合计	47.45	57.06	64.93

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³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，该创新药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。同年9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PZH2108片的新药临床试验申请获国家药监局的审评受理，该药品主要用于治疗慢性疼痛（癌性痛）。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。2021年3月末，龙

³ 2020年11月，片仔癀药业发布公告称，片仔癀药业收到国家药品监督管理局关于其主动撤回PZH2109胶囊临床试验注册申请的《药品注册申请终止通知书》。片仔癀药业主动撤回本次临床试验注册申请，将不会对其2020年度的财务状况和经营业绩产生重大影响。

溪股份资产总额 29.28 亿元，所有者权益 20.95 亿元，资产负债率 28.45%。2020 年和 2021 年 1~3 月，龙溪股份实现营业总收入分别为 11.59 亿元和 3.60 亿元，利润总额分别为 1.64 亿元和 0.26 亿元。

公司仍是国内最大的关节轴承供应商和出口商，2020 年以来虽然新冠肺炎疫情对公司产品海外需求造成负面影响，但随着疫情逐步缓解，国内需求持续增长，公司主要产品产能利用率逐季提升

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。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 2021 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。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，复产复工加速，主要产品产能利用率逐季回升，2020 年全年公司主要产品产能利用率较 2019 年略有提升。2021 年一季度延续 2020 年下半年良好的经济态势，需求持续增长，带动公司主要产品产能利用率提升。

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		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
关节轴承和轴套、大齿圈	产量	1340.20	1128.58	1105.12	352.69
	产能利用率	89.35	75.24	73.67	94.05
	销量	1324.78	1089.28	1071.34	382.37
	出口量	936.30	712.33	544.86	221.72
	均价	39.90	31.51	51.94	46.11
AG 轴承和精密圆锥滚子轴承	产量	518.70	411.85	423.92	124.93
	产能利用率	64.84	51.48	52.99	62.47
	销量	546.40	544.11	478.16	134.12
	出口量	94.00	50.77	28.20	18.35
	均价	28.53	32.45	36.08	33.99
齿轮和变速箱	产量	28.90	24.37	28.03	9.18
	产能利用率	24.08	20.31	23.36	30.60
	销量	31.80	24.81	29.84	8.94
	均价	202.11	221.32	221.30	196.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

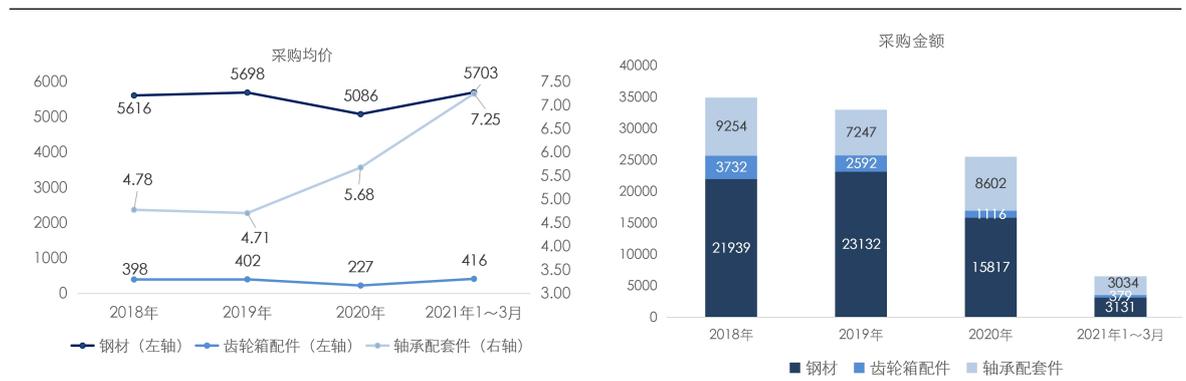
新冠肺炎疫情全球蔓延使国外需求的负面影响进一步增加，但国内疫情得到有效控制促进国内需求的逐步回暖，一定程度上弥补国外需求的下降，受益于销售均价的上涨，2020年业务收入和毛利润有所增加

2020年，公司机械制造业务收入为11.59亿元，虽然受全球新冠疫情影响，全球经济持续走低，公司出口销售出现一定程度下滑，但受益于国家内需拉动政策及减税降费措施，市场需求回暖，加之航空军工等新兴应用领域及主机升级换代产品市场需求增加，机械制造业务收入同比增长。销量方面，2020年除齿轮和变速箱销量回升外，其他两大类产品销量进一步下降。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整体保持增长趋势。出口量方面，2019年以来，受全球经济放缓、中美贸易摩擦加剧以及2020年全球新冠疫情等影响，海外市场需求回落，2020年公司轴承产品出口量进一步下降。

2020年，受主要原材料价格上涨影响，公司机械制造业务毛利率有所下降，2020年四季度以来钢材价格持续上涨，预计2021年机械制造业务成本压力或有所增加

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。2020年，公司机械制造业务毛利率为25.51%，同比下降0.65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、轴承配套件的价格上涨，公司成本控制压力增大。2021年1~3月，公司机械制造业务毛利率为28.31%，有所回升，主要系毛利率较高的军工产品占比增加所致。

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，跟踪期内，双方尚未签署正式协议

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，龙溪股份发布《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。本次股权交易须通过产权交易所公开挂牌拍卖，股权收购能否成功最终取决于竞拍结果。2021年3月，龙溪股份与标的公司及其控股股东签订《股权合作意向书》，后续龙溪股份将通过产权交易所现金方式竞价购买交易对方持有的标的公司65%股权。截至报告出具日，双方尚未签署正式协议。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，资金管理业务不断扩大，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2021年3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7.50%~13.50%，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、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2021年3月末，公司向古雷港经开区累计投资金额790.72亿元（含石化基金）。截至2021年3月末，公司累计收到回款538.21亿元，其中本金380.42亿元，投资收益157.79亿元。2020年以来，由于疫情影响，公司对古雷港经开区的投资收益延期收回，延期末支付的利息计入应收利息科目。

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2021年3月末，公司累计投资圆山新城项目开发建设项目108.59亿元，项目累计回款61.06亿元，其中本金40.97亿元，收益20.09亿元。

图表 10 截至 2021 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
漳州市圆山大道道路工程 (廊前大道至纵十路)	35.70	16.10	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	3.00	2017	2020
廊前棚户区改造项目	8.00	2.40	2017	2020
九十九道湾项目	20.00	20.00	2015	2017
合计	566.05	539.55	-	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2020 年和 2021 年 1~3 月, 公司资金管理业务收入分别为 34.09 亿元和 8.76 亿元, 毛利润分别为 14.78 亿元和 4.12 亿元, 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 43.35%和 47.07%, 2020 年毛利率同比下降 4.29 个百分点。

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, 2020 年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。2020 年及 2021 年 1~3 月, 公司贸易额⁴分别为 104.92 亿元和 36.98 亿元, 其中化工品贸易额分别为 95.19 亿元和 32.77 亿元。截至 2021 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 2020 年受新冠肺炎疫情影响较小。

2020 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。

⁴ 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。

图表 11 2020 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 PTE LTD	12.07	11.59	混合芳烃/轻质循环油
PETROEAST SINGAPORE PTE	7.93	7.61	混合芳烃/轻质循环油
福建闽海石化有限公司	6.19	5.94	甲基叔丁基醚/工业白油 (I) 7 号
MERCURIA ENERGY TRADING	3.94	3.78	混合芳烃
福建佳兆燃料油有限公司	3.53	3.39	混合芳烃/石油混合二甲苯
合计	33.66	32.31	

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外投资

2020 年, 受疫情和原油价格波动影响, 福海创石化出现亏损, 但随原油价格于 2020 年四季度开始持续增长, 预计 2021 年福海创石化盈利能力将有所修复, 技改完成后产能将进一步扩张, 亦将有助于公司投资收益的增加

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, 其前身为合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, 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⁵, 对利润形成有益补充。2020 年及 2021 年 1~3 月, 福海创石化分别确认投资收益 -6.81 亿元和 -0.41 亿元, 亏损原因为原油价格下降, 造成存货跌价损失所致, 原油价格回升有利于福海创石化盈利修复。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

⁵ 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》, 将债权人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。

评审。该项目将以九龙江集团（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 2021 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。

此外，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。

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 2021 年 3 月末，公司在建项目计划总投资额 26.55 亿元，已投资金额 6.82 亿元，未来尚需投资金额为 19.73 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、固废废场、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 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况⁶（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		
					2021 年 4~12 月	2021 年	2022 年
九龙江高峰谷	2017 年 1 月	2023 年 12 月	10.00	1.85	0.13	0.50	0.50
古雷区域引水工程	2012 年 3 月	2021 年 12 月	6.05	4.84	0.39	1.00	-
古雷城乡供水一体化	2018 年 10 月	2025 年 12 月	10.5	0.13	0.75	2.00	2.00
合计	-	-	26.55	6.82	1.27	3.50	2.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁶ 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。

关联方分析

公司下属上市子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，近年现金分红逐年增长，未质押股权市值很高

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运营。截至2021年5月31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1030.37亿元⁷。根据《漳州片仔癀药业股份有限公司2020年年度利润分配预案的公告》，片仔癀药业对2020年度现金分红5.43亿元(含税)，如上述预案实施，现金红利将较2019年度增加9.70%。

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运营。截至2021年5月31日，龙溪股份市值41.75亿元⁸，公司持股37.85%，股权未质押。根据《福建龙溪轴承(集团)股份有限公司2020年度利润分配预案的公告》，龙溪股份拟对2020年度现金分红0.45亿元(含税)，如上述预案实施，现金红利将较2019年度增加0.01亿元。

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，2020年，公司与关联方采购商品、接受劳务的关联交易金额为0.90亿元，占当年公司采购商品、接受劳务交易总额的0.50%。同期，公司与关联方出售商品、提供劳务的关联交易金额为24.62亿元，占当年公司出售商品、提供劳务交易总额的11.05%，同比大幅增长144.34%，主要为向关联方福建龙孚轴承有限公司提供劳务费20.16亿元。

总体看来，公司旗下两家上市子公司现金分红持续增长，如利润分配预案实施，2020年度合计现金分红为5.88亿元，同比增加0.49亿元；截至2021年5月31日，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值为1046.18亿元，未质押股权市值很高；公司与关联方交易金额占交易总额比例较小。

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。

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。

⁷ 以2021年5月31日收盘价测算。

⁸ 以2021年5月31日收盘价测算。

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

2020 年 10 月 23 日，公司发布公告称，原职工监事曾毓前和林之楠分别因职务调整和工作调整，不再担任公司职工监事职务。根据公司工委文件《第一届第八次工会会员大会暨职工大会决议》，选举吕加福、吴佳颖为公司监事会职工监事。上述人事变动系公司正常职位调整，未对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。跟踪期内，公司在治理结构、内部管理与发展战略等方面无其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2020 年合并财务报告和 2021 年 1~3 月合并财务报表。华兴会计师事务所（特殊普通合伙）⁹对公司 2020 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；2021 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月末，公司纳入报表合并范围全资及控股子公司 9 家（详见附件三），较 2019 年末无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构仍以持有至到期投资等非流动资产为主，货币资金持续增加

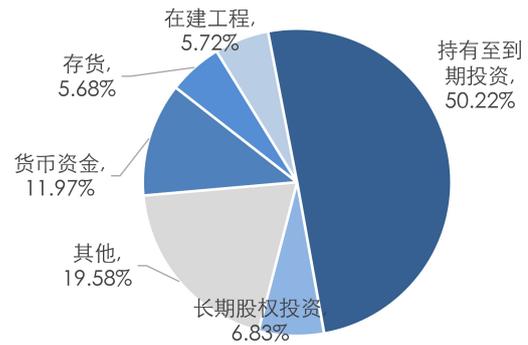
2020 年末，公司的资产总额保持增长，资产结构以非流动资产为主。公司流动资产稳定增长，2020 年末，公司流动资产主要由货币资金、存货、应收利息和预付款项构成，占流动资产的比例分别为 50.09%、23.76%、8.59%和 4.99%。货币资金主要是银行存款，持续增加。2020 年末公司货币资金为 103.58 亿元，同比增长 27.54%。2020 年末，受限货币资金 30.58 亿元，占货币资金比例 29.53%，主要为定期存款、存出保证金及房改款。公司存货主要为药业、机械制造业务生产所需原材料以及产生的在产品、半成品和库存商品等，公司存货账面价值增长较快，一方面是由于公司业务规模扩张，另一方面是公司应对原材料上涨风险主动囤货所致。2020 年末，公司存货周转率为 3.58 次，同比增加 0.05 次，周转效率有所提高。2021 年 3 月

⁹ 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。

末，公司存货账面价值为 59.92 亿元，较 2020 年末增加 21.98%。2020 年以来，公司应收利息大幅增加，系 2020 年 7 月以来，公司对古雷港经济开发区投资收益未收回所致。其中 2020 年末和 2021 年 3 月末，公司应收利息分别为 17.77 亿元和 25.55 亿元。2020 年末，公司预付款项为 10.32 亿，其中账龄在一年以内的占比 88.11%，前五大预付款对象占比 47.62%，集中度较高。

2020 年末，公司非流动资产有所增长，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 65.98%。公司持有至到期投资主要由资金管理业务产生，2020 年末仍保持较大规模，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 176.30 亿元、漳州古雷港投资有限公司协议投资 31.53 亿元、福建古雷港口经济开发区有限公司协议投资 67.50 亿元、漳州市圆山市政建设有限公司协议投资 17.00 亿元以及漳州古雷港投资有限公司委托贷款 45.00 亿元等。公司长期股权投资主要为对联营企业的投资款，2020 年末为 59.11 亿元，同比下降 8.14%。

图表 13 公司资产构成情况 (单位: 亿元) 图表 14 2020 年末公司资产构成



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
货币资金	66.57	81.21	103.58	120.35
应收账款	8.58	9.70	9.58	11.85
应收利息	4.54	2.75	17.77	25.55
预付款项	7.26	12.02	10.32	16.72
存货	34.27	45.11	49.12	59.92
流动资产	134.84	168.36	206.77	249.61
可供出售金融资产	18.88	21.66	22.73	22.89
持有至到期投资	382.71	438.47	434.59	436.59
长期股权投资	49.31	64.35	59.11	57.90
非流动资产	558.32	620.17	658.66	659.30
资产总额	693.16	788.54	865.43	908.91

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 2021 年 3 月末, 公司受限资产为 32.68 亿元, 其中受限货币资金 30.58 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 3.60%，占净资产比例为 10.36%，占比不高。从股权质押方面来看，截至报告出具日，公司持有上市子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 2021 年 3 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	120.35	30.58	25.41
应收票据	5.30	0.13	2.45
固定资产	22.64	1.97	8.70
合计	148.29	32.68	22.04

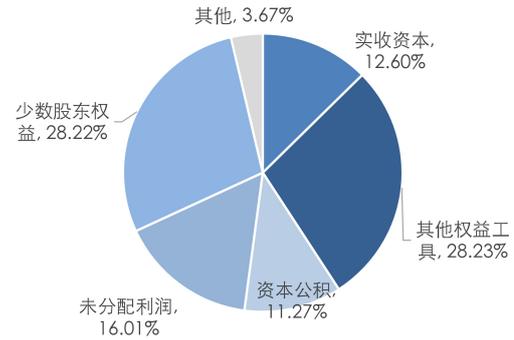
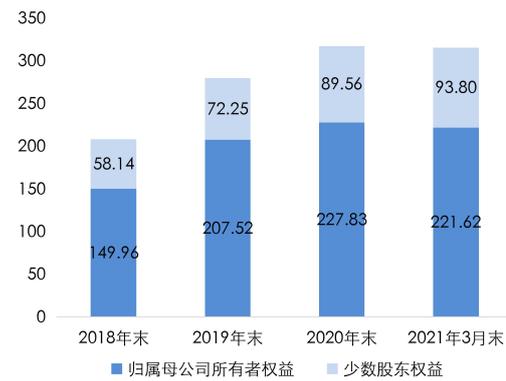
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受经营积累叠加发行优先股和永续债等因素影响，公司所有者权益总体有所增长

2020 年末，公司所有者权益同比增长 13.45%至 317.40 亿元，主要系其他权益工具以及未分配利润增加所致。其他权益工具主要为公司发行的优先股和永续债，受 2020 年新发行“20 九龙江(疫情防控债)MTN003” 10.00 亿元、“20 漳九 Y1” 15.00 亿元、“20 漳九 Y2” 15.00 亿元和“20 漳九 Y3” 5.00 亿元影响，其他权益工具同比增加 20.24%。受益于经营积累，未分配利润持续增加。2021 年 3 月末，受兑付“16 九龙江 MTN002” 10.00 亿元影响，公司所有者权益略有下降。

图表 16 公司权益构成情况 (单位: 亿元) 图表 17 2020 年末公司权益构成



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
实收资本	20.00	40.00	40.00	40.00
资本公积	54.51	35.64	35.77	35.70
其他权益工具	44.56	74.53	89.61	79.60
未分配利润	24.99	47.16	50.80	54.64
少数股东权益	58.14	72.25	89.56	93.80
所有者权益	208.10	279.77	317.40	315.42

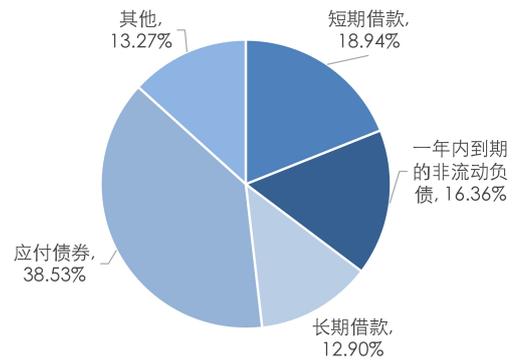
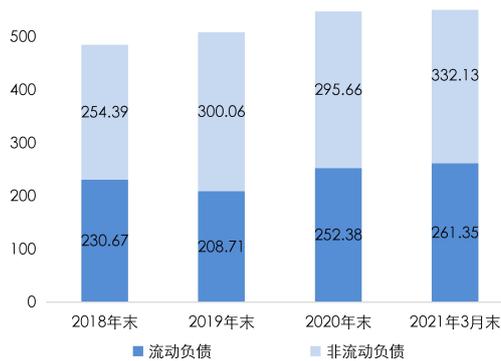
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司资金管理业务资金需求较大, 跟踪期内, 有息债务持续增长且规模较大, 债务结构仍以长期有息债务为主, 短期内到期债务规模仍较大

2020 年末及 2021 年 3 月末, 公司负债总额持续增长, 负债结构仍以非流动负债为主。2020 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 41.13%和 35.52%。近年短期借款逐年下降, 2020 年末公司短期借款同比下降 5.90%, 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 97.85%, 主要用于补充营运资金及置换债务, 但 2021 年 3 月末, 因置换长期债务, 短期借款大幅增加至 141.40 亿元。2020 年末, 公司一年内到期的非流动负债为 89.65 亿元, 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 99.58%。2021 年 3 月末, 一年内到期的非流动负债下降至 61.66 亿元。

2020 年末及 2021 年 3 月末, 公司非流动负债波动增长。2020 年末, 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 71.42%和 23.91%。2020 年末, 公司应付债券为 211.17 亿元, 基本与 2019 年末持平。2021 年 3 月末公司应付债券增长至 246.26 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, 2020 年末, 公司长期借款为 70.68 亿元, 主要由保证借款 45.60 亿元、信用借款 16.35 亿元、质押借款 7.29 亿元及抵押借款 1.45 亿元构成。

图表 18 公司总负债构成情况 (单位: 亿元) 图表 19 2020 年末公司总负债构成



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期借款	130.66	110.30	103.80	141.40
一年内到期的非流动负债	67.46	53.10	89.65	61.66
长期借款	66.85	74.18	70.68	70.90
应付债券	175.21	211.66	211.17	246.26
总负债	485.06	508.77	548.04	593.49

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司资金管理业务资金需求较大, 债务规模持续增加且规模较大, 债务结构仍以长期有息债务为主, 2020 年末公司全部有息债务为 476.67 亿元, 同比增长 5.79%, 短期有息债务占比为 40.58%, 同比上升 4.33 个百分点。2020 年末, 资产负债率和全部债务资本化率分别为 63.33% 和 60.03%, 受发行永续债所有者权益增长影响, 上述指标有所下降。2021 年 3 月末, 公司全部有息债务较 2020 年末增长至 521.53 亿元, 资产负债率和全部债务资本化率分别上升至 65.30% 和 62.31%。

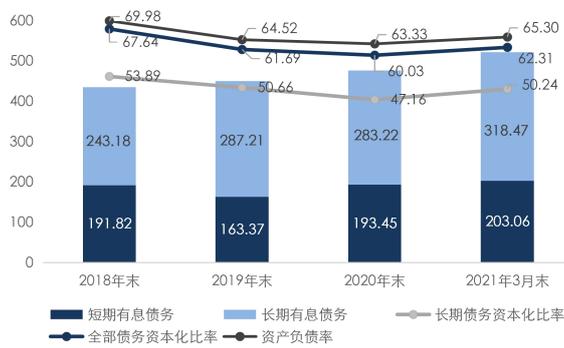
若考虑到计入权益中的其他权益工具的债务属性, 2021 年 3 月末, 全部债务规模将由 521.53 亿元增加至 601.13 亿元, 资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至 74.05% 和 71.82%。公司融资主要用于漳州古雷港经济开发区开发、漳州圆山新城开发和相关产业投资, 随着项目投资规模增大, 未来公司债务规模或将进一步增加。

从有息债务的融资结构来看, 截至 2021 年 3 月末, 公司银行借款、债券占比分别为 33.54% 和 66.46%, 综合融资成本约为 5%。

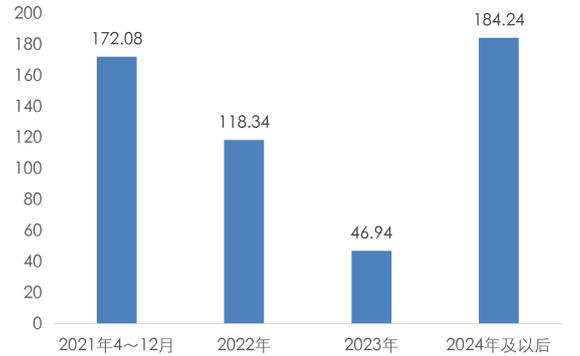
未来债务压力方面, 以公司 2021 年 3 月末债务¹⁰为基础, 公司 2021 年 4~12 月及 2022 年到期债务规模较大, 短期内到期债务较为集中。若考虑计入权益的其他权益工具债务属性及其到期行权的情况, 2021 年 4~12 月及 2022 年分别增加至 186.68 亿元和 163.34 亿元, 短期内到期债务规模将进一步增大。

¹⁰ 不含公司计入权益的债务。

图表 20 公司债务¹¹情况 (单位: 亿元、%)



图表 21 公司债务期限结构情况¹² (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 2021 年 3 月末, 公司对外担保余额 17.28 亿元, 担保比率 8.02%, 主要为对漳州圆山新城建设有限公司担保余额 11.19 亿元、对漳州市古雷交通发展有限公司担保余额为 3.09 亿元、对漳州市圆山市政建设有限公司担保余额 2.00 亿元以及对漳州圆山水仙花发展有限公司担保余额 1.00 亿元, 四家被担保企业均为国有控股, 目前均正常经营。

盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入保持增长, 主营业务盈利能力仍很强, 利润总额因投资收益亏损影响而有所下降, 公司药业业务、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

2020 年, 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、机械制造业务毛利率有所下降影响, 公司营业利润率有所下降。

2020 年, 因公司于 2019 年 9 月发行 5 亿美元美元债, 由于人民币兑美元升值而增加汇兑收益 3.22 亿元, 公司期间费用同比下降 9.14%; 其中, 销售费用、财务费用、管理费用和研发费用占期间费用的比例分别为 44.24%、31.96%、11.49%和 12.31%。近年期间费用率逐下降。

2020 年, 公司盈利受投资收益、其他收益等非经常性收益金额影响较大。2020 年, 公司投资收益为 -6.25 亿元, 主要系受疫情和原油价格波动影响, PX 和 PTA 产品价格大幅下跌, 导致福海创石化净利润亏损所致。其他收益主要为政府补助, 2020 年为 2.46 亿元, 近年相对稳定。受非经常性损益影响, 公司利润总额及净利润同比有所下降, 但公司总体盈利能力很强。

2021 年 1~3 月, 公司营业总收入 71.07 亿元, 营业利润率 23.03%, 利润总额为 9.57 亿元。公司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。

¹¹ 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)。

¹² 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。

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	2018年	2019年	2020年	2021年1~3月
期间费用	19.21	19.69	17.89	5.45
其中: 销售费用	4.57	6.32	7.91	1.98
管理费用	4.45	5.10	5.72	1.31
研发费用	1.90	2.10	2.06	0.44
财务费用	8.30	6.16	2.20	1.72
投资收益	-5.12	7.09	-6.25	-1.18
其他收益	3.25	2.28	2.46	0.05
营业外收入	0.44	0.56	0.46	0.01
利润总额	18.69	36.49	26.64	9.57

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

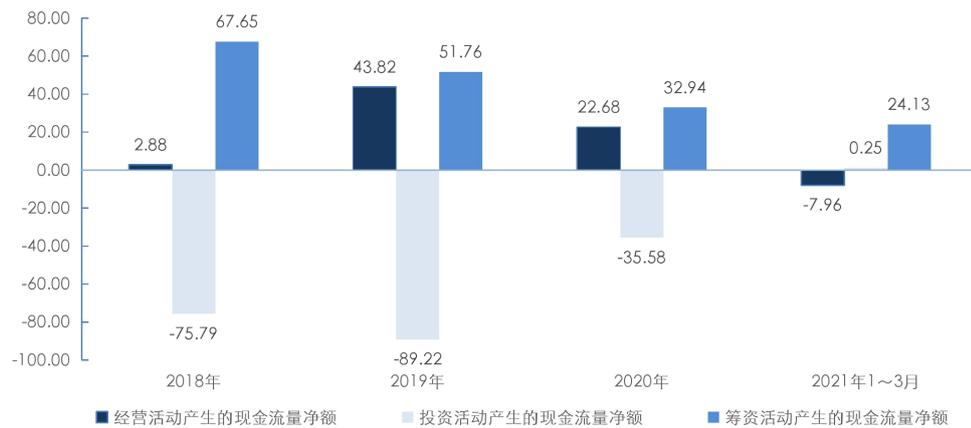
现金流

2020年, 公司经营性净现金流持续呈现净流入, 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

2020年, 公司经营性净现金流持续呈现净流入。同期, 公司投资性现金流仍表现为净流出状态且保持较大规模, 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所致。投资所需资金主要依靠外部融资, 同期, 公司筹资性净现金流有所下降, 但仍然维持较大规模。

2021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-7.96亿元、0.25亿元和24.13亿元。

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

2020 年末, 公司流动比率和速动比率有所上升。经营性净现金流对流动负债覆盖能力有所下降。截至 2021 年 3 月末, 公司货币资金 120.35 亿元, 其中未受限的货币资金 89.77 亿元, 短期有息债务 203.04 亿元, 未受限货币资金对短期债务覆盖率为 44.21%。

公司备用流动性较充足, 截至 2021 年 3 月末, 公司共取得银行授信 316.94 亿元, 未使用额度 135.70 亿元, 未使用额度规模较大。截至 2021 年 5 月 31 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 1046.18 亿元。

2020 年, 公司 EBITDA 为 36.10 亿元, 2020 年受投资收益下降影响, 公司 EBITDA 有所减少, 对利息保障程度仍较高。全部债务/EBITDA 为 13.20 倍。

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很大支持, 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
流动比率 (%)	58.46	80.67	81.93	95.51
速动比率 (%)	43.60	59.05	62.46	72.58
经营现金流动负债比 (%)	1.25	20.99	8.99	-
EBITDA 利息倍数 (倍) ¹³	3.58	6.80	6.38	-
全部债务/EBITDA (倍)	14.70	9.75	13.20	-

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 2020 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 处于中游水平, 一般公共预算收入及一般公共预算支出均处于

¹³ 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。

中下游水平。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（单位：亿元、%）

项目	漳州市九龙江集团有限公司	宜宾发展控股集团有限公司	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	4747.00	2802.10	10045.72	3262.37	16106.00
GDP 增速	-1.50	4.60	4.30	4.50	3.90
一般公共预算收入	218.56	200.03	762.90	221.17	2093.40
一般公共预算支出	447.76	556.31	1164.80	589.45	2069.70
资产总额	865.43	3315.07	615.91	726.52	643.49
所有者权益	317.40	1731.43	247.15	444.02	194.91
营业收入	217.15	1371.07	49.06	216.17	1522.29
利润总额	26.64	290.21	7.30	103.48	30.32
资产负债率	63.33	47.77	59.87	38.88	69.71

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业公司，表中数据年份均为 2020 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 2021 年 4 月 8 日，公司本部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存续债券已按期支付利息，到期债券均已按时兑付本息。

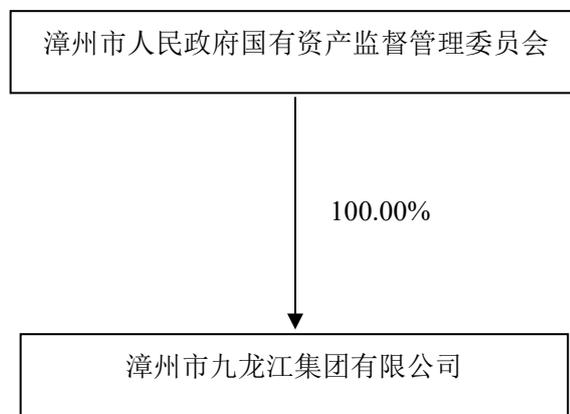
抗风险能力及结论

跟踪期内，漳州市经济实力与财政实力仍很强，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体系日趋完善，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，跟踪期内，市场地位仍很高，公司收购龙晖药业，产品线进一步丰富，受益于片仔癀产品持续提价和产量增加，药业收入及毛利润持续增长；未来随着公司投资项目一福海创石化技改完成，产能将进一步扩张，有助于公司投资收益的增加；公司持有片仔癀药业和龙溪股份两家上市子公司股权，未质押股权市值仍很高，融资渠道畅通；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可得到股东很大支持。

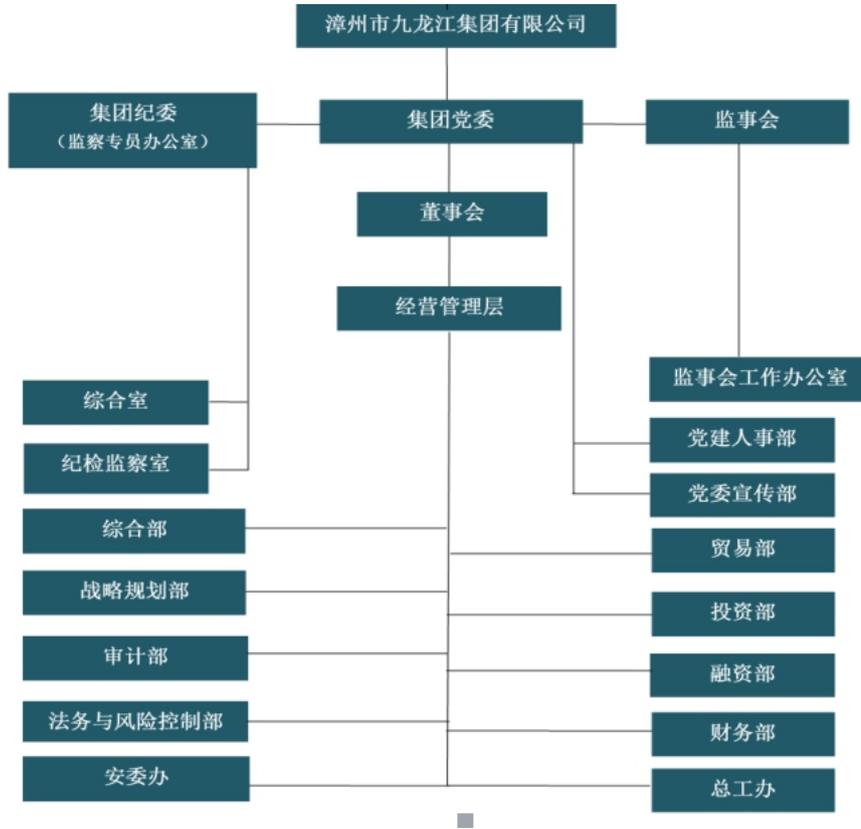
同时，东方金诚也关注到新冠肺炎疫情对公司机械制造业务国外需求形成一定负面影响，且跟踪期内国内钢材价格持续上涨对产品成本端造成较大压力；跟踪期内，公司有息债务持续增长且规模较大，2021 年到期债务规模较大，面临一定集中偿付压力。

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

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2021 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	30.86	-	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 2021 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	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
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	2016-12-1	2021-12-1	偿还银行贷款
17 漳九 01	私募公司债	28.97	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
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
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 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 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
20 九龙江 MTN002	中期票据	10.00	2020-04-03	2025-04-03	将用于偿还发行人本部到期的债务融资工具
20 漳九 02	私募公司债	15.00	2020-04-27	2025-04-27	拟全部用于偿还公司债务。
20 九龙江(疫情防控 债)MTN003	中期票据	10.00	2020-04-28	2023-04-28	9 亿元用于偿还发行人本部到期的银行融 资,1 亿元用于补充与击新型冠状病毒肺炎疫 情相关的营运资金需求。
20 九龙江 PPN001	定向工具	10.00	2020-05-22	2025-05-22	偿还公司债务
20 漳九 Y1	可续期公司债	15.00	2020-09-07	2022-09-07	偿还公司债务
20 九龙江 MTN004	一般中期票据	11.00	2020-10-20	2025-10-20	偿还拟到期的有息负债
20 漳九 03	私募债	12.00	2020-10-20	2025-10-20	用于偿还公司债务
20 九龙江 CP001	一般短期融资券	10.00	2020-10-26	2021-10-26	偿还公司本部到期的债务融资工具
20 漳九 Y2	一般公司债	15.00	2020-11-02	2022-11-02	用于偿还公司债务
20 九龙江 PPN002	定向工具	10.00	2020-11-04	2025-11-04	偿还债务融资工具
20 漳九 Y3	一般公司债	5.00	2020-12-21	2022-12-21	用于偿还公司债务
20 九龙江 SCP003	超短期融资债券	5.00	2020-12-24	2021-06-22	用于偿还公司本部存量的金融机构借款
21 漳九 01	一般公司债	15.00	2021-01-08	2026-01-08	用于偿还公司有息债务等
21 漳九 Y1	一般公司债	10.00	2021-02-05	2023-02-05	用于偿还公司债务
21 九龙江 SCP001	超短期融资债券	8.00	2021-03-10	2021-06-22	用于偿还公司本部即将到期的债务融资工具
21 漳九 02	一般公司债	15.00	2021-03-18	2026-03-18	用于偿还公司有息债务等
21 九龙江 PPN001	定向工具	10.00	2021-03-19	2024-03-19	用于偿还公司债务
合计	-	412.37	-	-	-

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	693.16	788.54	865.43	908.91
所有者权益（亿元）	208.10	279.77	317.40	315.42
负债总额（亿元）	485.06	508.77	548.04	593.49
短期债务（亿元）	191.82	163.37	193.45	203.06
长期债务（亿元）	243.18	287.21	283.22	318.47
全部债务（亿元）	435.00	450.59	476.67	521.53
营业收入（亿元）	133.11	186.74	217.15	71.07
利润总额（亿元）	18.69	36.49	26.64	9.57
净利润（亿元）	14.14	30.43	21.10	7.85
EBITDA（亿元）	29.60	46.20	36.10	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.88	43.82	22.68	-7.96
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-75.79	-89.22	-35.58	0.25
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	67.65	51.76	32.94	24.13
毛利率（%）	30.76	25.03	22.32	23.81
营业利润率（%）	30.05	24.49	21.71	23.03
销售净利率（%）	10.62	16.30	9.72	11.05
总资本收益率（%）	3.48	5.10	3.37	-
净资产收益率（%）	6.79	10.88	6.65	-
总资产收益率（%）	2.04	3.86	2.44	-
资产负债率（%）	69.98	64.52	63.33	65.30
长期债务资本化比率（%）	53.89	50.66	47.16	50.24
全部债务资本化比率（%）	67.64	61.69	60.03	62.31
货币资金/短期债务（%）	34.70	49.71	53.54	59.27
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-16.76	-10.08	-2.71	-
流动比率（%）	58.46	80.67	81.93	95.51
速动比率（%）	43.60	59.05	62.46	72.58
经营现金流流动负债比（%）	1.25	20.99	8.99	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.58	6.80	6.38	-
全部债务/EBITDA（倍）	14.70	9.75	13.20	-
应收账款周转率（次）	13.30	20.43	22.53	-
销售债权周转率（次）	10.62	16.80	16.90	-
存货周转率（次）	2.74	3.53	3.58	-
总资产周转率（次）	0.16	0.25	0.26	-
现金收入比（%）	97.80	108.77	102.58	78.83

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”、“19漳九01”、“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

2021年6月8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、引用或以其他方式传播。

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其他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。