

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0170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”、“17 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN002”、“18 九龙江 MTN003”、“19 漳九 01”、“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN001”、“20 九龙江 MTN002”、“20 九龙江(疫情防控债)MTN003”、“20 九龙江 MTN004”、“21 九龙江 CP001”和“22 漳九 Y1”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”、“17 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN002”、“18 九龙江 MTN003”、“19 漳九 01”、“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN001”、“20 九龙江 MTN002”、“20 九龙江(疫情防控债)MTN003”、“20 九龙江 MTN004”和“22 漳九 Y1”信用等级为 AAA，维持“21 九龙江 CP001”债项信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月七日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对其资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月7日

漳州市九龙江集团有限公司 主体及相关债项2022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	2022/6/7	AAA/稳定	高君子	黄艺明

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16 漳九 01	AAA	AAA
17 九龙江 MTN001	AAA	AAA
18 九龙江 MTN001	AAA	AAA
18 九龙江 MTN002	AAA	AAA
18 九龙江 MTN003	AAA	AAA
19 漳九 01	AAA	AAA
19 漳九 03	AAA	AAA
20 九龙江 MTN001	AAA	AAA
20 九龙江 MTN002	AAA	AAA
20 九龙江(疫情防控债)MTN003	AAA	AAA
20 九龙江 MTN004	AAA	AAA
21 九龙江 CP001	A-1	A-1
22 漳九 Y1	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“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（以下简称“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%	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%	1.60		(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									
	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-
	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	AA+	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。

3.评级调整因素

基础模型参考等级 AA+

评级调整因素 +1

4.主体信用等级 AAA

评级观点

2021 年，漳州市地区经济和财政收入均实现较好增长，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，跟踪期内仍保持很高的药品市场地位，药业业务收入及毛利润保持增长，获利能力强；公司持有上市子公司的未质押股份市值仍很高，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，跟踪期内机械制造业务主要原材料钢材价格持续上涨，增加公司成本控制压力；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”、“17 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN002”、“18 九龙江 MTN003”、“19 漳九 01”、“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN001”、“20 九龙江 MTN002”、“20 九龙江(疫情防控债)MTN003”、“20 九龙江 MTN004”、“22 漳九 Y1”债项信用等级为 AAA，维持“21 九龙江 CP001”债项信用等级为 A-1。

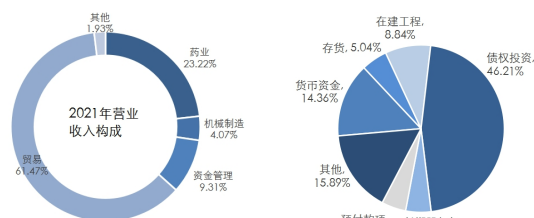
同业对比

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)	5025.40	3148.08	11412.80	3719.01	18109.00
GDP 增速 (%)	7.7	8.9	9.2	9.1	8.5
一般公共预算收入(亿元)	246.18	251.17	844.22	267.82	2386.60
一般公共预算支出(亿元)	421.50	563.96	1223.72	584.70	2392.60
资产总额 (亿元)	1007.68	3927.90	688.26	873.37	754.41
所有者权益 (亿元)	357.46	1956.08	319.47	492.90	220.47
营业收入 (亿元)	344.73	1435.81	56.06	261.51	1810.55
利润总额 (亿元)	36.76	339.21	34.40	105.83	50.90
资产负债率 (%)	64.53	50.20	53.58	43.56	70.78

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 2021 年，东方金诚整理

主要指标及依据

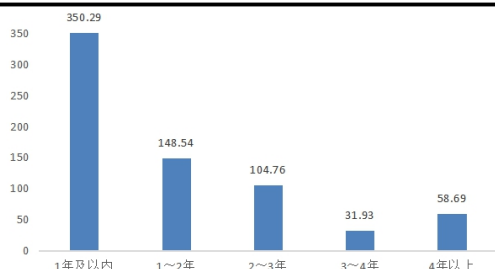
2021 年公司营业收入构成 2022 年 3 月末资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产规模	788.54	865.43	1007.68	1083.44
所有者权益	279.77	317.40	357.46	378.83
营业收入	186.74	217.15	344.73	144.30
利润总额	36.49	26.64	36.76	9.83
全部债务	452.71	476.67	548.83	601.72
资产负债率	64.52	63.33	64.53	65.03
全部债务资本化比率	61.81	60.03	60.56	61.34

2022 年 3 月末全部债务期限结构 (单位: 亿元)¹



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
地区	漳州市		
GDP 总量	4741.83	4545.61	5025.40
GDP 增速	6.50	-1.50	7.70
人均 GDP (元)	92074	90693 (模拟值)	99218
一般公共预算收入	219.40	218.56	246.18
一般公共预算收入增速	0.30	-0.40	12.60
上级补助收入	136.80	132.09	-

优势

- 2021 年，漳州市地区经济和财政收入均实现较好增长，综合财政实力依然较强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；
- 公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，药品市场地位很高，受益于片仔癀药业拓展营销渠道，新增线上销售渠道等，跟踪期内，药业业务收入及毛利润保持增长，获利能力强；
- 公司子公司片仔癀药业和龙溪股份均为上市公司，截至 2022 年 3 月末，公司合计持有两家上市公司未质押股权市值超过 800 亿元，所持未质押股份市值仍很高，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

- 跟踪期内，机械制造业务主要原材料钢材价格持续上涨，公司成本控制压力加大；
- 公司对漳州古雷港经济开发区基础设施及石化产业投资规模仍较大，有息债务持续增长，短期内到期债务规模较大。

¹ 此处债务结构包括计入其他权益工具的永续债券。

评级展望

公司评级展望为稳定。漳州市地区经济和财政均实现较好增长，为公司业务发展提供良好的区域经济环境。预计药业、机械制造、产投项目投资收益持续向好发展，推动公司未来业绩持续增长。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	2022/4/19	高君子、黄艺明	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》（2019年8月）《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202004）》	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）《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202004）》	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日上调主体级别至AAA/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	2021/6/8	25.00	2016/4/7~2023/4/7	无	-
17 九龙江 MTN001	2021/6/8	10.00	2017/9/28~2022/9/28	无	-
18 九龙江 MTN001	2021/6/8	8.00	2018/5/3~2025/5/3	无	-
18 九龙江 MTN002	2021/6/8	4.00	2018/5/24~2023/5/24	无	-
18 九龙江 MTN003	2021/6/8	6.00	2018/7/12~2023/7/12	无	-
19 漳九 01	2021/6/8	20.00	2019/3/14~2024/3/14	无	-
19 漳九 03	2021/6/8	10.00	2019/12/9~2025/12/9	无	-
20 九龙江 MTN001	2021/6/8	10.00	2020/3/6~2025/3/6	无	-
20 九龙江 MTN002	2021/6/8	10.00	2020/4/3~2025/4/3	无	-
20 九龙江(疫情防控债)MTN003	2021/6/8	10.00	2020/4/28~2023/4/28	无	-
20 九龙江 MTN004	2021/6/8	11.00	2020/10/20~2025/10/20	无	-
21 九龙江 CP001	2022/4/19	10.00	2021/11/12~2022/11/12	无	-
22 漳九 Y1	2022/2/18	13.90	2022/4/25~2024/4/25	无	-

注：“17 九龙江 MTN001”、“20 九龙江(疫情防控债)MTN003”、“22 漳九 Y1”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（以下简称“公司”或“九龙江集团”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）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、资金管理、轴承制造、贸易等业务，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6905万元。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。2021年7月，漳州市国资委将持有的10%股权无偿划转给福建省财政厅。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为40.00亿元，漳州市国资委持有公司90.00%股权，是公司控股股东和实际控制人。

2022年3月末，九龙江集团直接控股子公司9家，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”）。

截至2022年3月末，公司（合并）资产总额1083.44亿元，所有者权益378.83亿元，资产负债率65.03%。2021年和2022年1~3月，公司实现营业总收入分别为344.73亿元和144.30亿元，利润总额分别为36.76亿元和9.83亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2022年3月31日，九龙江集团发行的“16漳九龙”、“17九龙江MTN001”、“18九龙江MTN001”、“18九龙江MTN002”、“18九龙江MTN003”、“19漳九01”、“19漳九03”、“20九龙江MTN001”、“20九龙江MTN002”、“20九龙江(疫情防控债)MTN003”、“20九龙江MTN004”到期本金及利息已按期偿付，“21九龙江CP001”、“22漳九Y1”暂未到还本付息日。上述债券募集资金均已按募集说明书约定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费平缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

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。

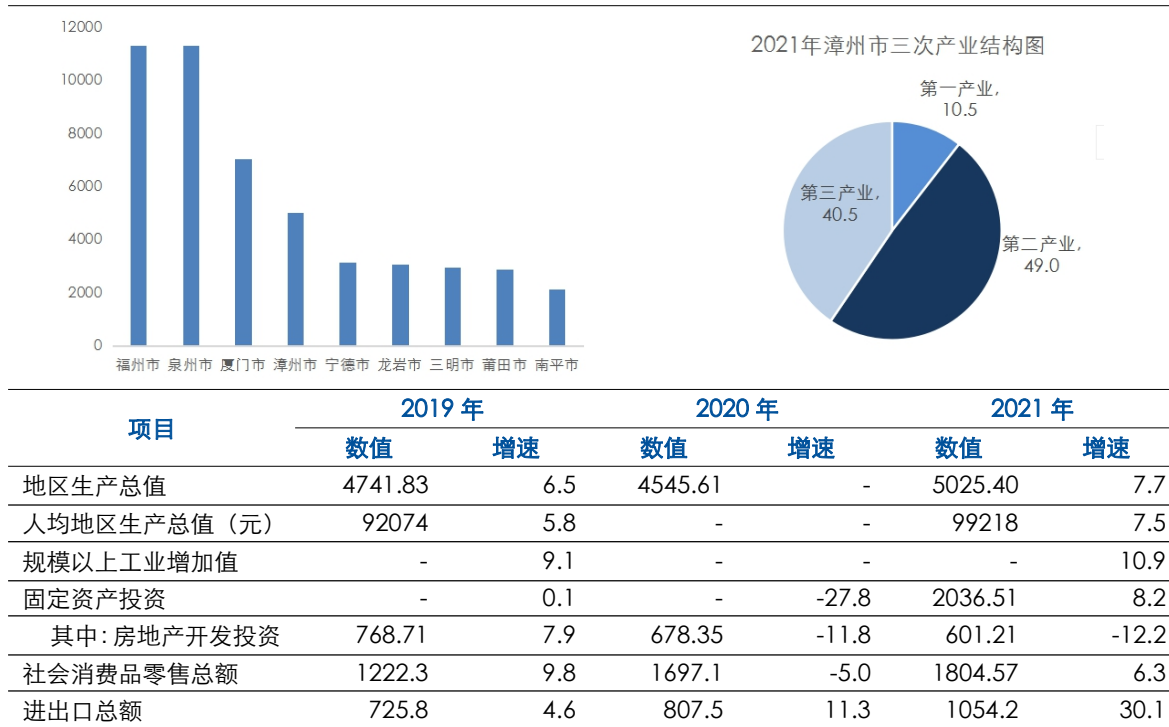
地区经济

跟踪期内，漳州市地区经济实现较好增长，已形成食品加工、装备制造、新材料三大千亿产业集群，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

2021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在第4位。2021年全市地区生产总值达5025.40亿元，增长7.7%，三次产业结构为10.5:49.0:40.5，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。2021年规模以上工业的34个行业大类中有18个行业增加值增速在两位数以上。其中，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长192.3%，汽车制造业增长72.7%，燃气生产和供应业增长65.7%，木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业增长45.1%，非金属矿采选业增长44.9%。2021年全年规模以上工业企业营业收入6686.59亿元，增长26.9%，实现利润总额630.30亿元，增长42.10%。全市已形成食品加工、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。根据2022年漳州市《政府工作报告》，2022年将坚持举全市之力发展古雷石化产业，力促中沙古雷乙烯等10个项目早日开工、奇美PS二期等6个项目尽快投产，力争古雷炼化一体化二期项目列入国家石化产业规划，加快发展石化贸易，打造化工新材料、高端精细化工产业集群，推动石化全产业链发展。

图表 1 2021 年漳州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



财政状况

2021 年漳州市的一般公共预算收入保持较好增长，受宏观调控土地出让收入下降影响政府性基金预算收入有所下降，综合财政实力依然较强，财政自给程度有所提升

根据《漳州市 2021 年预算执行情况表和代编 2022 年预算收支表（草案）》，2021 年，漳州市一般公共预算收入为 246.18 亿元，同比增长 12.6%，其中税收收入 176.19 亿元，同比增长 23.4%，主要是企业所得税及土地增值税增收，非税收入 70.00 亿元，同比下降 7.6%，主要是专项收入和国有资本经营收入下降所致；政府性基金预算收入 221.37 亿元，同比下降 5.3%，主要是落实宏观调控政策土地出让收入不达预期。整体看，漳州市仍保持较强的财政实力。

财政支出方面，2021 年，漳州市地方一般公共预算支出 421.50 亿元，同比下降 5.3%，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。2021 年漳州市财政自给率为 58.41%，较上年有所提升。

图表 2 漳州市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	219.41	218.56	246.18
其中：税收收入	160.45	142.82	176.19
非税收入	58.97	75.74	70.00
政府性基金收入	226.20	233.69	221.37
上级补助收入	136.80	132.09	138.31
财政收入¹	582.41	584.34	605.86
一般公共预算支出	442.97	447.76	421.50
政府性基金支出	318.00	266.71	255.65
上解上级支出	28.00	29.00	27.00
财政支出²	788.97	743.47	704.15
财政自给率 ³	49.53	48.81	58.41

数据来源：公开资料，东方金诚整理

医药制造行业

2021 年，受延迟医疗需求释放以及新冠肺炎产业链需求增加影响，医药行业需求增加，预计 2022 年，随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

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%。2021 年，受延迟医疗需求释放以及新冠肺炎产业链需求增加影响，医药行业需求增加。预计 2022 年，随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长。

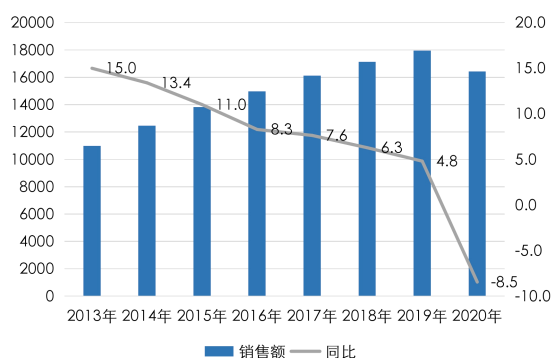
虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速逐年有所下降。根据国家统计局数据，2020 年，由于年初受新冠肺炎疫情影响，医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，随着疫情得到控制，行业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长 4.50%，增速进一步缩窄。2021 年，规模以上医药制造企业营业收入为 21291.00 亿元，同比增长 24.40%。

¹ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

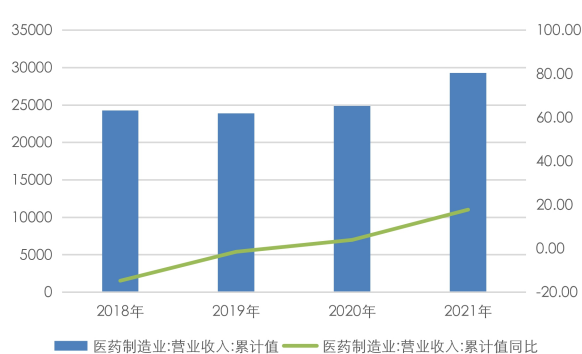
² 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。

³ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

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⁴(亿元、%)



数据来源:米内网,wind,东方金诚整理

随着医疗卫生体制改革深化,药品价格呈下降趋势,行业集中度提高,并驱动企业向创新转型,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。

近年新医保目录调整,集采政策落地扩面,药品价格呈下降趋势。2020年,国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》,提出“1+4+2”的总体改革框架,指出要完善医保目录动态调整机制,将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围;深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革,坚持招采合一、量价挂钩,全面实行药品、医用耗材集中带量采购。随着医疗卫生体制改革的不断深化,医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。2020年《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》正式施行,质量体系进一步健全。在带量采购等政策实行、行业监管趋严、行业准入门槛提高的背景下,短期内造成相关药品价格降低,龙头企业通过原料药制剂一体化等优势来降本增效,小企业市场份额受到进一步挤占,一批中小企业退出市场,行业集中度提升。2015年到2021年,百强企业营收从6131.0亿元升至9012.1亿元,在集中度方面,百强企业的集中度由22%左右提升32.2%。

为鼓励研究和创制具有明显临床优势的药品,加快具有突出临床价值的临床急需药品上市,规范临床急需短缺药品等优先审评审批,2020年国家药监局关于发布《突破性治疗药物审评工作程序(试行)》、《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序(试行)》、《药品上市许可优先审评审批工作程序(试行)》,原《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》同时废止。随着审批制度的改革,医保谈判进程加快,创新药呈现“审评快、上市快、上量快”的趋势。医药创新活跃,企业研发管理储备丰富,药品上市申报数量增多,2021年申报1类化学药创新药注册申请901个,同比增加312个,共有48个创新药获批上市,包括20个国产药物

⁴ 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。

和 28 个进口药物，主要集中在肿瘤和罕见病领域，其中 31 个以“优先审评”方式获批，2021 年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。预计未来行业政策将继续向研发实力强，创新能力高的企业倾斜，创新驱动发展将更加突出。

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

2021 年受益于汽车、工程机械等行业增长和对外贸易快速增加，轴承行业景气度较高，但轴承钢价格持续上涨或增加轴承制造企业成本压力

轴承是承托转轴或直线运动轴的机件部分，用于承受轴与其他轴内零部件运作过程中产生的负荷和降低机械旋转体的摩擦系数。根据摩擦性质的不同，轴承可分为滚动轴承和滑动轴承，其中滚动轴承是轴承工业的主要产品，按下游用途又可分为风电轴承、盾构机轴承、工程机械轴承和汽车轴承等。从全球轴承产业的分布情况看，瑞典、德国、日本、美国四个国家的八家大型轴承企业⁵占据行业垄断地位，根据头豹研究院数据显示，2020 年全球八大轴承集团占总市场规模比例为 70.7%，中国企业占 20.3%，其他地区占约 9%。八大轴承集团在全球范围内均设有制造基地，基本垄断了我国中高端轴承行业，国内轴承企业多数在中低端市场发展，行业集中度低，竞争较为激烈，国内规模较大的轴承企业主要有本集团、万向钱潮、天马轴承、瓦房店轴承等。从产量情况看，随着我国工业的迅速发展，中国已成为仅次于日本、瑞典的世界第三大轴承制造国家，2019 年至 2020 年受中美贸易摩擦和新冠疫情的影响，轴承出口规模增速放缓，轴承产量较 2018 年有所下降。2021 年国家宏观经济形势总体稳定，轴承工业企业生产经营持续恢复，全年轴承产量 233 亿套，同比增长 17.68%。

轴承制造下游应用行业主要有汽车制造、高端装备、家用电器、电机、工程机械等。2020 年轴承应用前三的行业分别为汽车、家用电器和电机，其中汽车轴承占 37.4%、家用电器轴承占 12.4%、电机轴承占 10.6%，此外风电轴承和纺织机轴承应用占比分别为 5.8%和 5.3%。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。2021 年汽车、工程机械等行业实现较好增长，同时受益于国内疫情的有效防控和生产秩序的快速恢复，2021 年轴承的对外贸易快速增加，进口和出口量均创历史新高，轴承行业景气度较高。根据中国轴承工业协会统计数据，2021 年全国 125 家主要轴承企业

⁵ 分别为斯凯孚(SKF)、舍弗勒(Schaeffler)、恩斯克(NSK)、捷太格特(JTEKT)、恩梯恩(NTN)、铁姆肯(TIMKEN)、美蓓亚(NMB)、不二越(NACHI)。

完成主营业务收入 1074.08 亿元，同比增长 19.87%，其中轴承业务收入 833.8 亿元，同比增长 19.85%，完成利润总额 85.59 亿元，同比增长 34.46%。

轴承钢是轴承的重要原材料，其成本占轴承总成本的比重超过 50%，轴承钢价格的波动对轴承生产企业的利润影响较大。2021 年以来轴承钢价格持续上涨，增加轴承制造企业成本压力，对轴承制造企业盈利形成一定抑制。

图表 5 我国轴承产量情况（单位：亿套）



图表 6 轴承钢价格走势（单位：元/吨）



数据来源：中国轴承工业协会，wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

2021 年，公司营业收入仍主要来源于药业、资金管理和贸易等业务，毛利润主要来源于药业和资金管理业务，收入及毛利润保持较快增长，受贸易收入占比增加影响，综合毛利率下降

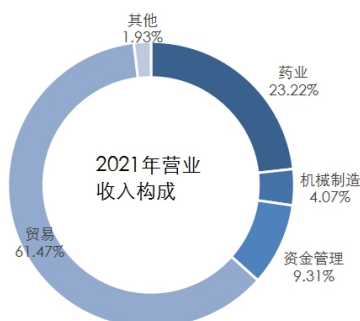
作为漳州市政府重要的产业投融资主体，公司收入主要来源于药业、资金管理和贸易业务，毛利润主要来自于药业和资金管理业务，其他业务主要为龙溪轴承的钢贸业务等。受益于公司贸易、药业等业务收入快速增长，2021 年营业总收入为 344.73 亿元，同比增长 58.75%；毛利润为 63.91 亿元，同比增长 31.85%；毛利率同比下降 3.78 个百分点。2022 年 1~3 月，公司营业收入和毛利润分别同比增长 103.04%和 8.59%。

整体看，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，公司综合毛利率有所下降。

图表7 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
药业	57.06	30.56	64.93	29.90	80.04	23.22	23.42	16.23
资金管理	33.58	17.98	34.09	15.70	32.08	9.31	8.89	6.16
机械制造	8.60	4.61	11.59	5.34	14.03	4.07	4.22	2.92
贸易	83.08	44.49	104.92	48.32	211.91	61.47	106.63	73.90
其他	4.42	2.37	1.63	0.75	6.66	1.93	1.14	0.79
合计	186.74	100.00	217.15	100.00	344.73	100.00	144.30	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	25.17	44.10	29.23	45.02	40.61	50.73	11.50	49.11
资金管理	15.99	47.64	14.78	43.35	14.85	46.30	4.05	45.56
机械制造	2.32	26.93	2.96	25.51	3.52	25.08	1.31	31.09
贸易	1.47	1.76	0.79	0.76	1.79	0.84	0.73	0.69
其他	1.79	40.47	0.71	43.97	3.14	47.17	0.78	68.61
合计	46.73	25.03	48.48	22.32	63.91	18.54	18.38	12.74

数据来源：公司提供，东方金诚整理



药业业务

公司药业业务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超过85%。2022年3月末，片仔癀药业资产总额128.73亿元，所有者权益107.78亿元，资产负债率16.28%。2021年和2022年1~3月，片仔癀药业实现营业总收入分别为80.22亿元和23.48亿元，利润总额分别为28.69亿元和8.32亿元。

公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，跟踪期内，公司片仔癀系列产品仍保持很高的市场地位，受益于片仔癀药业拓展营销渠道，新增线上销售渠道等，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2022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。

跟踪期内，公司的主要销售模式仍为区域经销、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2022年3月末，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。

2021年，公司药业业务收入80.04亿元，同比增长23.28%，毛利润40.61亿元，同比增长38.93%，毛利率为50.73%，同比上升5.71个百分点，主要原因是公司拓展营销渠道，新增线上片仔癀大药房天猫旗舰店和片仔癀大药房京东旗舰店等，整体看公司药业业务获利能力较强。2022年一季度，公司药业业务收入、毛利润分别同比增长17.31%和19.64%，毛利率同比提升0.96个百分点。

图表8 片仔癀药业区域销售收入情况⁶（单位：亿元）

产品名称	2019年	2020年	2021年
境内	53.78	61.34	76.50
境外	3.28	3.59	3.72
合计	57.06	64.93	80.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司继续推进肝、胆等领域创新药的开发，拟投资建设片仔癀大健康智造园和片仔癀健康美妆园，未来项目投产将有利于公司进一步扩大医药制造和化妆品制造的生产规模

公司于2020年7月并购了龙晖药业有限公司（以下简称“龙晖药业”），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。跟踪期内，公司继续推进肝、胆等领域创新药的开发，在研新药项目11个，其中3个化药1类创新药PZH2111片、PZH2108片、LDS片（PZH2107）和3个中药新药包括治疗广泛性焦虑症新药PZH1204、治疗肠易激综合征PZH1201、治疗骨关节炎新药PZH1203进入临床研究阶段，完成片仔癀增加治疗肝癌新功能主治临床项目临床试验方案确定，积极推进片仔癀治疗慢乙肝肝纤维化等6项临床研究。

2022年1月，片仔癀药业发布《漳州片仔癀药业股份有限公司关于投资新建产业园的公告》，公司拟投资建设片仔癀大健康智造园和片仔癀健康美妆园，其中片仔癀大健康智造园工程建设投资约28亿元，资金来源为公司自筹，项目建设期为3至5年，主要生产复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏、茵胆平肝胶囊等系列产品；片仔癀健康美妆园工程建设投资约16.80亿元，资金来源为公司自筹，项目建设期为3至5年，项目产品为养肤美白雪肌无瑕润白系列、抗初老凝时素颜紧致系列、屏障修护御润鲜妍保湿系列等特色功效护肤产品；皇后系列（膏霜类）。预计未来项目投产后可为公司进一步发展医药制造业务和化妆品制造业务等提供相应的生产及配套设施，有利于公司进一步扩大生产规模，但投资金额较大，需关注公司未来资金支出压力。

⁶ 此处为子公司片仔癀药业的销售收入情况，由于合并抵消等原因，与公司药业收入不完全相等。

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。2022年3月末，龙溪股份资产总额34.22亿元，所有者权益22.74亿元，资产负债率33.55%。2021年和2022年1~3月，龙溪股份实现营业总收入分别为14.35亿元和4.35亿元，利润总额分别为3.32亿元和-0.23亿元，2022年一季度利润总额为亏损主要系持有兴业证券等股票公允价值变动产生公允价值变动净收益-0.92亿元所致。

跟踪期内，公司仍是国内领先的关节轴承供应商和出口商，公司轴承制造业务主要产品产量和产能利用率均同比提升，但部分产品产能利用率仍较低

龙溪股份是国内领先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（其中主持制修订5项）；现有行业标准共6项全部由公司主持制修订。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，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、载重汽车主机市场及航空航天等应用领域，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。产品成功配套国内航空航天飞行棋、中科院正负电子对撞机及神州、嫦娥、长征系列火箭等国家重点科研及工程项目。

公司轴承制造产能充足，截至2022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500万套；齿轮和变速箱年产能120万套，跟踪期内无变化。2021年，公司轴承制造业务主要产品产量和产能利用率均同比提升，但齿轮和变速箱的产能利用率仍较低。

图表9 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		2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
关节轴承和轴套、大齿圈	产量	1128.58	1105.12	1356.62	394.28
	产能利用率	75.24	73.67	90.44	87.62
	销量	1089.28	1071.34	1399.78	369.89
	出口量	712.33	544.86	939.22	283.45
	均价	31.51	51.94	47.99	57.48
AG轴承和精密圆锥滚子轴承	产量	411.85	423.92	459.32	83.52
	产能利用率	51.48	52.99	91.86 ⁷	66.82
	销量	544.11	478.16	474.21	84.56
	出口量	50.77	28.20	34.92	11.02
	均价	32.45	36.08	34.83	33.2
齿轮和变速箱	产量	24.37	28.03	30.94	4.91
	产能利用率	20.31	23.36	25.61	16.37
	销量	24.81	29.84	32.04	5.44
	均价	221.32	221.30	198.48	212.66

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁷ 2019年和2020年AG轴承和精密圆锥滚子轴承年产能均为800万套，2021年AG轴承和精密圆锥滚子轴承年产能调整为500万套。

跟踪期内，受益于公司加大国际市场开拓力度增加出口和积极拓展航空航天等新兴应用领域及主机升级换代产品市场，公司机械制造业务收入和利润实现较好增长

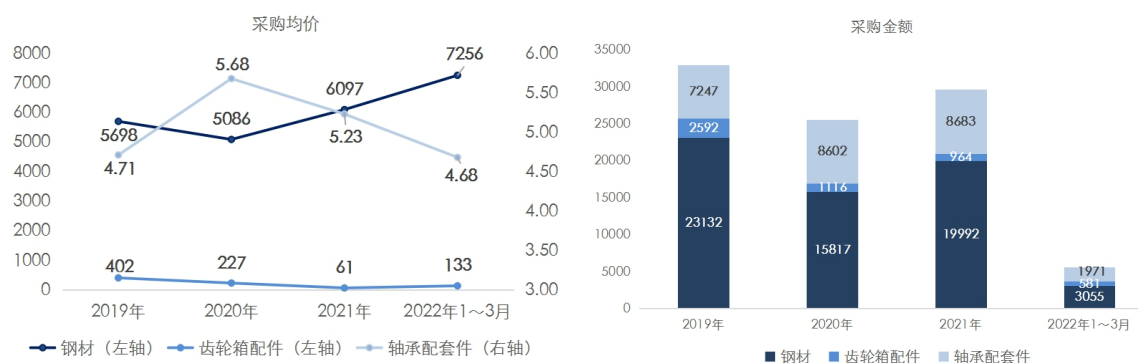
2021年，公司机械制造业务收入为14.03亿元，同比增长21.11%，主要是2021年国际市场供应链渠道受新冠疫情影响受阻时，公司加大国际市场开拓力度，实现出口收入大幅增长，同时积极拓展航空航天等新兴应用领域及主机升级换代产品市场。2022年一季度，公司机械制造业务收入为4.22亿元，同比增加25.66%。销量方面，2021年公司主要产品关节轴承和轴套、大齿圈、AG轴承和精密圆锥滚子轴承及齿轮和变速箱均同比实现较好增长。同期，公司轴承主要产品价格较2020年均有所下降，其中齿轮和变速箱的价格降幅较大，主要是由于公司根据市场情况调整了齿轮和变速箱的细分产品。

随着国际市场需求的恢复和公司不断拓展新领域产品市场，2022年公司机械制造业务收入有望保持增长。

2021年，机械制造主要原材料价格上涨，同时毛利率较高的军工产品占比增加，业务毛利率与上年基本持平，但主要原材料钢材等价格持续上涨，增加公司成本控制压力

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。2021年，公司主要原材料钢材、轴承配套件的价格均较上年上涨，公司成本控制压力增加，受益于毛利率较高的军工产品占比增加，机械制造业务毛利率与上年基本持平。预计2022年，公司主要原材料钢材等整体仍处于高位，对公司产品成本端造成较大压力。

图表 10 公司轴承制造主要原材料采购情况（单位：元/吨（套）、万元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

由于拟收购的标的企业主要原材料钢材等价格大幅上涨且持续高位，导致标的企业经营业绩大幅偏离项目预期，龙溪股份已终止此前筹划的重大资产重组事项

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。2021年9月，公司发布《福建龙溪轴承（集团）股份有限公司关于终止重大资产重组事项的公告》，公告称，2021年3月签订的《股权合作协议》自动终止，无条件解除《股权合作意向书》约定的各方的权利、责任与义务（包括免除后续公司未参与标的企业股权公开转让竞买行为的责任）；各方在上述协议中的债权债务结清，且互不承担任何违约、赔偿或补偿责任，终止原因为标的企业主要原材料钢材等价格大幅上涨，且一直处于高位运行、没有回调迹象，导致标的企业经营业绩大幅偏离项目预期，且该影响在未来较长的时间内不能通过重组协同效应及降本措施予以有效消除，现阶段不具备重组条件。

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2022年3月末，公司参与投资的主要项目共计12个，总投资规模为566.05亿元，尚需投入26.50亿元，未来投资规模仍较大，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2022年3月末，公司向古雷港经开区累计投资金额959.33亿元（含石化基金），公司累计收到回款709.95亿元，其中本金536.44亿元，投资收益173.51亿元。

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2022年3月末，公司累计投资圆山新城项目开发建设项目169.62亿元，项目累计回款84.10亿元，其中本金56.30亿元，收益27.80亿元。

图表 11 截至 2022 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

2021 年，公司资金管理业务收入为 32.08 亿元，同比有所下降，毛利润分别为 14.85 亿元，同比略有增长。同期，公司资金管理业务毛利率 46.30%，同比提高 2.95 个百分点。2022 年 1~3 月，资金管理业务收入 8.89 亿元，同比增加 1.48%，毛利润分别为 4.05 亿元，同比下降 1.79%。跟踪期内，资金管理业务仍为公司收入及利润的重要来源。

贸易

公司主要贸易产品是石油化工产品，2021 年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，毛利率仍处于较低水平

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。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司贸易额⁸分别为 211.90 亿元和 103.28 亿元，同比均大幅增长，其中化工品贸易额分别为 191.40 亿元和 98.95 亿元。2021 年公司贸易业务实现毛利润 1.79 亿元，同比增长 125.60%，2022 年一季度毛利润为 0.73 亿元，受贸易毛利率较去年同期下降影响，毛利润有所下降，整体看，公司贸易业务毛利率仍处于较低水平。

2021 年，公司贸易业务前五大供应商采购比例为 20.51%，同比有所下降。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。

⁸ 贸易额统计口径包括已实现贸易，但尚未开票的情况，因此与贸易收入存在差异。

图表 12 2021 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	采购金额占比	采购产品类型
福化工贸（漳州）有限公司	12.39	5.90	燃料油、石油对二甲苯、精对苯二
恒力能源（苏州）有限公司	9.72	4.63	工业白油（I）7 号、沥青*140 号道路石油沥青等
VITOL TRADING MALAYSIA LABUAN LTD	7.09	3.38	轻质循环油
珠海华发商贸控股有限公司	7.08	3.37	精对苯二甲酸
厦门金港源石油化工有限公司	6.81	3.24	92 号车用汽油(VIA)、二甲苯、异辛烷等
合计	43.10	20.51	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外投资

跟踪期内，受原油价格上涨较快影响，福海创石化持续亏损，随着古雷开发区上下游产业链逐步完善，将有利于福海创石化盈利能力提升，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化古雷石油化工有限公司（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建福海创石油化工有限公司（以下简称“福海创石化”）44.10% 股权。其后福海创石化经多次股东增资，截至 2022 年 3 月末，公司通过福化古雷间接持有福海创石化 37.24% 股权⁹。

福海创石化主要经营石油炼化产品 PX 和 PTA 生产、销售，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。2021 年福海创石化的利润总额和净利润分别为-14.62 亿元和-10.98 亿元，亏损原因是 PX 原材料原油价格上涨较 PTA 价格快，导致成本上升，同时与国内先进的化工企业相比，公司目前的生产工艺能耗消耗比较大。同年，公司对福化古雷确认投资收益-4.27 亿元。另外古雷开发区上下游的产业链尚未配套齐全，福海创石化原材料进口依赖较大，PX、PTA 产品均对园区外销售运输费用、装卸费用等较高，也是导致福海创石化亏损原因之一。目前中石化炼化一体化一期已经建成投产，中沙乙烯、中石化炼化一体化二期项目正稳步推进，随着古雷开发区的上下游产业链逐步完善，将有利于福海创石化盈利能力提升。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。该原料适应性技术改造项目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；根据可行性研究报告，项目总投资 82.04 亿元，主要建设内容涉及 17 套主要生产装置，资金来源为 30% 的资金由公司自筹，70% 的资金通过银行融资，截至 2022 年 3 月末尚未开始投资。项目建设期为 2022 年~2025 年，建设期为 3 年。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。

⁹ 福化古雷持有福海创石化 75.99% 的股权。

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，该项目总投资 421.77 亿元，于 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。2021 年 8 月 18 日中沙双方签订合资协议，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 33.75 亿元。2022 年 3 月 10 日，福建中沙石化有限公司注册成立。福建中沙石化有限公司将在古雷石化基地投资建设并运营一座世界级大型石化联合体——中沙古雷乙烯项目。项目将建设一套年产 150 万吨乙烯装置，同时配套建设一系列下游生产装置，采用多项全球先进技术，多项专利技术为国内首次采用。该项目投产后将为公司带来新增的投资收益。

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，随着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 2022 年 3 月末，公司在建项目计划总投资额 58.04 亿元，已投资金额 46.46 亿元，未来尚需投资金额为 11.58 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中疏港公路、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 13 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况¹⁰（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	
					2022 年	2023 年
盐场项目	2020 年 6 月	2021 年 7 月	28.07	28.07 ¹¹	-	-
公共管廊项目	2020 年 2 月	2022 年 12 月	13.42	12.44	0.98	-
古雷城乡供水一体化	2018 年 10 月	2025 年 12 月	10.50	0.77	1.00	1.00
古雷区域引水工程	2012 年 3 月	2022 年 12 月	6.05	5.18	0.04	-
合计	-	-	58.04	46.46	2.02	1.00

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，截至 2022 年 3 月末，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值为 800.61 亿元，未质押股权市值有所下降但整体仍很高

上市子公司片仔癀药业主要负责公司药业业务运营。2021 年 7 月 22 日，片仔癀药业公告称，九龙江集团因自身资金需求，自该公告披露日起 15 个交易日后的 3 个月内，拟通过集中竞价交易方式减持其持有的片仔癀药业股份数量总计不超过目前总股本的 1%，即不超过 6033172 股。根据片仔癀药业于 2021 年 11 月 06 日发布的《关于控股股东集中竞价减持股份的实施结果公告》，公司于 2021 年 8 月 13 日至 2021 年 11 月 5 日期间，通过集中竞价方式减持其股份 6033107 股，占片仔癀药业总股本的 1%，本次减持计划已实施完毕。2022 年 3 月 19 日，片仔癀药业发布《漳州片仔癀药业股份有限公司关于国有股份无偿划转暨变动超过 1% 的提示性公告》，公司拟将持有的片仔癀药业 9000000 股（占片仔癀药业总股本 1.49%）分别无偿划转至福建漳龙集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司各 3000000 股，本次国有股份无偿划转事宜已取得漳州市国有资产监督管理委员会同意，并于 2022 年 3 月 18 日与上述三方签订股权无偿划转协议。本次股权划转后，公司持有片仔癀药业 329022643 股，占其总股本的 54.54%，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 24.64%。以 2022 年 3 月 31 日收盘价计算，公司未质押片仔癀药业股权市值为 786.64 亿元。

上市子公司龙溪股份主要负责公司机械制造业务运营。截至 2022 年 3 月 31 日，龙溪股份市值 36.92 亿元，公司持股 37.85%，股权未质押。

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，2021 年，公司与关联方采购商品、接受劳务的关联交易金额为 11.24 亿元，同比大幅增加，占当年公司采购商品、接受劳务交易总额的 4.12%，主要是向关联方福建片仔癀医疗器械科技有限公司采购商品 10.87 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 22.48 亿元，占当年公司出售商品、提供劳务交易总额的 6.04%，主要为向关联方福建龙孚轴承有限公司提供劳务费 22.38 亿元。

¹⁰ 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。

¹¹ 盐场项目已投资额中有 4.93 亿元为盐田废转土地报批费用，由于尚未全部验收，该项目尚列入主要在建工程。

公司旗下两家上市子公司 2021 年度合计现金分红 7.70 亿元；截至 2022 年 3 月 31 日，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值为 800.61 亿元，跟踪期内未质押股权市值有所下降，但整体仍很高；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

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，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，在资产划拨、债务化解、开发区基础设施运营等方面能够得到股东很大支持。

资产划拨方面，为了充分支持公司发挥国企核心作用，促进地方经济发展建设，2011 年～2015 年，漳州市国资委分别将漳州市机电投资有限公司 100% 国有股权、漳州市国有资产投资经营有限公司 100% 国有股权、漳州市旅游投资集团有限公司 20% 国有股权和龙海角美开发区供水 13.29% 国有股权等无偿划转给漳州市九龙江集团有限公司。得益于股东的大力支持，公司整体实力不断提升。政府补助方面，2021 年公司收到政府补助 1.91 亿元。

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。

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，未来将成为公司利润的补充。

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可得到股东很大支持。

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理结构、组织架构和管理制度等均未发生重大变化；发展战略无重大变化。

高管团队变动方面，2022 年 4 月 29 日，根据漳州市国资委相关文件，曾毓前不再担任公司总经济师，陈杰华不再担保公司董事、副总经理，吴跃泉不再担任公司副总经理，林柳强不再担任公司总经理、董事，陈东不再担任公司副总经理，提名赖文宁、李伟国、陈左耘、曾毓前为公司副总经理，提名周泽辉为公司总审计师，何惠川任公司董事，提名为公司总经理。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年合并财务报告和 2022 年 1~3 月合并财务报表。华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2022 年 1~3 月合并财务报表未经审计。截至 2021 年末，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），跟踪期内无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模仍保持增长，主要由以债权投资为主的非流动资产构成，货币资金持续增加

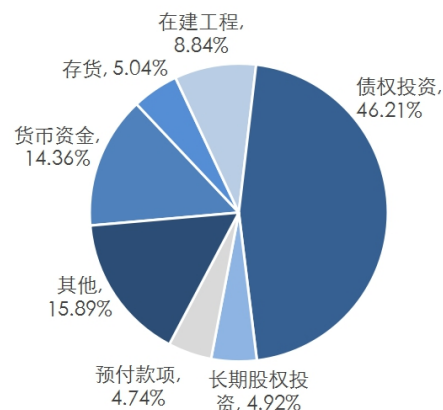
跟踪期内，公司资产总额保持增长，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2022 年 3 月末，公司资产总额增长至 1083.44 亿元，其中非流动资产占比为 72.24%。

2021 年末，公司流动资产同比增长 27.38%至 263.39 亿元，主要由货币资金、存货、预付款和其他应收款等构成。跟踪期内，公司货币资金增长较快，主要是由公司增加借款和子公司片仔癀药业收入增加导致现金增加所致。2021 年末，公司货币资金为 141.68 亿元，其中受限货币资金 53.51 亿元，受限原因为定期存款、存出保证金及房改款；2022 年 3 月末货币资金增加至 155.61 亿元。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，跟踪期内公司存货有所增长，主要系原材料和在产品及自制半成品增加。由于公司贸易规模大幅扩大相应增加贸易的预付款项，跟踪期内预付款项增长较快，2021 年末预付款项为 29.80 亿元，同比增长 188.74%，2022 年 3 月末进一步增长至 51.38 亿元。公司其他应收款主要为征迁拨款及借款、备用金及押金保证金、往来款和应收政府相关单位性质的款项，2021 年末公司确认应收延安北厂区土地房屋收储补偿款 4.89 亿元和应收漳州市财政局对腾龙翔鹭重组项目融资补助 1.28 亿元，同时往来款和备用金及押金保证金等均同比增加，年末其他应收款增长至 12.18 亿元，其中其他应收款前五名应收对象分别为漳州惠民房屋征收有限公司、漳州市财政局、漳州市芗城拍卖行、漳州市芗城区城乡建设局和保和堂制药有限公司占其他应收款的 55.59%。

2021 年末，公司非流动资产有所增长，主要由债权投资、在建工程、长期股权投资、固定资产和其他权益工具投资构成，其中债权投资占比较高。公司于 2021 年起执行新会计准则，2021 年末确认债权投资 470.55 亿元，债权投资主要是协议投资和委托贷款，由资金管理业务产生，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，2021 年末，重要的债权投资包括对福建漳州古雷港经济开发区管理委员会协议投资 182.94 亿元、漳州古雷港投资有限公司协议投资 81.80 亿元、福建古雷港口经济开发有限公司协议投资 70.09 亿元、漳州圆山新城建设有限公司 41.88 亿元等。跟踪期内，公司在建工程增长较快，2021 年末在建工程为 82.92 亿元，同比增长 67.37%，主要系中沙项目新增投资所致，2022 年 3 月末在建工程进一步增长至 95.79 亿元。长期股权投资主要为对联营企业的投资款，跟踪期内长期股权投资随着联营企业投资损益的变化有所下降，2022 年 3 月末为 53.25 亿元。2021 年末，公司固定资产

同比增长 70.71%，主要是当年公司购置房屋及建筑 6.08 亿元和在建工程转固 4.97 亿元，2022 年 3 月末固定资产较年初变化不大。受公司执行新会计准则将部分可供出售金融资产等调整至其他权益工具投资影响，2021 年末其他权益工具投资同比大幅增加，主要包括对兴业证券股份有限公司 8.02 亿元、华福证券有限公司 3.61 亿元、福建广电网络集团股份有限公司 2.94 亿元、招商局漳州开发有限公司 2.36 亿元等。

图 14 公司资产构成情况（单位：亿元） 图 15 2022 年 3 月末公司资产构成



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	81.21	103.58	141.68	155.61
应收账款	9.70	9.58	11.30	12.96
预付款项	12.02	10.32	29.80	51.38
其他应收款	3.50	3.71	12.18	11.89
存货	45.11	49.12	52.24	54.64
流动资产	168.36	206.77	263.39	300.78
可供出售金融资产	21.66	22.73	-	-
其他权益工具投资	4.48	4.70	27.99	26.45
持有至到期投资	438.47	434.59	-	-
债权投资	-	-	470.55	500.60
长期股权投资	64.35	59.11	54.13	53.25
在建工程	6.82	49.54	82.92	95.79
非流动资产	620.17	658.66	744.29	782.66
资产总额	788.54	865.43	1007.68	1083.44

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 2022 年 3 月末，公司受限资产为 55.61 亿元，其中受限货币资金 53.51 亿元，主要为保证金、定期存单、房改款、冻结账户等；受限资产占资产总额的比例为 5.13%，占净资产比例为 14.68%。从股权质押方面来看，截至 2022 年 3 月 31 日，公司持有上市子公司片仔癀药业 329022643 股，占其总股本的 54.54%，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¹²，占持有股份比例为 24.64%，其中 2238 万股的质押期限最长为 10 年，质押登记日为 2015 年 9 月 17 日，5868 万股的质押登记日为 2021 年 12 月 3 日。

¹² 原人保资本投资管理有限公司。

图表 16 截至 2022 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	受限原因
货币资金	155.61	53.51	34.39	保证金、定期存单、房改款、冻结账户等
应收票据	4.36	0.13	2.98	质押开具银行承兑汇票
固定资产	30.13	1.97	6.54	办理产权变更登记、抵押贷款担保等
合计	190.10	55.61	-	-

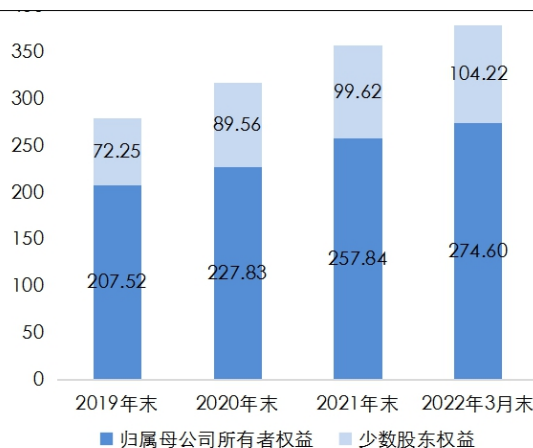
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

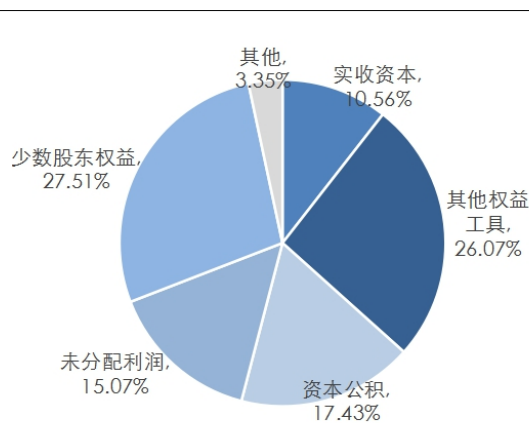
跟踪期内, 受经营积累、发行永续债、资本公积和少数股东权益增加影响, 公司所有者权益有所增长

跟踪期内, 公司所有者权益有所增长, 主要由实收资本、资本公积、其他权益工具、未分配利润和少数股东权益构成。公司实收资本无变化, 2021 年末和 2022 年 3 月末均为 40 亿元; 2021 年末资本公积同比增长 46.47%, 主要系公司减持 1% 的片仔癀药业股票视为权益性交易, 增加资本公积 17.43 亿元。2022 年 3 月末, 公司资本公积较年初进一步增长 26.06%, 主要系公司通过大宗交易出售片仔癀药业股票形成。其他权益工具主要为公司发行的优先股、永续债和资金信托计划等, 受 2021 年公司发行“21 漳九 Y1”10 亿元、“21 九龙江 MTN001”10 亿元、“21 九龙江 MTN005”5 亿元以及通过资金信托计划借款 19 亿元, 2021 年末其他权益工具同比增长 10.22%。受益于经营积累, 跟踪期内公司未分配利润保持增长态势。公司少数股东权益保持增加, 截至 2022 年 3 月末为 104.22 亿元, 主要是归属于少数股东的损益增加所致。

图表 17 公司权益构成情况 (单位: 亿元)



图表 18 2022 年 3 月末公司权益构成



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
实收资本	40.00	40.00	40.00	40.00
资本公积	35.64	35.77	52.39	66.04
其他权益工具	74.53	89.61	98.77	98.76
未分配利润	47.16	50.80	53.01	57.10
少数股东权益	72.25	89.56	99.62	104.22
所有者权益	279.77	317.40	357.46	378.83

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

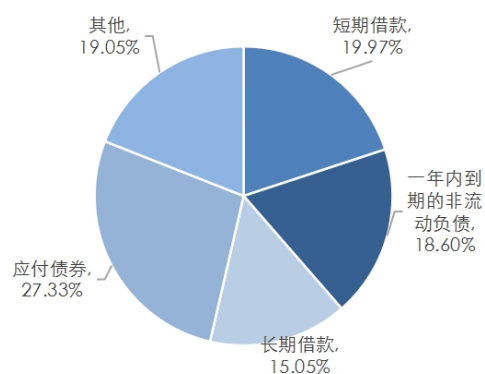
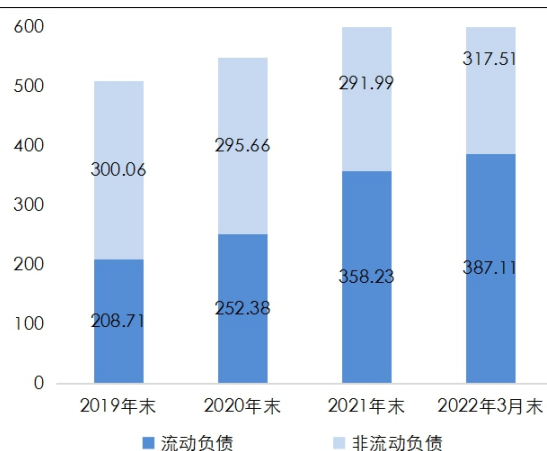
跟踪期内，公司资金管理业务和古雷石化园区开发投资的资金需求仍较大，有息债务持续增长且规模较大，债务结构长短期较为均衡，短期内到期债务规模较大

跟踪期内，公司负债总额持续增长，负债结构以流动负债为主。

2021年末，公司短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他流动负债均增长较快，推动流动负债同比大幅增长41.94%至358.23亿元，流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据和其他流动负债构成。公司短期借款以信用借款为主，主要用于补充营运资金和置换债务，2021年末和2022年3月末短期借款均有所增长。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的应付债券、长期借款等构成，由于长期债务转入，2021年末一年内到期的非流动负债同比增长35.36%，2022年3月末较年初进一步增加。公司应付票据为银行承兑汇票和信用证，随着公司贸易规模扩大相应增加贸易付款，2021年末应付票据同比增长163.89%。其他流动负债主要为短期应付债券和待转销项税，2021年末其他流动负债为32.57亿元，其中短期应付债券30.09亿元。

2021年末及2022年3月末，公司非流动负债波动增长，主要由应付债券和长期借款构成。跟踪期内，公司应付债券整体有所下降，存续债券情况具体见附件四。公司长期借款保持增长，2021年末为84.64亿元，由信用借款53.75亿元、抵押借款12.59亿元、保证借款10.20亿元和质押借款8.10亿元构成，2022年3月末增长至106.04亿元，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。

图表 19 公司总负债构成情况（单位：亿元） 图表 20 2022年3月末公司总负债构成



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	110.30	103.80	122.61	140.69
应付票据	3.09	15.35	40.50	45.35
一年内到期的非流动负债	53.10	89.65	121.35	131.09
其他流动负债	0.06	0.55	32.57	32.00
流动负债	208.71	252.38	358.23	387.11
长期借款	74.18	70.68	84.64	106.04
应付债券	211.66	211.17	188.91	192.59
非流动负债	300.06	295.66	291.99	317.51
负债总额	508.77	548.04	650.21	704.61

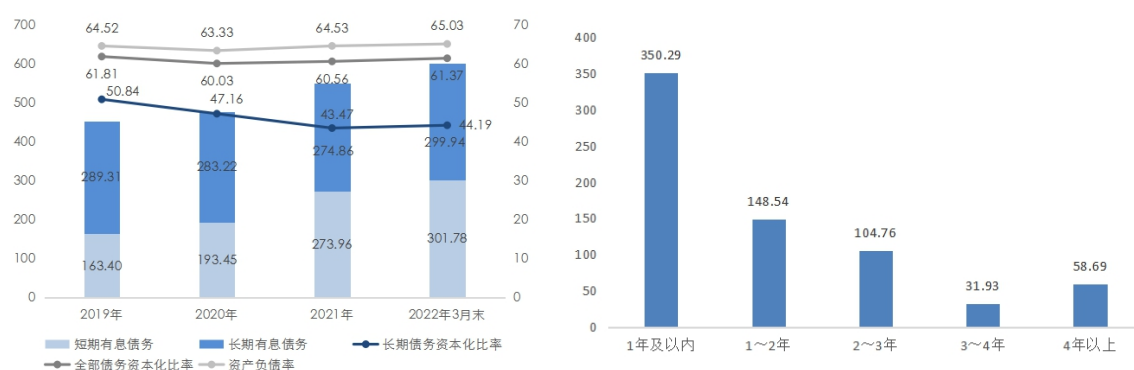
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司资金管理业务和古雷石化园区开发投资资金需求仍较大，债务规模持续增长且规模较大，债务结构方面长短期债务占比相当。2021年末，公司全部债务规模为548.83亿元，同比增长15.14%，其中短期债务占比为49.92%，资产负债率和全部债务资本化比率分别同比上升1.20和0.53个百分点。2022年3月末，公司全部债务进一步增长至601.72亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为50.15%和49.85%。资产负债率和全部债务资本化率分别上升至65.03%和61.37%。

若考虑到计入权益中的其他权益工具的债务属性，2022年3月末，公司全部债务规模将由601.72亿元增加至700.48亿元，资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至74.15%和71.44%。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。

未来债务压力方面，以公司2022年3月末债务¹³为基础，公司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，一年内到期的债务规模为350.28亿元，短期内到期债务规模较大。

图表 21 公司债务¹⁴情况 (单位: 亿元、%) 图表 22 公司债务期限结构情况¹⁵ (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2022年3月末，公司对外担保余额22.88亿元，担保比率6.04%，主要为对漳州圆山新城建设有限公司担保余额8.35亿元、对福海创石化担保余额8.04亿元、对漳州市古雷交通发展有限公司担保余额2.79亿元、对漳州蓝田开发有限公司担保余额1.18亿元、对福建福化古雷石油化工有限公司担保余额1.52亿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，被担保企业均为国有控股企业。

¹³ 不含公司计入权益的债务。

¹⁴ 全部债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债（付息项）、长期借款、应付债券和长期应付款（付息项）。

¹⁵ 此处债务结构包括计入其他权益工具的永续债券，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。

盈利能力

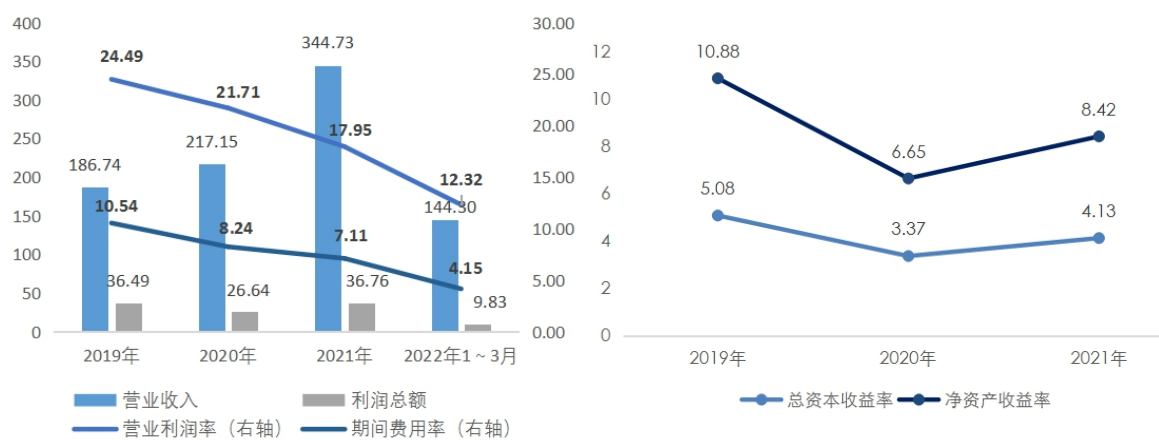
跟踪期内，公司营业收入和利润总额增长较快，营业利润率有所下降，总体盈利能力仍然很强，预计 2022 年公司药业业务、机械制造业务、产投项目投资收益持续向好发展，推动公司未来业绩持续增长

跟踪期内，公司药业业务拓展营销渠道，新增线上销售；机械制造业务加大国际市场出口和积极拓展航空航天等新兴应用领域及主机升级换代产品市场，同时依托古雷港经济开发区石油炼化项目的发展扩大贸易规模，药业、机械制造和贸易业务收入均保持较好增长，2021 年公司营业总收入 344.73 亿元，同比增长 58.75%，受获利能力较弱的贸易业务收入占比增加影响，公司营业利润率有所下降，利润总额为 36.76 亿元，同比增长 38.01%，公司总体盈利能力仍然很强。同期，公司期间费用为 24.50 亿元，同比增长 36.97%，主要是公司债务规模扩大和汇兑损益增加导致财务费用增长，期间费用占营业收入的比例为 7.11%，同比下降 1.13 个百分点。

2021 年，公司投资收益为-4.12 亿元，主要是投资的福海创石化的净利润亏损所致，但投资收益亏损金额同比减小。其他收益主要为政府补助，整体较为稳定。

预计 2022 年公司药业业务将继续拓展销售渠道和推进创新药布局，进一步丰富产品线；机械制造业务预计下游需求仍将旺盛，同时公司拓展航空航天等新兴应用领域，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增加，推动公司未来业绩持续增长。

图表 23 收入和盈利情况（单位：亿元、%） 图表 24 公司盈利能力指标（单位：%）



项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
期间费用	19.69	17.89	24.50	5.99
其中：销售费用	6.32	7.91	7.51	1.83
管理费用	5.10	5.72	6.60	1.54
研发费用	2.10	2.06	3.08	0.98
财务费用	6.16	2.20	7.31	1.64
投资收益	7.09	-6.25	-4.12	-0.95
其他收益	2.28	2.46	2.34	0.05
营业外收入	0.56	0.46	0.38	0.08
利润总额	36.49	26.64	36.76	9.83

资料来源：公司提供，东方金诚整理

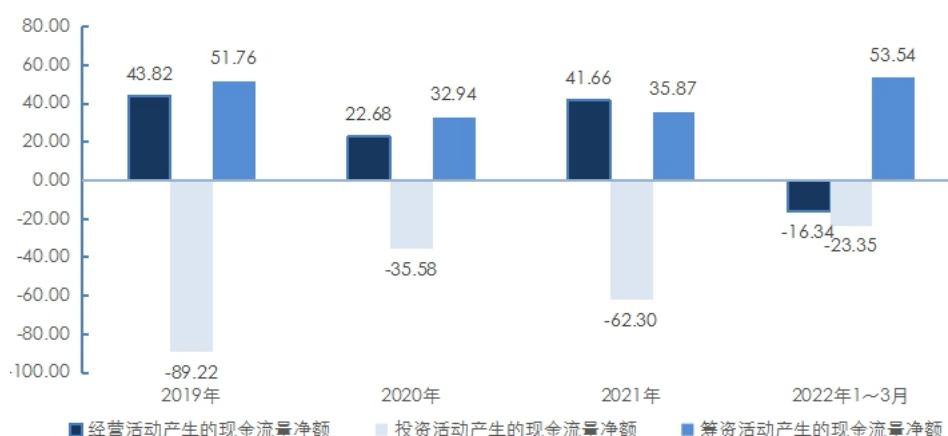
现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流持续净流入，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

2021年，公司经营性净现金流持续呈现净流入且流入规模进一步扩大。同期，公司投资性现金流表现为净流出状态且保持较大规模，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所致。公司投资所需资金主要依靠外部融资，跟踪期内筹资性净现金流仍然维持较大规模。

2022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-16.34亿元、-23.35亿元和53.54亿元，其中经营性净现金流净流出金额较大，主要系由于贸易量大幅增加导致支付供应商货款增加所致。

图表 25 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

2021年末，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，处于较低水平。截至2022年3月末，公司货币资金为155.61亿元，其中未受限的货币资金为102.10亿元，短期债务为301.78亿元，未受限货币资金对短期债务覆盖率为33.83%。

截至2022年3月末，公司共取得银行授信351.22亿元，未使用额度103.35亿元，未使用额度规模较大。同期末，公司合计持有片仔癀药业股份和龙溪股份两家上市子公司未质押股权市值为800.61亿元，未质押股权市值很高。

2021年，公司EBITDA为47.50亿元，同比增长31.58%，对利息的保障程度仍较高，全部债务/EBITDA为11.55倍，同比有所下降。

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 26 公司偿债能力主要指标

指标名称	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 3 月(末)
流动比率 (%)	80.67	81.93	73.52	77.70
速动比率 (%)	59.05	62.46	58.94	63.59
经营现金流动负债比 (%)	20.99	8.99	11.63	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.43	5.13	6.26	-
全部债务/EBITDA (倍)	9.80	13.20	11.55	-

资料来源：公司提供，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 2022 年 3 月 23 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。

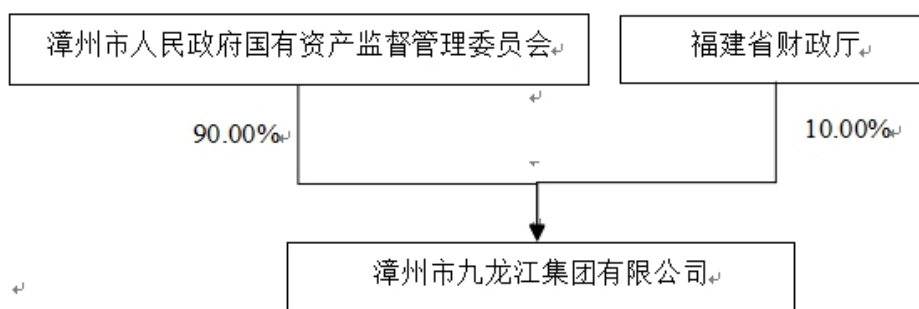
抗风险能力及结论

2021 年，漳州市地区经济和财政收入均实现较好增长，综合财政实力依然较强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，药品市场地位很高，受益于片仔癀药业拓展营销渠道，新增线上销售等，跟踪期内，药业业务收入及毛利润保持增长，获利能力强；公司子公司片仔癀药业和龙溪股份均为上市公司，跟踪期内，公司所持未质押股份市值仍很高，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。

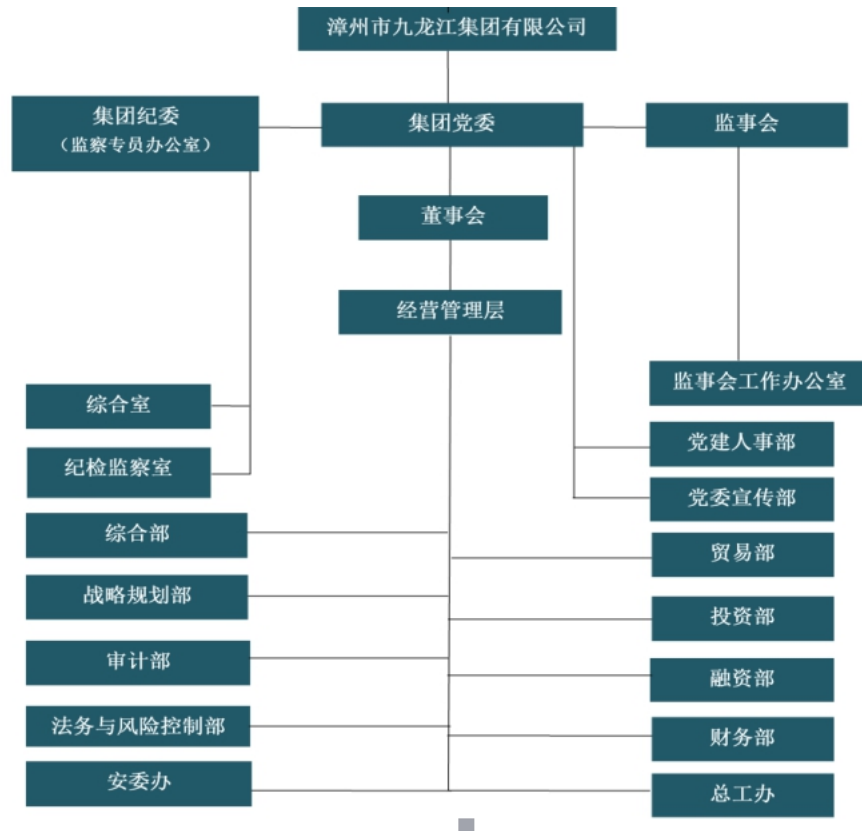
同时，东方金诚也关注到跟踪期内机械制造业务主要原材料钢材价格持续上涨，增加公司成本控制压力；公司对漳州古雷港经济开发区基础设施及石化产业投资规模仍较大，有息债务持续增长，短期内到期债务规模较大。

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 漳九龙”、“17 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN001”、“18 九龙江 MTN002”、“18 九龙江 MTN003”、“19 漳九 01”、“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN001”、“20 九龙江 MTN002”、“20 九龙江(疫情防控债)MTN003”、“20 九龙江 MTN004”、“22 漳九 Y1”债项信用等级为 AAA，维持“21 九龙江 CP001”债项信用等级为 A-1。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2021 年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	54.11	3.11	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
厦门芩江进出口有限公司	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
漳州九龙江古雷发展集团有限公司	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	35.45	-	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 2022 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
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
17 漳九 01	私募公司债	28.97	2020-7-10	2022-7-10	偿还公司债务
17 九龙江 MTN001	永续中票	10.00	2017-9-28	2022-9-28	偿还公司债务,补充流动资金
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
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 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 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
20 漳九 Y1	永续期公司债	15.00	2020-9-4	2022-9-4	偿还公司债务和补充流动资金
20 漳九 03	私募公司债	12.00	2020-10-16	2023-10-16	偿还公司债务和补充流动资金
20 九龙江 MTN004	中期票据	11.00	2020-10-20	2025-10-20	偿还债务融资工具
20 漳九 Y2	永续期公司债	15.00	2020-11-2	2022-11-2	偿还公司债务和补充流动资金
20 九龙江 PPN002	非公开定向债务融资工具	10.00	2020-11-3	2025-11-3	偿还债务融资工具
20 漳九 Y3	永续期公司债	5.00	2020-12-21	2022-12-21	偿还公司债务和补充流动资金
21 漳九 Y1	永续期公司债	10.00	2021-2-5	2023-2-5	偿还公司债务和补充流动资金
21 漳九 01	公开公司债	15.00	2021-1-8	2026-1-8	偿还公司债务和补充流动资金
21 漳九 02	公开公司债	15.00	2021-3-18	2026-3-18	偿还公司债务和补充流动资金
21 九龙江 PPN001	非公开定向债务融资工具	10.00	2021-3-19	2024-3-19	偿还公司债务和补充流动资金
21 九龙江 MTN001	永续中票	10.00	2021-6-7	2024-6-7	偿还公司债务和补充流动资金
21 九龙江 MTN002	绿色中期票据	3.00	2021-6-16	2026-6-16	置换九古收购固废场的资金
21 九龙江 MTN003	中期票据	1.00	2021-6-17	2026-6-17	偿还公司债务
21 易睿鸿业 ABN001	资产支持票据	10.00	2021-9-14	2024-9-14	偿还公司债务和补充流动资金
21 九龙江 MTN004	中期票据	5.00	2021-10-21	2026-10-25	偿还公司债务
21 九龙江 MTN005	中期票据	5.00	2021-10-22	2024-10-25	偿还公司债务
21 漳九 D1	私募公司债	10.00	2021-10-27	2022-10-29	偿还公司债务
21 九龙江 CP001	短融	10.00	2021-11-10	2022-11-12	偿还公司债务
21 漳九 D2	私募公司债	10.00	2021-12-1	2022-12-3	偿还公司债务

22 漳九 01	公募公司债	15.00	2022-1-18	2027-1-18	偿还公司债务
22 漳九 02	公募公司债	5.00	2022-1-18	2029-1-18	偿还公司债务
22 漳九 03	公募公司债	10.00	2022-3-11	2027-3-11	偿还公司债务
合计	-	436.97	-	-	-

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	788.54	865.43	1007.68	1083.44
所有者权益（亿元）	279.77	317.40	357.46	378.83
负债总额（亿元）	508.77	548.04	650.21	704.61
短期债务（亿元）	163.40	193.45	273.96	301.78
长期债务（亿元）	289.31	283.22	274.86	299.94
全部债务（亿元）	452.71	476.67	548.83	601.72
营业收入（亿元）	186.74	217.15	344.73	144.30
利润总额（亿元）	36.49	26.64	36.76	9.83
净利润（亿元）	30.43	21.10	30.11	8.07
EBITDA（亿元）	46.20	36.10	47.50	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	43.82	22.68	41.66	-16.34
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-89.22	-35.58	-62.30	-23.35
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	51.76	32.94	35.87	53.54
毛利率（%）	25.03	22.32	18.54	12.74
营业利润率（%）	24.49	21.71	17.95	12.32
销售净利率（%）	16.30	9.72	8.74	5.59
总资本收益率（%）	5.08	3.37	4.13	-
净资产收益率（%）	10.88	6.65	8.42	-
总资产收益率（%）	3.86	2.44	2.99	-
资产负债率（%）	64.52	63.33	64.53	65.03
长期债务资本化比率（%）	50.84	47.16	43.47	44.19
全部债务资本化比率（%）	61.81	60.03	60.56	61.37
货币资金/短期债务（%）	49.70	53.54	51.71	51.56
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-10.03	-2.71	-3.76	-
流动比率（%）	80.67	81.93	73.52	77.70
速动比率（%）	59.05	62.46	58.94	63.59
经营现金流动负债比（%）	20.99	8.99	11.63	-
EBITDA 利息倍数（倍）	6.43	5.13	6.26	-
全部债务/EBITDA（倍）	9.80	13.20	11.55	-
应收账款周转率（次）	20.43	22.53	33.03	-
销售债权周转率（次）	16.25	16.90	23.69	-
存货周转率（次）	3.53	3.58	5.54	-
总资产周转率（次）	0.25	0.26	0.37	-
现金收入比（%）	108.77	102.58	107.93	100.21

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。

短期融资券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不能进行微调。