

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0094 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相关债项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“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN004”、“22 九龙江 MTN001”、“22 九龙江 MTN002”、“23 漳九 Y1”、“23 漳九 Y2”、“24 漳九 Y1”、“24 漳九 Y2”、“24 九龙江 MTN001A”、“24 九龙江 MTN001B”、“24 九龙江 MTN003”、“25 九龙江 MTN001”债项信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二五年六月十三日

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，但不不对资料提供方和/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。其中主体评级结果有效期自 2025 年 6 月 13 日至 2026 年 6 月 12 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2025 年 6 月 13 日

漳州市九龙江集团有限公司
主体及相关债项2025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	2025/6/13	AAA/稳定	谢笑也	郑慧

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
19 漳九 03	AAA	AAA	企业规模	营业收入	20.00	18.90
20 九龙江 MTN004	AAA	AAA	市场地位	竞争优势	20.00	20.00
22 九龙江 MTN001	AAA	AAA		多样性	10.00	10.00
22 九龙江 MTN002	AAA	AAA	盈利能力	EBITDA/收入	8.00	5.19
23 漳九 Y1	AAA	AAA		总资产收益率	7.00	4.63
23 漳九 Y2	AAA	AAA	债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	5.41
24 漳九 Y1	AAA	AAA		经营性净现金流/流动负债	7.00	2.71
24 漳九 Y2	AAA	AAA		EBITDA/利息支出	9.00	7.66
24 九龙江 MTN001A	AAA	AAA		全部债务/EBITDA	9.00	2.26
24 九龙江 MTN001B	AAA	AAA	调整因素			
24 九龙江 MTN003	AAA	AAA	财务弹性+1			
25 九龙江 MTN001	AAA	AAA	个体信用状况			
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：项情况”			外部支持			
主体概况			评级模型结果			
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国有资本投资集团，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”）为公司控股股东和实际控制人。			aa+			
			+1			
			AAA			
			注1：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。			
			注2：受全部债务规模增长且规模较大等因素影响，该公司个体信用状况由aaa调整至aa+。			
			注3：公司是漳州市政府重要的国有资本投资集团，承担古雷石化产业园区的投资和建设任务，业务具有很强的区域专营性，公司在政府补助、债务化解和开发区基础设施运营等方面得到股东及相关方的有力支持，外部支持+1。			

评级观点

漳州市经济持续增长，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；古雷开发区是全国七大石化产业基地之一，是大陆唯一的台湾石化产业园区，公司承担古雷石化产业园区的投资和建设任务，业务仍具有很强的区域专营性；公司片仔癀产品市场地位高，业务获利能力仍很强；公司融资渠道畅通，持有的上市子公司的未质押股份市值仍较高，财务弹性仍较好。同时，东方金诚也关注到，公司债权投资规模较大；公司投资收益持续为负，对利润形成侵蚀；全部债务增长且规模较大，同时在建及拟建项目未来尚需投入金额较大，仍存在一定资本支出压力。

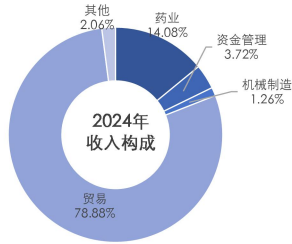
外部支持方面，公司实控人为漳州市国资委，公司作为漳州市政府重要的国有资本投资集团，着力服务古雷开发区、漳州市高新区，承担市委、市政府批准的重点项目建设与投资任务，并通过古雷开发区、漳州高新区的建设与投资推动漳州市新增长区域发展；公司自成立以来，在政府补助、债务化解和开发区基础设施运营等方面持续获得股东及相关方面的有力支持，预计未来实际控制人漳州市国资委对公司支持意愿极强。

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“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN004”、“22 九龙江 MTN001”、“22 九龙江 MTN002”、“23 漳九 Y1”、“23 漳九 Y2”、“24 漳九 Y1”、“24 漳九 Y2”、“24 九龙江 MTN001A”、“24 九龙江 MTN001B”、“24 九龙江 MTN003”、“25 九龙江 MTN001”债项信

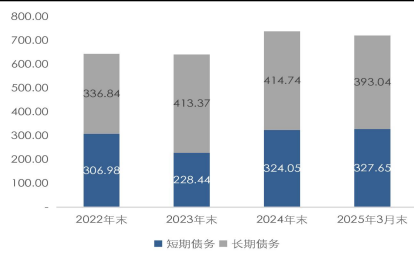
用等级为 AAA。

主要指标及依据

2024 年营业收入构成



公司债务结构（亿元）¹



主要数据和指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1183.56	1245.99	1389.41	1459.88
所有者权益（亿元）	389.55	431.25	432.95	478.26
全部债务（亿元）	643.82	641.81	738.79	720.69
营业总收入（亿元）	584.56	704.21	763.82	239.92
利润总额（亿元）	28.46	44.69	40.54	12.39
经营性净现金流（亿元）	121.24	-5.87	27.35	-0.70
营业利润率（%）	10.94	10.76	8.40	8.60
资产负债率（%）	67.09	65.39	68.84	67.24
流动比率（%）	80.99	143.22	96.28	97.47
全部债务/EBITDA（倍）	16.04	11.39	15.50	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	6.25	10.82	-

注：数据来源于公司 2022 年~2024 年的审计报告及 2025 年 1~3 月未经审计的财务报表。

优势

- 跟踪期内，漳州市经济持续增长，地区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进一步完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；
- 古雷开发区是全国七大石化产业基地之一，是大陆唯一的台湾石化产业园区，公司承担古雷石化产业园区的投资和建设任务，跟踪期内，业务仍具有很强的区域专营性，未来伴随古雷石化园区入驻企业增多及中沙乙烯等项目投产，有望对公司利润形成一定补充；
- 公司片仔癀产品是国家一级保护品种，公司拥有其独家生产权，品牌影响力强，药品市场地位高，2024 年药业收入仍保持增长，业务获利能力仍很强；
- 公司融资渠道畅通，子公司片仔癀药业和龙溪股份均为上市公司，未质押股份市值仍较高，财务弹性依然较好；
- 公司是漳州市政府重要的国有资本投资集团，着力服务古雷开发区、漳州市高新区，承担市委、市政府批准的重点项目建设与投资任务，跟踪期内，能够持续在政府补助、债务化解和开发区基础设施运营等方面得到股东及相关方的有力支持。

关注

- 跟踪期内，公司债权投资在资产中占比仍很高，且主要用于古雷开发区和圆山高新区的投资支出，投资规模仍较大；
- 公司股权投资项目福化古雷盈利能力仍较弱，导致投资收益持续为负，对利润形成一定侵蚀；
- 公司全部债务有所增长且规模较大，存在一定债务集中偿付压力，同时在建及拟建项目未来尚需投入较大金额，仍存在一定资本支出压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来公司片仔癀产品仍将保持很强的市场竞争力和盈利能力，同时作为漳州市政府重要的国有资本投资集团，公司可持续得到股东及相关方的有力支持。

评级方法及模型

《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC006202504）》

历史评级信息

主体信用等级	债项简称	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	25 九龙江 MTN001	AAA	2025/2/13	宋馨、郑慧	《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC006202403）》	阅读原文

¹ 此处债务结构未将计入所有者权益的其他权益工具纳入全部债务考虑。

AAA/稳定	20 九龙江 MTN004	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)》《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：以上为不完全列示，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
19 漳九 03	2024/6/14	10.00	2019/12/9~2025/12/9	无	-
20 九龙江 MTN004	2024/6/14	11.00	2020/10/20~2025/10/20	无	-
22 九龙江 MTN001	2024/6/14	10.00	2022/9/7~2025/9/7	无	-
22 九龙江 MTN002	2024/6/14	10.00	2022/10/27~2025/10/27	无	-
23 漳九 Y1	2024/6/14	15.00	2023/9/21~2026/9/21	无	-
23 漳九 Y2	2024/6/14	5.00	2023/11/13~2026/11/13	无	-
24 漳九 Y1	2024/6/14	4.00	2024/4/17~2027/4/17	无	-
24 漳九 Y2	2024/6/14	16.00	2024/4/17~2029/4/17	无	-
24 九龙江 MTN001A	2024/7/3	6.00	2024/7/19 ~2034/7/19	无	-
24 九龙江 MTN001B	2024/7/3	4.00	2024/7/19 ~2039/7/19	无	-
24 九龙江 MTN003	2024/10/8	10.00	2024/10/21~2029/10/21	无	-
25 九龙江 MTN001	2025/2/13	10.00	2025/3/3~2028/3/3	无	-

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

跟踪期内，公司仍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，控股股东和实际控制人均为漳州市人民政府国有资产监督管理委员会

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国有资本投资集团，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”）为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。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2025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。

截至2025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.SH，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.SH，简称“龙溪股份”）。

截至2025年3月末，公司（合并）资产总额1459.88亿元，所有者权益478.26亿元，资产负债率67.24%。2024年和2025年1~3月，公司实现营业总收入分别为763.82亿元和239.92亿元，利润总额分别为40.54亿元和12.39亿元。

相关债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司发行的“19漳九03”、“20九龙江MTN004”、“22九龙江MTN001”、“22九龙江MTN002”、“23漳九Y1”、“23漳九Y2”、“24漳九Y1”、“24漳九Y2”到期利息已按期偿付，“24九龙江MTN001A”、“24九龙江MTN001B”、“24九龙江MTN003”、“25九龙江MTN001”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

一揽子增量政策效果持续显现，2025年一季度GDP延续较快增长。二季度外部经贸环境

变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025年一季度GDP同比增长5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过100%。这意味着从4月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到4月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

行业分析

九龙江集团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，分别属于医药制造行业、轴承制造行业。

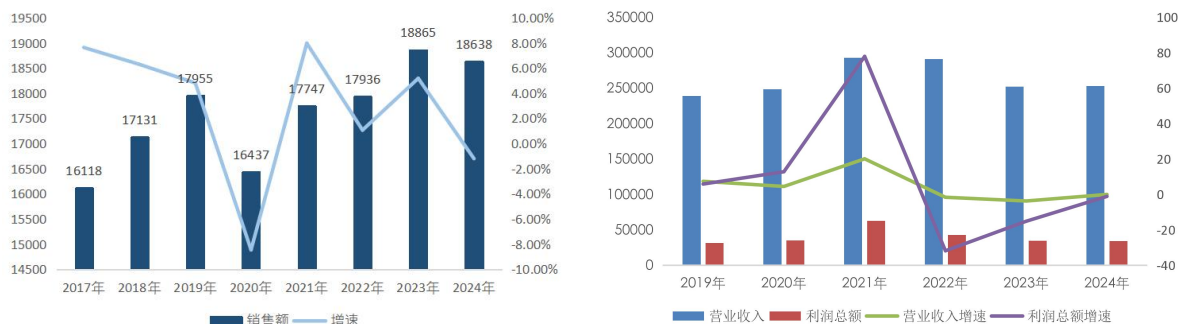
医药制造行业

2024年医药行业需求同比略降，网上药店终端销售增速较快，预计未来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。2023年我国三大终端六大市场药品销售额达18865亿元，同比增长5.2%；2024年我国医药终端市场整体销售额18638亿元，同比下降1.2%，具体来看，公立医院终端销售额同比下降3.5%，零售药店终端（实体药店+网上药店）同比增长3.7%，其中实体药店药品销售额增长2.3%，但中药饮片、器械等非药类均为负增长；网上药店药品销售额增长14.4%。

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承压。根据国家统计局数据，2023年，规模以上医药制造企业营业收入为25205.70亿元，同比下降3.70%；利润总额为3473.00亿元，同比下降15.10%；2024年规模以上工业企业（医药制造业）实现营业收入25298.5亿元，约与上年持平。同期实现利润总额3420.70亿元，比上年下降1.1%。预计2025年全年，在国家经济稳增长背景下，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。

图表1 我国医药终端市场销售情况（亿元、%） 图表2 我国医药制造行业盈利情况（亿元、%）



数据来源：米内网，wind，东方金诚整理

2023年以来，随着集采持续推进，药品价格呈下降趋势，医药企业通过加大研发投入、外延式并购等方式优化产业布局，医疗反腐升级，行业集中度有望进一步提高，并驱动企业继续向创新转型，利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业

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。

2023年以来，国家发布多项重磅政策，加大对医药行业的支持力度。产业政策方面，2023年8月国务院常务会议审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》，指出要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力；要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力，助推行业提质增效。药监制度方面，国家药监局药品审评中心（CDE）发布《加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》以及多项技术指导原则，进一步优化审评流程，缩短部分创新药审评时限，引导企业减少同质化研发。医保药品目录方面，2023年内启动了新一轮的医保谈判和医保目录调整，续约规则进一步优化，“简易续约”缓解了医保目录中创新药持续降价的压力，本轮70%的品种实现了原价续约。部分地区出台了针对创新药的医保支持政策，如北京的DRG除外支付、湖北的单独支付、上海的多元支付机制等，有利于扩大创新药临床使用。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、创新能力高、药品质量好具有成本优势的企业。

区域环境

漳州市经济持续增长，地区经济实力与财政实力仍很强，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进一步完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境

漳州市保持较强经济实力，2022年~2024年经济总量在福建省9个地级市中排名保持第4位。根据初步核算，2024年漳州市全年地区生产总值同比增长6.1%。其中，第一产业增加值为615.03亿元，增长3.7%；第二产业增加值为2728.20亿元，增长7.2%；第三产业增加值为4720.48亿元，增长5.4%。

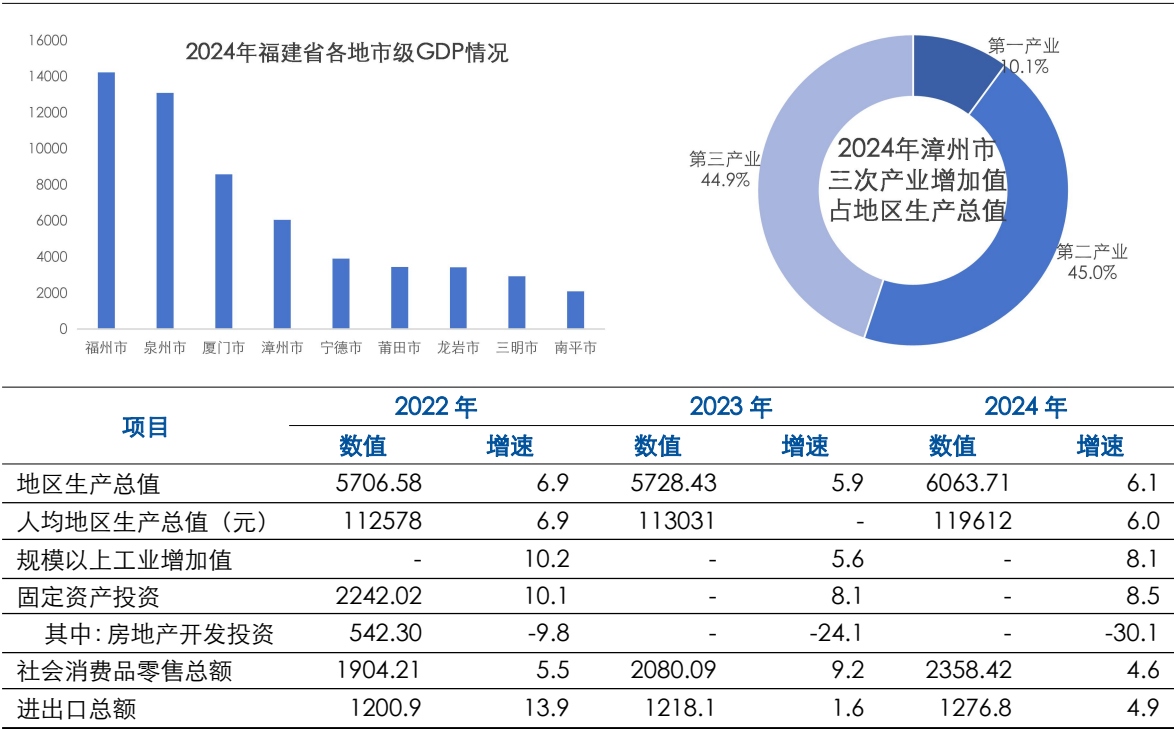
工业方面，漳州市确立了食品加工、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业，已形成食品加工、装备制造、新材料三大千亿产业集群。2024年，全市规模以上工业增加值增长8.1%。分门类看，采矿业增加值下降19.6%，制造业增长7.3%，热力、燃气及水生产和供应业增长22.6%。

漳州市拥有古雷港经济建设开发区（以下简称“古雷区”）及高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）两大重点战略区域。古雷区是国家确认的全国七大石化产业基地之一，是国家发改委确认的全国唯一的台湾石化产业园区。根据国家发改委批复的规划，古雷区规划的炼油能力产能为5000万吨/年，位居全国七大石化基地之首。2024年古雷区完成固定资产投资192.08亿元，增长15.4%；规模以上工业总产值902.58亿元，增长20.2%，规模以上工业增加值增长19.9%。高新区为漳州市唯一的国家级高新技术产业发展平台，涵盖南湖“双创”产业园、站前总部经济产业园、靖圆“一药一智”产业园三大园区，未来将加快建成智能科技新城，成为漳州高质量发展的重要增长点。2024年漳州高新区完成地区生产总值255.81亿元，同比增长5.5%；规模工业增加值同比增长4.6%；固定资产投资同比增长9.4%。

2024年漳州全年开工百亿项目7个，包括福建省迄今为止投资规模最大的产业项目、总投资711亿元的古雷炼化一体化工程二期项目正式开工；此外，总投资448亿元的中沙古雷乙烯项目主体工程全面动工。“9+5”9个工业产业中，绿色纸业、石油化工、冶金新材料、装备制造等四个产业实现两位数快速增长。产业社区有序推进，建成面积超1010万平方米、入驻产业项目868个、拉动产业项目投资超1000亿元。

2025年，漳州市将继续推进古雷石化基地的高端化、绿色化和智能化发展，目标是打造世界一流绿色生态石化基地，加快古雷三大中试基地建设，巩固提升石油化工在全球产业分工中的地位和竞争力，抓好烯烃—塑料、芳烃—聚酯产业链，开展福建古雷石化基地产品链高端化发展规划研究工作，推动古雷基地按照规划报批用海等事宜，计划全年完成投资220亿元以上、工业产值1000亿元以上。

图表3 漳州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



业务运营

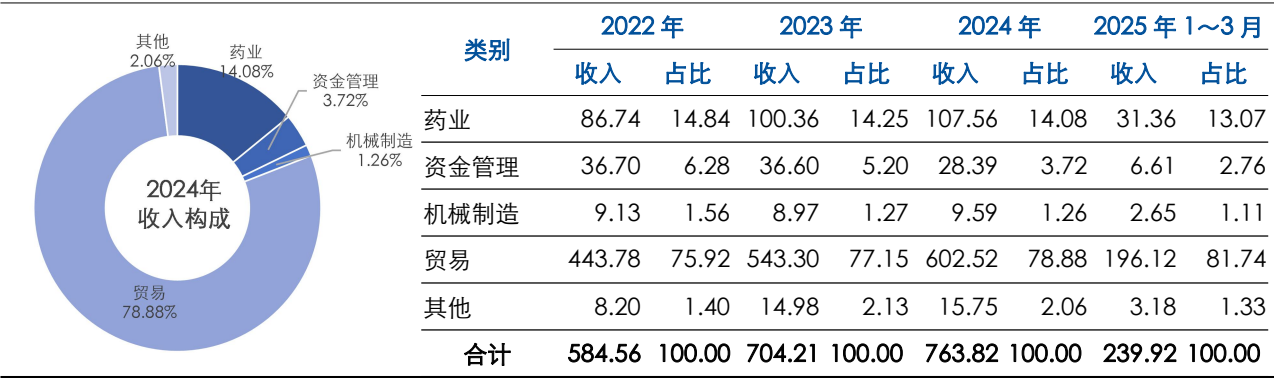
经营概况

跟踪期内，公司营业收入随贸易业务规模扩大而增长，毛利润仍主要来源于药业和资金管理业务，毛利润、毛利率受资金管理、其他业务下滑影响而有所下降

作为漳州市政府重要的国有资本投资集团，跟踪期内公司收入仍主要来源于药业、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。其他业务收入主要为漳州九龙江古雷发展集团有限公司（以下简称“九古发展集团”）港口作业、排污等综合运营收入。

2024 年公司贸易业务增幅较大，带动营业总收入同比增长 8.46%。毛利润、毛利率受资金管理、其他业务下滑影响而有所下降；2025 年 1~3 月，公司贸易业务收入同比增加，带动整体营业收入同比增长 57.82%，毛利率较上年同期下降 4.90 个百分点。

图表4 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



	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	39.61	45.66	46.99	46.82	46.08	42.84	14.13	45.08
资金管理	15.42	42.02	16.65	45.49	10.32	36.36	3.73	56.43
机械制造	3.91	42.83	3.99	44.45	3.68	38.32	1.15	43.18
贸易	1.71	0.39	1.81	0.33	3.51	0.58	0.83	0.42
其他	5.44	66.33	8.76	58.50	2.56	16.24	1.35	42.50
合计	66.09	11.31	78.19	11.10	66.15	8.66	21.19	8.83

数据来源：公司提供，东方金诚整理

药业务

公司药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%。截至 2025 年 3 月末，片仔癀药业资产总额 184.85 亿元，所有者权益 158.42 亿元，资产负债率 14.29%；2024 年和 2025 年 1~3 月，片仔癀药业实现营业总收入分别为 107.88 亿元和 31.42 亿元，利润总额分别为 35.39 亿元和 11.83 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，产品市场地位高，品牌影响力强

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。片仔癀药业分别在四川和陕西设立两家养麝基地，均已获得国家林业局颁发的野生动物驯养许可证，为未来麝香的长期稳定供应提供一定保障。

片仔癀的销售渠道分为国内销售和海外销售，其中国内销售占比较高，2024 年境内销售 103.32 亿元，占比 96.05%。销售方式包含线上线下平台的精细化服务，确保对消费者的用药服务，2024 年片仔癀线下收入为 103.45 亿元，占比 96.18%。国内销售模式主要为药房销售和院线销售，以药房销售为主。药房销售模式主要包括片仔癀体验馆、连锁药店、区域经销以及零售药店等，片仔癀体验馆主要销售公司及子公司的系列产品，通过设立体验馆提高消费者的品牌认知和产品购买欲。2024 年 1 月 3 日起，公司旗下所有“片仔癀体验馆”升级为“片仔癀国药堂”；连锁药房主要是与头部连锁企业建立双方全品类直供合作加强零售终端建设，目前已与老百姓、益丰、康佰家、漱玉平民、健之佳、一心堂、国大药房、张仲景、重庆万和、重庆和平等建立了全品类战略合作伙伴关系，实现终端门店覆盖超过 10 万家；区域经销是通过选择当地实力强大、有一定营销网络的经销商作为基本网点；零售药店模式除通过主流药房销售外，公司也加大对自营药房的销售力度，同时运营天猫和京东线上平台的片仔癀大药房旗舰店。院线销售模式主要是通过各地的药品集中采购平台向医院销售和供应公司的院线品种。公司海

外销售主要采取经销制模式，产品通过直运或转运等方式出口到香港、印尼、泰国、新加坡、马来西亚、加拿大、澳门等国家或地区。

跟踪期内，片仔癀产品营销渠道持续拓宽，药业业务收入保持增长，毛利率水平较高，获利能力仍很强

跟踪期内，片仔癀产品营销渠道持续拓展，产品销量有所提升。2024 年公司药业业务收入同比增长 7.17%，主要系片仔癀和安宫牛黄丸的销量提升带动所致。当期毛利润、毛利率受原材料麝香、牛黄及蛇胆等价格上涨影响而有所下降；2025 年 1~3 月，公司药业业务收入规模同比变动不大，毛利率较上年同期小幅下降 2.18 个百分点。

整体看公司药业业务毛利率较高，获利能力很强，但重要药材品种价格波动对片仔癀系列产品的成本产生一定的影响，未来成本存在一定上升压力。片仔癀将采取提前布局、持续关注主要大品种或重要药材市场行情，适时加大战略性采购储备，以最大限度控制成本。预计未来随着渠道拓展及核心产品较强的竞争力，盈利情况有望保持稳定。

图表 5 片仔癀药业区域销售收入情况²（单位：亿元）

产品名称	2022 年	2023 年	2024 年
境内	82.92	95.78	103.32
境外	4.02	4.58	4.24
合计	86.94	100.36	107.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司加快肝、胆等领域新药研发进展，同时通过设立基金、投资建设片仔癀大健康智造园和片仔癀健康美妆园等扩大生产规模并整合上下游资源，但投资金额较大，面临一定的资金支出压力

跟踪期内，公司加快肝、胆等领域新药研发进展，2024 年新增 2 个中药 1.1 类新药、2 个中药 3.1 类古代经典名方，持续推进在研 14 个新药项目的临床前研究及临床研究工作。2024 年，片仔癀研发费用增至 2.70 亿元。此外，片仔癀投资参与设立基金，拟投资于生物医药、中医药、医疗器械、消费医疗、医疗服务等领域，通过股权投资方式整合资源，提升自身竞争力。

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》，拟投资建设片仔癀大健康智造园和片仔癀健康美妆园，项目总投资不超过 44.80 亿元，资金来源为自筹。其中片仔癀大健康智造园由九龙江集团子公司漳州九龙江圆山投资有限公司（以下简称“圆山投资”）组织实施，待圆山投资建设完成产业园后，片仔癀将视实际情况向其租赁或购买产业园资产；片仔癀健康美妆园截至 2024 年末已取得位于漳州高新区 2022G08 地块的土地使用权并确认无形资产 8469.30 万元（含土地竞拍款和税费），确认在建工程 3562.73 万元。目前项目尚在建设阶段，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。此外，片仔癀投资新建科技大楼截至 2024 年末已取得位于漳州市高新区 2020G02 地块的土地使用权并确认无形资产 13132.50 万元（含土地竞拍款及税费），确认在建工程 19596.79 万元。整体来看，片仔癀项目投资金额较大，需关注公司未来资金支出压力。

² 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。

图表 6 截至 2025 年 3 月末片仔癀重大投资项目（单位：亿元）

项目名称	预计公司 总投入	目前进展	用途
圆山基金	2.00		
片仔癀盈科基金	2.90	尚未开展投资	加速医药产业聚集，加强公司在产业链上下游的整合能力，实现资源共享、优势互补，提升核心竞争力
招盈基金	2.00		
片仔癀大健康智造园	28.00	建设中	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	16.80	建设中	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
科技大楼	9.99	已完成主楼核心筒区域低层	新建办公大楼
合计	61.69	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资金管理业务

公司资金管理业务对漳州重要区域产业投资项目提供投融资服务，其中所投资的古雷港经济开发区目前基础设施建设已基本完成，跟踪期内，公司对该区域的投资资金持续回流

作为漳州市政府重要的国有资本投资集团，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。

1. 漳州市古雷港经济开发区债权投资

古雷港经济开发区在福建省漳浦县南端的古雷半岛上，位于厦门、汕头两个经济特区之间，与台湾隔海相望。开发区规划总面积 153.81 平方公里，将重点发展新型电子材料、新型船舶修造、重化工等产业群。古雷港经济开发区被列入福建省十大新增长区域之一，是以临港工业为主导，布局石化、现代装备制造业等大型临港工业项目和港口物流仓储基地。2010 年 5 月，古雷港经济开发区被国家发改委确认为全国唯一的台湾石化产业园区，2014 年 6 月，被国务院列为全国七大石化产业基地之一。

公司在漳州市古雷港经济开发区（以下简称“古雷港经开区”）的债权投资主要以公司与福建漳州古雷经济开发区管理委员会（以下简称“古雷管委会”）及其权属企业合作开发的模式进行。公司主要负责提供开发建设资金，采用收取固定管理费并到期收回出资的方式参与建设项目开发建设，古雷管委会及其权属企业独资运作具体项目的建设、实施和运营，自行承担盈亏及风险。公司投资方式主要为合作协议和委托贷款，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。公司投资古雷港经开区的资金来源包括自有资金和对外融资，对外融资方式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。

截至 2025 年 3 月末，公司对古雷港经开区的债权投资存续规模为 206.54 亿元，投资对手方以古雷管委会为主，同时包括漳州古雷港投资有限公司、福建古雷港口经济开发有限公司等。

图表 7 截至 2025 年 3 月末公司对古雷港经开区债权投资对手方情况（单位：亿元）

合同类型	投资对手方	存续债权投资
合作协议	古雷港经济开发区管理委员会	63.75
合作协议	福建古雷港口经济开发有限公司	7.20
合作协议	漳州古雷港投资有限公司	102.56
合作协议	漳州市古雷公用事业发展有限公司	12.23
合作协议	漳州市古雷港建设开发有限公司	20.80
合计	-	206.54 ³

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年起，公司对古雷港经开区债权投资净增加额为负，投资资金开始回流。截至 2025 年 3 月末，公司向古雷港经开区累计投资金额 1250.24 亿元（含石化基金），公司累计收到回款 1223.71 亿元，其中本金 976.20 亿元。

图表 8 公司对古雷港经开区债权投资到期和新增投资情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
投资到期金额	112.60	166.70	156.97	24.09
新增投资金额	120.78	46.18	124.88	24.97
投资净增加额	8.18	-120.52	-32.09	-0.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.漳州圆山高新区债权投资

公司在圆山高新区的债权投资模式与古雷港经开区相似。截至 2025 年 3 月末，公司对圆山高新区的债权投资存续规模为 141.50 亿元，投资对手方包括漳州圆山新城建设有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高新区靖城建设有限公司等。

图表 9 截至 2025 年 3 月末公司对圆山高新区债权投资对手方情况（单位：亿元）

合同类型	投资对手方	存续债权投资
合作协议	漳州靖圆发展有限公司	12.21
合作协议	漳州市圆山市政建设有限公司	11.00
合作协议	漳州市金盏置业有限公司	8.00
合作协议	漳州圆山新城建设有限公司	74.00
合作协议	漳州圆山水仙花发展有限公司	3.00
合作协议	漳州圆山发展有限公司	28.23
合作协议	漳州圆新运营管理有限公司	5.06
合计	-	141.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2025 年 3 月末，公司累计对圆山高新区开发建设债权投资 332.54 亿元，累计回款

³ 由于石化基金不属于债权投资，因此此处未包含该部分。

252.61 亿元，其中本金 195.6 亿元。

图表 10 公司对圆山高新区债权投资到期和新增投资情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
投资到期金额	49.04	42.63	45.18	8.33
新增投资金额	101.15	42.47	46.82	9.43
投资净增加额	52.11	-0.16	1.64	1.1

资料来源：公司提供，东方金诚整理

3.其他地区债权投资

截至 2025 年 3 月末，公司对古雷经开区、圆山高新区外的漳州市其他地区债权投资存续规模为 21.41 亿元，投资对手方包括福建龙睿投资有限公司、福建诏安金都资产运营有限公司等。

图表 11 截至 2025 年 3 月末公司对漳州市其他地区债权投资对手方情况（单位：亿元）

合同类型	投资对手方	投资区域	存续债权投资
委托贷款	福建龙睿投资有限公司	其他区域	4.91
委托贷款	福建诏安金都资产运营有限公司	其他区域	3.80
委托贷款	漳州金峰市政建设有限公司	其他区域	2.80
委托贷款	漳州市芗城城市投资开发有限公司	其他区域	1.80
委托贷款	诏安县城市建设投资开发有限公司	其他区域	4.60
合作协议	龙海市路桥建设开发有限公司	其他区域	3.30
合作协议	海顺德（漳州）环保催化剂有限公司	其他区域	0.20
合计	-	--	21.41

资料来源：公司提供，东方金诚整理

作为漳州市政府重要的国有资本投资集团，公司运用资金对古雷开发区和圆山高新区进行协议投资，2024 年由于债权投资规模下降，资金管理业务收缩

2023 年以来，公司债权投资规模下降，资金管理业务收入相应下滑，2024 年收入同比下降 22.42%，毛利润降至 10.32 亿元。同期，毛利率降至 36.36%，主要系公司调整计入资金管理业务的融资成本和计入财务费用科目的比例所致；2025 年 1~3 月，公司资金管理业务毛利率增至 56.43%，主要系新增融资成本较低，同时按照原分配比例计利息所致⁴。公司作为漳州市政府重要的国有资本投资集团，资金管理业务收入、利润仍能为公司提供一定补充。

目前，公司资金管理业务所投资的古雷港经开区基础设施建设已基本完成。2025~2026 年，公司对古雷港经开区现有投资每年到期金额分别约为 52.84 亿元和 25.57 亿元，同期分别对古雷港经开区投资 52.84 亿元和 25.57 亿元，主要为保障古雷港经开区基建项目存量债务的平稳接续，运用已有投资到期回收资金而持续滚动投资，随着古雷港经开区的发展，逐步有序地实现债权投资的接续及退出；2025~2026 年，公司对圆山高新区现有投资每年到期金额分别约为 51.91 亿元和 42.47 亿元。同期，公司对圆山高新区分别投资 51.91 亿元和 42.47 亿元。未来公司将通过产业投资等方式直接参与建设古雷港经开区，预计未来公司债权投资规模以及

⁴ 年度数将按照 2024 年的分配比例进行融资成本区分。

资金管理业务收入将会逐步缩小。

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。2025年3月末，龙溪股份资产总额35.53亿元，所有者权益24.90亿元，资产负债率29.92%。2024年和2025年1~3月，龙溪股份实现营业总收入分别为17.77亿元和4.09亿元，利润总额分别为1.57亿元和0.32亿元。

公司是国内领先的关节轴承供应商和出口商，所生产的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战略性应用领域

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，是关节轴承国家行业标准的主起草单位。截至2024年末，龙溪股份主导/参与制修订ISO标准3项、国家标准10项、行业标准12项。

龙溪股份研发体系完善，拥有全国唯一的关节轴承研究所，承担国家科技支撑计划等国家、省级重大技术专项，年开发新产品300种以上。近年，龙溪股份大力发展航空高端关节轴承，先后承接航空关节轴承共性技术研究、航空关节轴承研保条件建设等三十多个国家级、省部级科研项目。龙溪股份既能研制AS和EN标准航空关节轴承，又能研制各类非标航空关节轴承，并已通过美国海军航空司令部（NAVAIR）实验室最严格的A标轴认证，是国内唯一通过认证的企业，所研制的8类6000余种规格航空关节轴承被列入美国政府采购合格产品目录（QPL-AS81820）。截至2024年，龙溪股份拥有授权专利147项，其中发明专利65项。

龙溪股份轴承主打产品关节轴承凭借质量稳定和性价比优势突出远销欧美等四十多个国家地区。目前，其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战略性应用领域，承担航空关节轴承共性技术研究及多项国内航天航空关节轴承国产化研制任务，配套C919、AG600、MA700、神舟、天宫、昆仑号、天眼、上海中心大厦、北京大兴国际机场、和谐号、复兴号等国家重点科研及工程项目；成功进入卡特彼勒、林德公司、沃尔沃等跨国公司全球采购体系。

2024年公司轴承产品类随下游需求好转产销量有所上升，带动机械制造业务收入同比上涨，预计2025年公司持续拓展新产品、新客户、新市场，可对该业务盈利提供一定支撑

公司轴承制造产能稳定，近年变化不大，产销量随下游需求有所波动。2024年基础设施建设需求回暖，工程机械回升，重卡配套市场企稳，同时公司持续拓展航空航天、钢结构建筑等战略性新兴领域，带动公司轴承类产品产销量上涨，机械制造业务收入同比增长6.93%。

2025年1~3月，公司机械制造业务收入为2.65亿元，同比下降1.90%，变动不大。预计2025年公司持续拓展新产品、新客户、新市场，在航空航天领域等高端市场取得显著成效，可对业务盈利提供一定支撑。

图表 12 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	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月 ⁵
关节轴承和轴套、大齿圈	产能	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
	产量	1391.29	1086.19	1160.21	318.31
	产能利用率	92.75	72.41	77.35	84.88
	销量	1232.73	1090.39	1175.17	304.97
	出口量	904.61	708.82	738.71	181.62
	均价	58.45	64.87	40.81	41.05
AG 轴承和精密圆锥滚子轴承	产能	500.00	500.00	500.00	500.00
	产量	316.26	268.93	246.50	64.56
	产能利用率	63.25	53.79	49.30	51.65
	销量	382.38	349.80	323.83	88.72
	出口量	37.43	34.42	46.19	9.19
	均价	32.86	34.95	28.67	33.26
齿轮和变速箱	产能	120.80	120.80	120.80	120.80
	产量	21.46	15.30	15.51	4.43
	产能利用率	17.76	12.67	12.84	3.7%
	销量	19.97	15.45	17.92	5.31
	均价	235.16	303.97	235.94	245.36

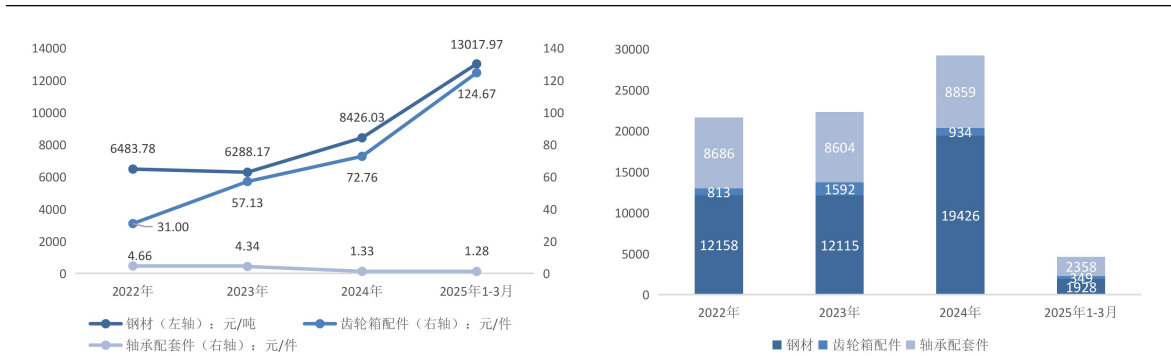
资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司大力拓展航空航天等高端市场及国内战略性新兴领域，产品溢价力提升，但受原材料钢材价格波动影响，2024 年机械制造业务毛利率有所下降

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。2024 年，公司机械制造业务毛利率为 38.32%，主要系原材料钢材价格波动影响所致。

图表 13 公司轴承制造主要原材料采购均价

图表 14 公司轴承制造主要原材料采购金额
(单位：万元)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁵ 产能利用率为年化数据。

贸易

公司贸易产品以石油化工产品为主，跟踪期内，公司贸易业务收入保持增长，但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，业务区域覆盖全国，重点区域包括华南、长三角、山东及大连。

跟踪期内，公司油品、化工及工矿产品贸易业务规模增长迅速。2024年，公司贸易额⁶同比增长10.90%，其中化工品贸易额从2023年的486.54亿元增至2024年的532.22亿元。同期，公司贸易业务毛利率为0.58%，较上年有小幅上升，但仍处于较低水平。2025年1~3月，公司贸易业务收入196.12亿元，同比上涨86.29%；毛利润为0.83亿元，毛利率为0.42%。

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 15 2024 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
第一名	32.67	5.45%	石油化工产品、聚氯乙烯、精对苯二甲酸、棉纱
第二名	26.05	4.35%	石油化工产品
第三名	22.63	3.78%	精对苯二甲酸、乙二醇、玉米、大豆
第四名	21.89	3.65%	石油化工产品
第五名	20.10	3.36%	石油化工产品
合计	123.34	20.59	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

销售方面，公司要求下游客户缴存一定比例的保证金以控制销售风险，如果贸易品价格波动较大，公司会根据实际情况提高保证金比例要求或者让下游客户补交保证金。对于出口业务，公司一般要求采用信用证结算，但对于交易量大、资信较好的老客户或已投保足额出口信用险、签订保理协议等的客户，获得相关权限批准后可采用其他结算方式。

图表 16 2024 年公司贸易业务前五大客户情况（单位：亿元）

客户名称	销售金额	销售金额占比	销售产品类型
第一名	92.70	15.39%	石油化工产品、精对苯二甲酸
第二名	36.32	6.03%	聚氯乙烯、精对苯二甲酸、乙二醇
第三名	35.41	5.88%	石油化工产品
第四名	31.58	5.24%	石油化工产品
第五名	25.30	4.20%	石油化工产品
合计	221.32	36.73%	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁶ 贸易额统计口径包括已实现贸易，但尚未开票的情况，因此与贸易收入不完全相同。

对外投资

公司通过参股的形式进行产业类项目投资，其中福化古雷盈利能力较弱，公司投资收益持续亏损，对净利润形成一定侵蚀

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2025年3月末，公司通过福化古雷间接持有福海创石化40.87%股权⁷。

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。2022年以来，福海创石化持续亏损，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，福海创石化的生产工艺能耗消耗比较大。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。未来古雷石化园区入驻企业增多后，福海创石化主要对园区内企业供货，预计未来将逐步减亏。

2024年及2025年1~3月，公司对福化古雷确认投资收益分别为-5.82亿元和-2.61亿元，对公司净利润形成一定侵蚀。福海创石化目前盈利能力较弱，导致2020年以来公司投资收益持续亏损，影响公司整体利润。东方金诚将持续关注福海创石化的成本控制能力和盈利能力，以及石化项目可能存在的环保及安全风险。

在建及拟建项目

古雷开发区是全国七大石化产业基地之一，是大陆唯一的台湾石化产业园区，公司承担古雷石化产业园区的投资和建设任务，跟踪期内，业务仍具有很强的区域专营性，未来伴随古雷石化园区入驻企业增多及中沙乙烯等项目投产，有望对公司利润形成一定补充

古雷开发区是全国七大石化产业基地之一，是大陆唯一的台湾石化产业园区。其中，子公司九古发展集团主要进行古雷石化园区基础设施开发、建设，并提供水务、管廊服务等公用工程综合配套服务，业务具有很强的区域专营性。“古雷乡村振兴精细化富民示范产业园一期”、“盐场项目”、“城乡供水一体化二期”等均由九古发展集团负责，分为两种模式。一种模式为合作开发：九古发展集团与古雷管委会签署《土地合作开发协议》，九古发展集团作为项目主体参与土地招拍挂，支付土地出让金，后续公司在该区域内进行土地平整、道路等基础设施建设，项目建设完成达到可使用状态后，按照原先政府规划，出让给招商引资企业。投入金额与转让项目确认收入金额的差异，由古雷管委会补偿。如“盐场项目”采用该模式投资；第二种模式为特许经营模式，九古发展集团负责项目前期的投资、建设，项目建设完成后，九古发展集团作为业主方负责园区的招商、运营，收入为租金收入。“古雷乡村振兴精细化富民示范产业园一期”项目采用该模式建设。未来伴随古雷石化园区入驻企业增多及中沙乙烯等项目投产，公司为园区内企业提供的水务、管廊服务、港口服务等配套化服务收入将相应增长，有望

⁷ 福化古雷持有福海创石化83.41%的股权。

对公司利润形成一定补充。

公司产业类项目投资、在建及拟建项目未来尚需投入金额较大，存在一定资本支出压力

公司在建项目主要为古雷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 2025 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资额 397.18 亿元⁸，已投资金额 121.42 亿元，未来尚需投资金额为 275.76 亿元，存在较大融资需求，公司未来可通过收回债权投资款项并用于古雷区配套设施工程建设。

同时，公司存在部分产业类项目投资，未来仍需一定规模资金。1) 福海创原料适应性技改项目⁹，该项目总投资额 86.88 亿元，截至 2025 年 3 月末项目已投资额 56.02 亿元。其中漳州市九龙江集团有限公司需投资 12.65 亿元，截至 2025 年 3 月末公司已投资额 8.68 亿元；2) 中沙（古雷）项目¹⁰，该项目总投资 448 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司未来仍需出资约 18.82 亿元；3) 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、福化古雷、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。另外，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，合计总投资额为 44.80 亿元，资金来源于公司自筹，项目建设期为 3 至 5 年，项目尚在建设阶段，未来尚需投资投入较大金额。

总体来看，公司以参股形式进行的产业类项目投资、在建及拟建项目未来尚需投入金额较大，存在一定资本支出压力。

图表 17 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	已投资/总投资	后续投资计划		
				2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年
古雷乡村振兴精细化富民示范产业园一期	1257600.00	431711.48	34.33%	58700.00	150000.00	150000.00
盐场项目	500000.00	332019.42	66.40%	13700.00	127344.00	-
城乡供水一体化二期	110704.00	22591.73	20.41%	13000.00	8000.00	8000.00
中试基地一期工程项目	96800.00	2.63	0.00%	15997.37	40400.00	40400.00
古雷开发区农村生活污水收集与处理工程（二期）	77500.00	13118.14	16.93%	12204.86	52177.00	-
安商一体化项目	71700.00	24588.45	34.29%	25000.00	6500.00	6500.00
绿色发展及配套	1529500.00	221614.96	14.49%	77654.94	350000.00	150000.00
九龙江医院项目	328000.00	168512.23	51.38%	61621.12	-	-

⁸ 详见附件五。

⁹ 福海创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。该项目主要建设内容涉及 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。项目建设期为 2022 年~2025 年，建设期为 3 年。

¹⁰ 中沙（古雷）项目以九龙江集团（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，该项目预计总投资 421.77 亿元。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 140.60 亿元，其中公司出资约为 33.75 亿元。

图表 17 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	已投资/总投资	后续投资计划		
				2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年
合计	3971804.00	1214159.04	30.57%	277878.29	734421.00	354900.00

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，跟踪期内，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值仍较高

上市子公司片仔癀药业主要负责公司药业业务运营。截至 2025 年 3 月末，公司持有片仔癀药业 309522643 股，占其总股本的 51.30%，其中公司将其持有的 58680000 股质押给人保资本投资管理有限公司，占持有股份比例为 18.96%。另外，公司将其持有的约 2163 万股片仔癀股票作为入池资产¹¹。若扣除以上部分股份，以 2025 年 3 月末收盘价计算，公司未质押片仔癀药业股权市值约为 463.58 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 2025 年 3 月末，公司持有龙溪股份 151233800 股，占其总股本的 37.85%，股权未质押，市值为 27.40 亿元。

公司 2022 年收到片仔癀药业分红 3.52 亿元；2023 年收到片仔癀药业分红 3.62 亿元，收到龙溪股份现金分红 0.00 亿元；2024 年收到片仔癀药业分红 10.05 亿元，收到龙溪股份分红 0.19 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值较高。

公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构，管理层级清晰

公司建立了较为完善的法人治理结构，管理层级清晰。公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，其成员由漳州市国资委委派。2025 年 1 月 27 日，公司发布公告称，根据《漳州市人民政府国有资产监督管理委员会关于深化国有企业监事会改革有关事项的通知》（漳国资发改〔2024〕22 号），公司不再设监事会，相关职权调整至董事会下设审计委员会执行。

公司从内部环境、控制程序等方面对公司进行管理控制，涵盖公司经营活动全过程。公司内部管理包括对货币资金、筹资、实物资产、成本费用、对外投资、担保等经济业务活动的控制。公司对子公司的管理制度主要体现在对子公司的人事任免决策与绩效考核上，同时公司对子公司的财、物方面进行监督。公司投融资管理主要由投资部、融资部负责，公司下属子公司投资行为实行专业管理和逐级审批制度，权属企业无权批准对外投资，属重大投资行为严格按照“三重一大”事项的决策要求报公司本部审核，在公司本部履行相关程序并获批准后方可实施。

公司未来将继续承担医药、机械制造业和基础设施及市政府批准的其他重大项目投资、建设与管理任务

¹¹ 根据《漳州市九龙江集团有限公司关于 21 九龙江 MTN002（绿色）增加入池资产的公告》，公司将片仔癀股票作为入池资产，在 21 九龙江 MTN002（绿色）”等债务融资工具存续期间仅作为该债务融资工具偿债资金来源，以保障入池资产的价值应覆盖该债务融资工具本息的约定倍数。

在公司发展战略方面，未来公司将继续承担医药、机械制造业和基础设施及市政府批准的其他重大项目投资、建设与管理任务。在药业业务方面，公司构建以传统中药生产为龙头，以保健药品、保健食品、功能饮料和特色功效化妆品、日化产品为两翼，以药品流通为补充的健康产业集团，把片仔癀打造成拥有厚重中医药文化价值的健康养生品牌，另外，片仔癀及时响应国家“碳中和”和“双碳”的国家战略，积极推动企业低碳转型，制定了《能源管理手册》、《能源评审控制程序》、《能源运行控制程序》、《能源绩效监视测量和分析控制程序》等多项制度，形成完善的能源管理体系；在机械制造业务方面，公司将以创新驱动发展，立足高端制造，构建核心竞争力，围绕提质与增效，调整优化业务布局，推进转型升级，继续开发航空航天等领域新产品；在资金管理方面，公司将继续通过古雷开发区、漳州高新区的建设与投资推动漳州市新增长区域发展。

公司以资本投资为核心，资本运作与产业培育双轮驱动，重点服务古雷开发区、漳州高新区及市委市政府战略或重大专项计划，发展优势产业和战略性新兴产业，推动产业聚集和转型升级，提升国有资本控制力、影响力和抗风险能力，做强做优做大国有资本。

财务分析

财务质量

公司提供了 2024 年合并财务报告和 2025 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 2024 年财务数据进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2025 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2025 年 3 月末，公司纳入报表合并范围主要全资及控股子公司 9 家。

资产构成与质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构以非流动资产为主，其中债权投资占比较高，投资规模仍较大

跟踪期内，公司资产总额保持增长，资产结构以非流动资产为主。截至 2025 年 3 月末，公司资产总额中非流动资产占比为 63.62%。

公司流动资产有所波动。2024 年末，流动资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、存货和应收账款等构成。货币资金主要是银行存款，2024 年末货币资金同比下降 11.56%至 114.64 亿元。公司一年内到期的非流动资产以一年内到期的债权投资为主，规模较大，2025 年 3 月末占公司流动资产的 21.71%。公司其他流动资产以结构性存款等理财产品为主，跟踪期内波动下降。

公司存货主要为药业、机械制造业务生产所需原材料、库存商品和开发成本等，2024 年存货同比增长 95.91%，主要系片区开发和基础设施建设导致开发成本增加，同时贸易原材料增加所致。2025 年 3 月末进一步增长。2024 年公司存货周转率为 7.00 次，较上年下降 3.29 次，周转效率下降。随着贸易业务规模扩大，公司应收账款增长较快，2024 年末公司应收账款账面价值为 42.55 亿元，1 年以内占比 97.401%，前五大欠款方期末余额 23.02 亿元，合计占比为 54.10%，其中对浙江恒逸集团有限公司应收款项 7.82 亿元，对漳州圆山发展有限公司应收账款余额为 7.57 亿元，对绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司应收款项 4.18 亿元；伴随公司业务持续发展，

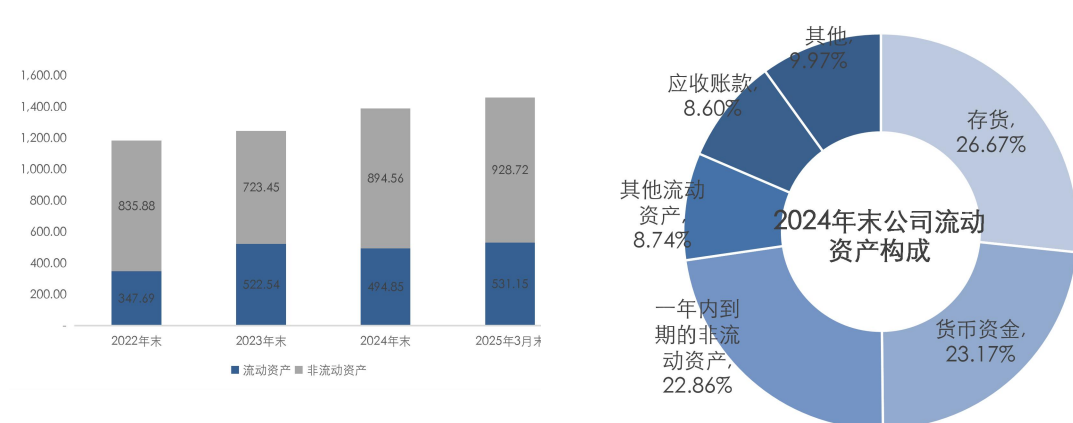
2025年3月末公司应收账款进一步增至47.27亿元。

2024年末，公司非流动资产同比上涨23.65%，主要由债权投资、在建工程、其他非流动资产、固定资产和长期股权投资为主，其中债权投资占非流动资产比重达31.71%。债权投资由资金管理业务产生，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，2024年末因部分债权投资因即将到期转入一年内到期的非流动资产，债权投资下降至283.68亿元；2025年3月末债权投资规模变化不大。

2024年末，公司在建工程同比上升63.08%，主要系新增“漳州‘中国女排娘家’基地腾飞片区建设”、“漳州南湖温泉酒店”、“其他零星工程（文旅康养）”等项目，同时重点项目“炼化一体化二期”、“天辰项目”等当期投入较多所致；2025年3月末，在建工程进一步增长。公司其他非流动资产包括土地开发成本、预付工程款、项目合作款、定期存单等，2024年末同比增长68.90%，主要系土地开发成本、预付工程款、项目合作款、定期存单规模增幅较大所致。其中，定期存单余额较2023年末新增25.96亿元，主要系片仔癀一年期以上的定期存款增加所致。土地开发成本、预付工程款、项目合作款主要系公司参与古雷区土地开发建设所计金额。此类土地完成建设后将出售给入驻企业，并由古雷区管委会根据入驻企业税收贡献补偿差额资金。固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，近年账面价值波动上涨。2024年末，固定资产账面价值同比增长48.47%，主要系漳州市文旅康养集团有限公司等并表所致；2025年3月末，固定资产规模变动不大。

公司长期股权投资主要为对福化古雷、漳州水仙药业有限公司、福建同春药业股份有限公司、漳州兆赫房地产开发有限公司等联营企业的投资款。2024年，公司对福化古雷增资15.06亿元，同时新设“漳州圆山大健康产业投资基金合伙企业（有限合伙）”、“上海闽山生命健康科技合伙企业（有限合伙）”等基金并增资。另外，公司长期股权投资项目大部分利润尚未转正，当期权益法下确认的投资损益合计为-5.66亿元。截至2024年末，公司长期股权投资余额为58.13亿元，同比增长15.65%；2025年3月末，长期股权投资规模较年初变动不大。

图表 18 公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
存货	54.28	67.36	131.96	143.01
货币资金	102.67	129.62	114.64	108.66
一年内到期的非流动资产	57.23	115.30	113.10	115.29
其他流动资产	65.33	95.77	43.26	50.82

应收账款	22.37	33.68	42.55	47.27
流动资产合计	347.69	522.54	494.85	531.15
债权投资	471.89	305.45	283.68	285.86
在建工程	153.91	145.78	237.75	266.69
其他非流动资产	33.74	79.99	135.10	135.23
固定资产	30.19	44.45	65.99	63.70
长期股权投资	52.84	50.26	58.13	58.33
非流动资产合计	835.88	723.45	894.56	928.72
资产总额	1183.56	1245.99	1389.41	1459.88

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 2025 年 3 月末，公司受限资产 63.35 亿元，受限资产占资产总额的比例为 4.34%，占净资产比例为 13.25%。从股权质押方面来看，截至 2025 年 3 月末，公司持有上市子公司片仔癀药业 309522643 股，占其总股本的 51.30%，其中，公司将其持有的 5868.00 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 18.96%，股权质押登记日为 2021 年 12 月 3 日。

图表 19 截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	1.74	保证金、冻结资金等
应收票据	1.14	背书贴现未终止确认
无形资产	2.77	借款抵押
在建工程	23.81	借款抵押
固定资产	18.92	开具承兑汇票的担保资产、借款抵押、售后回租
投资性房地产	14.97	借款抵押
合计	63.35	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

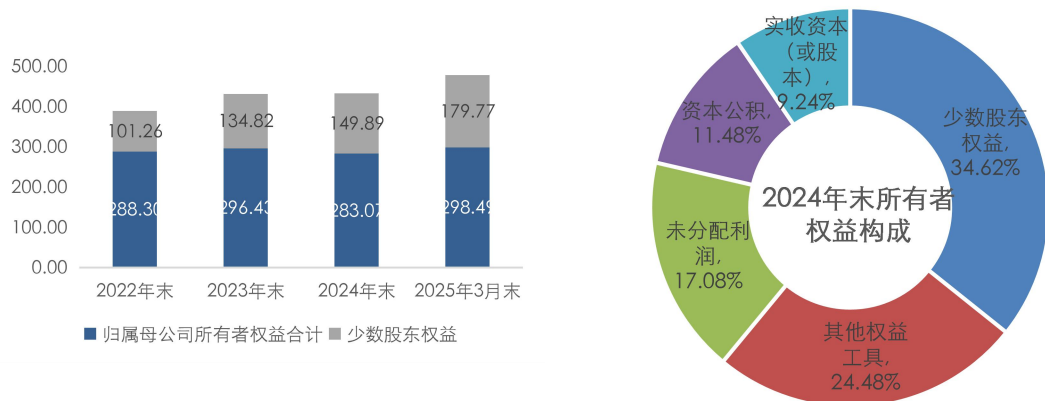
资本结构

跟踪期内，公司少数股东权益增加，未分配利润有所波动，所有者权益总体保持增长趋势

跟踪期内，公司所有者权益呈增长趋势，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。其中，公司实收资本未发生变化，均为 40.00 亿元。2024 年漳州市国有资本运营集团有限公司出表，部分企业并表，公司资本公积降至 49.70 亿元。其他权益工具主要为公司发行的永续债和资金信托计划等，跟踪期内受债券发行及到期赎回影响而有所波动。公司未分配利润其中 2024 年由于上缴国有资本金收益较多而小幅下降，2025 年 3 月末有所回升。由于归属于少数股东的损益增加，公司少数股东权益保持增长。

¹² 原人保资本投资管理有限公司。

图表 20 公司权益构成情况（单位：亿元）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
实收资本	40.00	40.00	40.00	40.00
资本公积	60.68	54.89	49.70	49.70
其他权益工具	113.90	110.98	106.00	117.00
未分配利润	60.20	76.27	73.94	78.60
少数股东权益	101.26	134.82	149.89	179.77
所有者权益	389.55	431.25	432.95	478.26

资料来源：公司提供，东方金诚整理

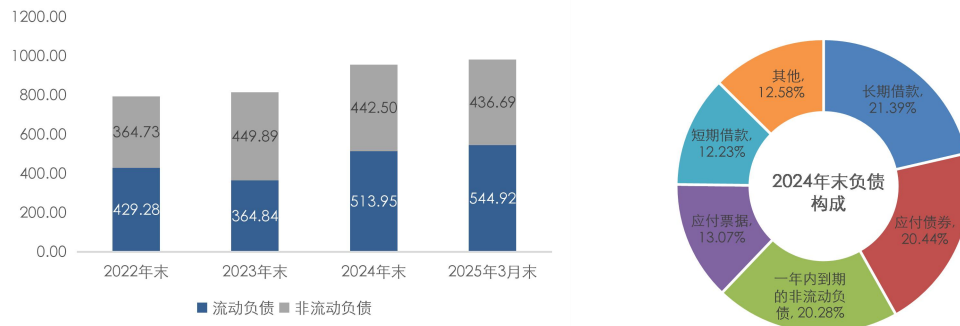
2024 年，公司对古雷港经开区债权投资资金进一步回流，未来随古雷港经开区发展，有望逐步实现债权投资的接续及退出，收回的本金计划用于古雷区项目投资建设运营，预计未来公司全部债务仍将保持较大规模

跟踪期内，公司负债规模有所增长，2025 年 3 月末流动负债和非流动负债占比分别为 55.51%和 44.49%，负债结构相对均衡。

2024 年末公司流动负债同比增长 40.87%，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。其中公司短期借款有所增长，以信用借款为主，主要用于补充营运资金和置换债务。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券和长期借款等，受新增债务及到期债务兑付影响而相应变动。2024 年末，公司一年内到期的非流动负债同比增长 107.92%。公司随着贸易规模扩大相应增加贸易付款，应付票据逐年上升。2024 年末公司应付票据中信用证 114.76 亿元、银行承兑汇票 10.13 亿元、商业承兑汇票 0.14 亿元。其他流动负债主要为短期应付债券、未终止确认的应收票据和待转销项税，近年波动下降，截至 2025 年 3 月末降至 5.37 亿元。

跟踪期内，公司非流动负债有所下降，主要由应付债券和长期借款构成。其中，公司长期借款呈增长趋势，截至 2025 年 3 月末达 221.75 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，以信用借款和保证借款为主。公司存续债券总额逐年增长，计入应付债券和一年内到期的非流动负债科目，跟踪期内，应付债券科目余额受新增债券及转入一年内到期的非流动负债科目影响而有所下降。

图表 21 公司负债总额构成情况（单位：亿元）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
一年内到期的非流动负债	117.81	93.28	193.94	187.13
应付票据	74.55	77.01	125.03	158.44
短期借款	163.51	89.80	116.99	140.51
其他流动负债	32.39	55.99	25.84	5.37
流动负债合计	429.28	364.84	513.95	544.92
长期借款	135.48	144.69	204.61	221.75
应付债券	205.78	275.21	195.54	169.84
非流动负债合计	364.73	449.89	442.50	436.69
负债总额	794.01	814.74	956.45	981.61

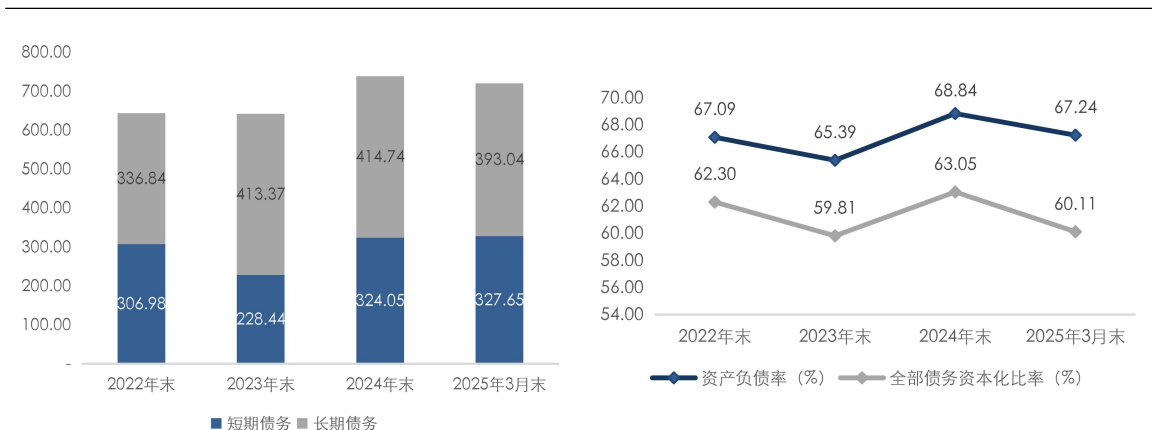
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司资金管理业务和古雷石化园区开发投资资金需求较大，债务规模逐年增加且规模较大，短期内到期债务规模较大。2024 年末，公司全部债务¹³规模为 738.79 亿元，同比上涨 15.11%，其中短期债务占比为 43.86%，存在一定债务集中偿付压力，资产负债率和全部债务资本化比率相应上升。2025 年 3 月末，公司全部债务为 720.69 亿元。

若考虑到计入权益中的其他权益工具的债务属性，2025 年 3 月末，公司全部债务规模为 837.68 亿元，资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至 75.25%和 69.87%。公司融资主要用于漳州古雷经开区开发、漳州圆山高新区开发和相关产业投资。2023 年起，公司对古雷港经开区债权投资资金开始回流，随着古雷港经开区的发展，逐步有序地实现债权投资的接续及退出。公司用于债权投资的债务预计收缩，收回的本金计划用于古雷区项目投资建设运营，预计未来公司全部债务仍将保持较大规模。

¹³ 此处全部债务为公司提供的全部有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债（有息）、其他流动负债（付息项）、长期借款、应付债券、长期应付款（付息项）和租赁负债。

图表 22 近年末公司全部债务及杠杆率情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2025 年 3 月末，公司对外担保余额 7.93 亿元，占净资产的 1.66%。其中公司对福海创石化担保余额 6.85 亿元、对福化古雷担保余额为 1.08 亿元，被担保企业均为参股企业。

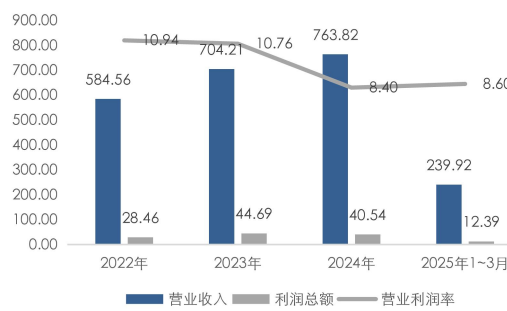
盈利能力

跟踪期内，公司营业收入随贸易业务规模扩大而同比增长，但药业、资金管理业务等毛利率下降，营业利润率有所下降，投资收益持续为负，对利润产生一定侵蚀

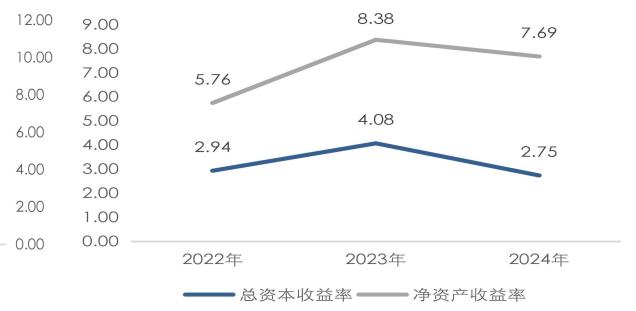
2024 年公司营业总收入 763.82 亿元，同比增长 8.46%，主要系贸易规模扩大所致。由于药业、资金管理业务等毛利率下降，营业利润率有所下降。期间费用同比下降，管理费用和销售费用占比较高。2024 年管理费用增长主要系文旅康养公司纳入合并范围所致。当期财务费用大幅下降，主要系资金管理业务的融资成本部分计入该业务成本，2024 年分配比例有所变动所致。近年公司期间费用占营业收入的比例不超过 5%，且随着营业收入增长逐年下降。受联营企业福化古雷亏损影响，公司投资收益持续为负。其他收益主要为政府补助。

2025 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 57.82%，毛利率同比下降 4.90 个百分点，期间费用率同比微降。同期，公司投资收益继续为负，利润总额同比下降 5.09%，净利润同比上升 1.35%。预计未来伴随经济回暖及片仔癀、龙溪股份新产品推出，公司盈利能力有望保持稳定。

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
期间费用	28.00	30.29	25.35	5.81
其中：销售费用	5.70	9.06	6.93	1.32
管理费用	7.07	7.87	10.72	2.25
研发费用	3.61	3.71	4.10	0.99
财务费用	11.62	9.65	3.59	1.25
投资收益	-7.40	-2.41	-1.87	-1.94
其他收益	2.37	2.39	4.57	0.10
利润总额	28.46	44.69	40.54	12.39

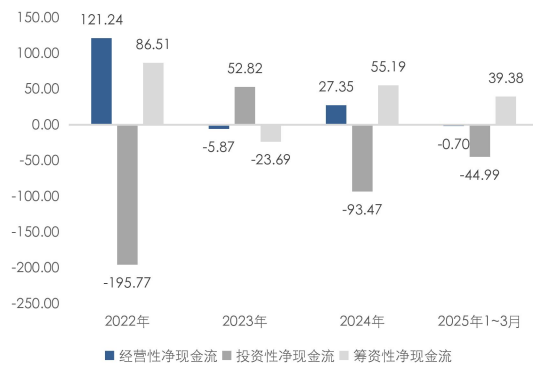
资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

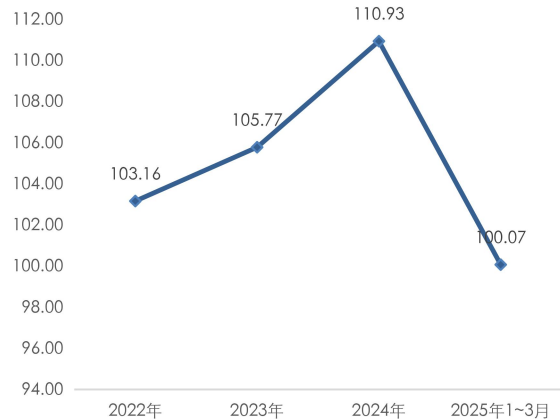
2024 年公司回收部分贸易款项，经营性现金流转为净流入，但公司对古雷开发区、圆山高新区的开发及相关产业投资规模较大，导致筹资活动前现金流为负，预计公司未来投资活动仍较多，对外部融资仍存在一定依赖

2024 年公司回收部分贸易款项，经营活动产生的现金流量净额由负转正。同期，公司现金收入比高于 1，整体获现能力尚可；2024 年投资活动较多，投资性净现金流转为负；筹资活动现金流因新增债务较多影响而转为净流入。预计公司未来投资活动仍较多，对外部融资仍存在一定依赖。

图表 25 公司现金流情况（单位：亿元）



图表 26 公司现金收入比（单位：%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

公司融资渠道畅通且备用流动性较为充足，所持片仔癀、龙溪股份两家上市子公司未质押股份市值仍较高，变现能力强，财务弹性仍较好

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率和速动比率波动下降，主要系 2024 年购买土地导致存货增长较快。公司经营现金流动负债比随经营现金流而相应变动，2024 年经营性净现金流由上年净流出转为净流入，经营现金流动负债比相应回正。截至 2025 年 3 月末，公司未受限货币资金为 106.92 亿元，短期债务为 327.65 亿元，货币资金对短期债务保障程度有限。

2024 年，公司 EBITDA 为 47.65 亿元，同比小幅下降。EBITDA 利息倍数有所增长，对利息保障程度较好。全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 对债务本金保障能力有限。

截至 2025 年 3 月末，公司（合并）短期债务为 327.65 亿元，2024 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 28.18 亿元。2024 年公司经营性净现金流为 27.35 亿元，投资性净现金流为-93.47 亿元，筹资活动前净现金流为-66.12 亿元。预计未来公司药业、机械制造、贸易等业务保持较好增长，对公司盈利提供支撑；公司资本支出主要为各类产业类投资，预计投资规模仍较大，公司筹资活动前净现金流对短期有息债务的保障程度仍较低。

公司本部方面，截至 2025 年 3 月末，公司本部短期债务¹⁴为 378.64 亿元，货币资金为 80.50 亿元；同期，公司本部未来一年到期的债券（含回售）本金为 81 亿元（包括计入其他权益工具的部分），2024 年公司本部分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 20.97 亿元。2024 年公司本部经营性净现金流为-15.17 亿元，投资性净现金流为-27.91 亿元，筹资活动前净现金流为-43.08 亿元。预计未来一年，公司本部的贸易等业务保持较好增长，但贸易的毛利率仍处于较低水平，可贡献利润有限，而债务主要积压在本部；公司本部资本支出主要为各类产业类投资，预计投资规模仍较大。预计公司本部 2025 年筹资活动前净现金流对短期有息债务的保障程度仍较低。

截至 2025 年 3 月末，公司共取得银行授信 818.22 亿元，未使用额度 390.05 亿元。同期

¹⁴ 包括短期借款、一年内到期的非流动负债。

末，公司持有片仔癀药业、龙溪股份未质押、未受限的市值合计为 490.98 亿元，变现能力强，财务弹性仍较好。

图表 27 公司偿债能力主要指标

指标名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
流动比率（%）	80.99	143.22	96.28	97.47
速动比率（%）	68.35	124.76	70.61	71.23
经营现金流动负债比（%）	28.24	-1.61	5.32	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	6.25	10.82	-
全部债务/EBITDA（倍）	16.04	11.39	15.50	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

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》（自主查询版），截至 2025 年 3 月 26 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。

外部支持

漳州市的经济财政实力很强，公司是漳州市政府重要的国有资本投资集团，跟踪期内，在政府补助、债务化解和开发区基础设施运营等方面持续得到股东及相关方面的有力支持

九龙江集团是漳州市政府重要的国有资本投资集团，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，在政府补助、债务化解、开发区基础设施运营方面等方面能够得到股东有力支持。

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，2024 年公司收到政府补助¹⁵4.31 亿元；税收优惠方面，片仔癀药业和龙溪股份被认定为高新技术企业，享受 15%企业所得税优惠。

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，未来有望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。2024 年，古雷区管委会获得政府化债款 29 亿元，并用于偿还九龙江集团债权投资，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面九龙江集团仍可得到股东有力支持。未来九龙江集团将继续承担医药、机械制造业和基础设施及市政府批准的其他重大项目投资、建设与管理任务，将继续通过古雷开发区、漳州高新区的建

¹⁵ 包括递延收益转入及直接计入其他收益的部分。

设与投资推动漳州市新增长区域发展，预计漳州市国资委对公司支持意愿极强。

抗风险能力及结论

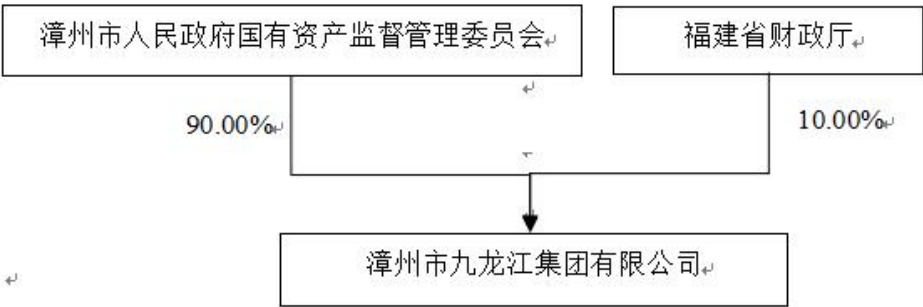
跟踪期内，漳州市经济持续增长，地区经济实力与财政实力仍很强，食品、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业体系进一步完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；古雷开发区是全国七大石化产业基地之一，是大陆唯一的台湾石化产业园区，公司承担古雷石化产业园区的投资和建设任务，跟踪期内，业务仍具有很强的区域专营性，未来伴随古雷石化园区入驻企业增多及中沙乙烯等项目投产，有望对公司利润形成一定补充；公司片仔癀产品是国家一级保护品种，公司拥有其独家生产权，品牌影响力强，药品市场地位高，2024年药业收入仍保持增长，业务获利能力仍很强；公司融资渠道畅通，子公司片仔癀药业和龙溪股份均为上市公司，未质押股份市值仍较高，财务弹性依然较好；公司是漳州市政府重要的国有资本投资集团，着力服务古雷开发区、漳州市高新区，承担市委、市政府批准的重点项目建设与投资任务，跟踪期内，能够持续在政府补助、债务化解和开发区基础设施运营等方面得到股东及相关方的有力支持。

同时，东方金诚关注到，跟踪期内，公司债权投资在资产中占比仍很高，且主要用于古雷开发区和圆山高新区的投资支出，投资规模仍较大；公司股权投资项目福化古雷盈利能力仍较弱，导致投资收益持续为负，对利润形成一定侵蚀；公司全部债务有所增长且规模较大，存在一定债务集中偿付压力，同时在建及拟建项目未来尚需投入较大金额，仍存在一定资本支出压力。

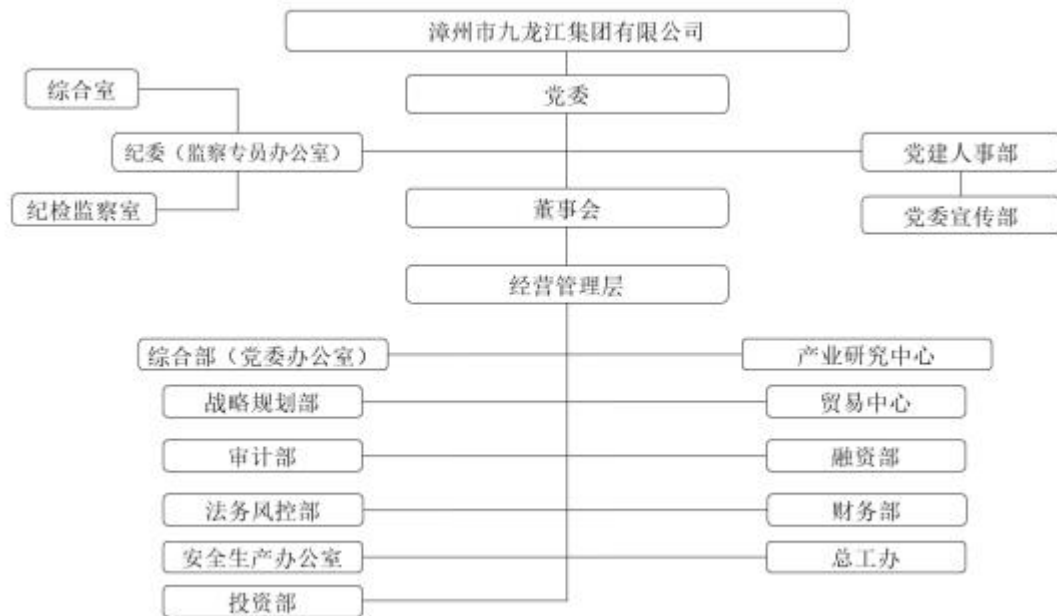
外部支持方面，公司是漳州市政府重要的国有资本投资集团，着力服务古雷开发区、漳州市高新区，承担市委、市政府批准的重点项目建设与投资任务，能够在政府补助、债务化解和开发区基础设施运营等方面得到股东及相关方的有力支持。

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“19漳九03”、“20九龙江MTN004”、“22九龙江MTN001”、“22九龙江MTN002”、“23漳九Y1”、“23漳九Y2”、“24漳九Y1”、“24漳九Y2”、“24九龙江MTN001A”、“24九龙江MTN001B”、“24九龙江MTN003”、“25九龙江MTN001”债项信用等级为AAA。

附件一：截至 2025 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2025 年 3 月末公司组织架构图



附件三：近年公司合并范围变化情况

年份	名称	所属行业	持股比例	状态
2022	漳州信息产业集团有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	70%	新纳入合并范围
2023	漳州国药房地产有限公司	房地产开发	企业注销	不再纳入合并范围
	渤海信托-2023 信福九龙江集合资金信托计划、渤海信托-2023 九龍 1 号集合资金信托计划、渤海信托-2023 九龍 2 号集合资金信托计划、中信信托·鸿楹 9 号福建漳九贷款集合资金信托计划 ¹⁶	--	--	新纳入合并范围
	漳州市国有资本运营集团有限公司 ¹⁷	金融投资及资产管理	0%	不再纳入合并范围
	漳州市文旅康养集团有限公司	旅游服务业	100%	新纳入合并范围
	漳州信息产业集团有限公司 ¹⁸	信息传输、软件和信息技术服务业	0%	不再纳入合并范围
2024	漳州信产投资有限公司 ¹⁹	创业投资	70%	新纳入合并范围
	九龙江国际有限公司	销售	新设，100%	新纳入合并范围
	漳州市九龙江闽台润信石化产业基金合伙企业（有限合伙）、中信信托·鸿楹 58 号固定收益类信托计划、兴业信托·枫岚 M015（漳州九龙江）（1 号）集合资金信托计划、兴业信托·枫岚 M015（漳州九龙江）（2 号）集合资金信托计划、兴业信托·枫岚 M015（漳州九龙江）（3 号）集合资金信托计划	-	-	新纳入合并范围

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁶ 根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》，将本公司作为主要责任人的结构化主体纳入合并报表范围。

¹⁷ 2024 年 1 月 30 日，根据漳州市人民政府国有资产监督管理委员会漳国资产权〔2024〕8 号《漳州市国资委关于进一步优化调整漳州市文旅康养集团有限公司和漳州市国有资本运营集团有限公司股权关系的通知》，同意将本公司持有 100% 股权的漳州市国有资本运营集团有限公司划转给漳州市财政局，同意将漳州市国资委持有的漳州市文旅康养集团有限公司 100% 股权划转给本公司。漳州市文旅康养集团有限公司自 2024 年 1 月起纳入合并范围。

¹⁸ 公司与福建漳州发展股份有限公司（以下简称漳州发展）根据漳州市委、市政府及漳州市国资委关于国有企业结构布局优化提升的有关精神，签订《股权转让协议书》，将本公司持有的漳州信息产业集团有限公司（以下简称信产集团）70% 的股权转让给漳州发展，对被转让企业进行评估的基准日定为 2024 年 9 月 30 日，自评估基准日起至上述转让股权交割日止为过渡期，过渡期损益归本公司所有。

¹⁹ 根据漳州市人民政府国有资产监督管理委员会漳国资产权〔2024〕55 号《漳州市国资委关于市属国有企业结构布局优化提升有关事项的通知》，将信产集团持有的漳州信产投资有限公司 70% 股权划转给漳州市九龙江集团有限公司，划转完成后，委托信产集团经营管理。

附件四：截至 2025 年 3 月末，公司合并范围直接控股子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
漳州片仔癀药业股份有限公司	60331.72	51.30
漳州片仔癀资产经营有限公司	200000.00	100.00
福建龙溪轴承（集团）股份有限公司	39955.36	37.85
厦门芴江进出口有限公司	50000.00	100.00
漳州市文旅康养集团有限公司	317850.00	100.00
漳州九龙江圆山集团有限公司	350000.00	100.00
漳州九龙江古雷发展集团有限公司	238230.00	78.08
漳州信产投资有限公司	10000.00	70.00
九龙江国际有限公司	14217.60	100.00

资料来源：公司提供、东方金诚整理

附件五：截至 2025 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	账面余额	建设主体	建设周期	总投资	已投资
古雷乡村振兴精细化富民示范产业园一期	382512.84	漳州九龙江古雷园区投资有限公司	2022-2027	1257600.00	431711.48
盐场项目	321756.07	漳州九龙江古雷发展集团有限公司	2022-2026	500000.00	332019.42
城乡供水一体化二期	12491.61	漳州市古雷水务发展有限公司	2020-2028	110704.00	22591.73
中试基地一期工程项目	2.47	漳州九龙江古雷发展集团有限公司	2025-2027	96800.00	2.63
古雷开发区农村生活污水收集与处理工程（二期）	21119.85	漳州九龙江古雷发展集团有限公司	2023-2026	77500.00	13118.14
安商一体化项目	35513.12	漳州九龙江古雷发展集团有限公司	2023-2028	71700.00	24588.45
绿色发展及配套	107648.49	漳州九龙江圆山投资有限公司	2022-2026	1529500.00	221614.96
九龙江医院项目	143044.93	漳州九龙江医院有限公司	2022-2025	328000.00	168512.23

资料来源：公司提供、东方金诚整理

附件六：截至本报告出具日，公司已发行尚未兑付的债券及其他债务融资工具

单位：亿元、%、年

序号	债券简称	发行日期	期限	发行规模	票面利率	余额
1	25 漳九 Y2	2025-05-28	5+N	10.00	2.39	10.00
2	25 漳九 06	2025-04-03	10	13.22	2.57	13.22
3	25 漳九 02	2025-03-03	10	5.00	2.79	5.00
4	25 漳九 01	2025-03-03	5	5.00	2.29	5.00
5	24 漳九 06	2024-12-19	10	5.00	2.59	5.00
6	24 漳九 05	2024-12-19	5	10.00	2.10	10.00
7	24 漳九 04	2024-06-13	10	7.60	2.81	7.60
8	24 漳九 Y2	2024-04-15	5+N	16.00	2.88	16.00
9	24 漳九 Y1	2024-04-15	3+N	4.00	2.60	4.00
10	24 漳九 01	2024-01-10	5	24.40	2.94	24.40
11	23 漳九 Y2	2023-11-09	3+N	5.00	3.47	5.00
12	23 漳九 Y1	2023-09-19	3+N	15.00	3.60	15.00
13	23 漳九 03	2023-04-03	5	15.60	3.46	15.60
14	23 漳九 02	2023-03-02	5	20.00	3.70	20.00
15	22 漳九 06	2022-06-23	5	10.00	3.09	10.00
16	22 漳九 02	2022-01-14	7	5.00	3.55	5.00
17	19 漳九 03	2019-12-04	6	10.00	3.22	10.00
公募公司债券小计		-	-	180.82		180.82
18	25 漳九 04	2025-03-06	5	13.00	2.47	13.00
19	24 漳九 02	2024-03-01	3	20.00	2.80	20.00
20	23 漳九 01	2023-02-17	5	15.00	3.95	15.00
21	22 漳九 07	2022-11-10	5	10.00	2.98	10.00
私募公司债券小计		-	-	58.00		58.00
公司债券小计		-	-	238.82		238.82
22	25 九龙江 MTN002	2025-03-21	5+N	10.00	2.75	10.00
23	25 九龙江 MTN001	2025-02-27	5+N	10.00	2.52	10.00
24	24 九龙江 MTN003	2024-10-17	5+N	10.00	3.05	10.00
25	24 九龙江 MTN002	2024-08-14	5+N	10.00	2.43	10.00
26	24 九龙江 MTN001B	2024-07-17	15	4.00	2.74	4.00
27	24 九龙江 MTN001A	2024-07-17	10	6.00	2.64	6.00
28	23 九龙江 MTN005	2023-10-31	3+N	10.00	3.76	10.00

序号	债券简称	发行日期	期限	发行规模	票面利率	余额
29	23 九龙江 MTN004	2023-07-05	3+N	6.00	3.78	6.00
30	23 九龙江 MTN003	2023-05-05	5	4.00	3.30	4.00
31	23 九龙江 MTN002	2023-05-04	5	10.00	3.28	10.00
32	23 九龙江 MTN001A	2023-04-20	5	4.00	3.70	4.00
33	23 九龙江 MTN001B	2023-04-20	3	4.00	3.30	4.00
34	22 九龙江 MTN002	2022-10-25	3+N	10.00	3.29	10.00
35	22 九龙江 MTN001	2022-09-05	3+N	10.00	3.26	10.00
36	21 九龙江 MTN003	2021-06-17	5	1.00	4.50	1.00
37	21 九龙江 MTN002 (绿色)	2021-06-15	5	3.00	4.37	3.00
38	20 九龙江 MTN004	2020-10-16	5	11.00	4.40	11.00
债务融资工具小计		-	-	123.00		123.00
39	九龙江集团 4.2% N20260927	2023-09-27	3	21.30	4.20	21.30
40	九龙江集团 4.28% N20260428	2023-04-28	3	13.70	4.28	13.70
41	九龙江集团 4.7% N20250727	2022-07-27	3	5.00 亿美元	4.70	5.00 亿美元
其他小计		-	-	5 亿美元+35 亿人民币		5 亿美元+35 亿人民币
合计		-	-	5 亿美元+396.82 亿人民币		5 亿美元+396.82 亿人民币

资料来源：公开资料、东方金诚整理

附件七：公司主要财务数据及指标

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	1183.56	1245.99	1389.41	1459.88
所有者权益（亿元）	389.55	431.25	432.95	478.26
负债总额（亿元）	794.01	814.74	956.45	981.61
短期债务（亿元）	306.98	228.44	324.05	327.65
长期债务（亿元）	336.84	413.37	414.74	393.04
全部债务（亿元）	643.82	641.81	738.79	720.69
营业收入（亿元）	584.56	704.21	763.82	239.92
利润总额（亿元）	28.46	44.69	40.54	12.39
净利润（亿元）	22.44	36.16	33.29	10.56
EBITDA（亿元）	40.14	56.35	47.65	13.98
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	121.24	-5.87	27.35	-0.70
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-195.77	52.82	-93.47	-44.99
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	86.51	-23.69	55.19	39.38
毛利率（%）	11.31	11.10	8.66	8.83
营业利润率（%）	10.94	10.76	8.40	8.60
销售净利率（%）	3.84	5.13	4.36	4.40
总资本收益率（%）	2.97	4.11	2.98	-
净资产收益率（%）	5.76	8.38	7.69	-
总资产收益率（%）	1.90	2.90	2.40	-
资产负债率（%）	67.09	65.39	68.84	67.24
长期债务资本化比率（%）	46.37	48.94	48.93	45.11
全部债务资本化比率（%）	62.30	59.81	63.05	60.11
货币资金/短期债务（%）	33.44	56.74	35.38	33.16
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-11.58	7.32	-8.95	-6.34
流动比率（%）	80.99	143.22	96.28	97.47
速动比率（%）	68.35	124.76	70.61	71.23
经营现金流动负债比（%）	28.24	-1.61	5.32	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	6.25	10.82	-
全部债务/EBITDA（倍）	16.04	11.39	15.50	-
应收账款周转率（次）	-	25.13	20.04	-
销售债权周转率（次）	-	20.88	15.86	-
存货周转率（次）	-	10.29	7.00	-
总资产周转率（次）	-	0.58	0.58	-
现金收入比（%）	103.16	105.77	110.93	100.07

附件八：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)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金短债比 (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+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+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

附件九：企业主体及中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。

短期债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进行微调。