

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 680 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持漳州市九龙江建设有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“12九龙江MTN1”、“12九龙江MTN2”、“12九龙江MTN3”、“13九龙江MTN1”、“14九龙江MTN001”AA的信用等级,维持“13九龙江CP002” A-1的信用等级。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一四年五月二十七日

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

漳州市九龙江建设有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 九龙江 CP002	12 亿元	2013/11/26-2014/11/26	A-1	A-1
12 九龙江 MTN1	6 亿元	2012/5/23-2017/5/23	AA	AA
12 九龙江 MTN2	6 亿元	2012/11/21-2015/11/21	AA	AA
12 九龙江 MTN3	6 亿元	2012/11/21-2017/11/21	AA	AA
13 九龙江 MTN1	4 亿元	2013/5/27-2018/5/27	AA	AA
14 九龙江 MTN001	3 亿元	2014/3/25-2019/3/25	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 5 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.79	9.18	22.26	23.16
资产总额(亿元)	98.09	159.54	215.44	211.11
所有者权益合计(亿元)	66.92	72.43	80.53	81.40
长期债务(亿元)	3.52	32.37	75.73	81.73
全部债务(亿元)	17.30	70.41	117.12	113.03
营业收入(亿元)	23.39	23.07	25.39	7.25
利润总额(亿元)	4.34	5.49	8.10	1.69
EBITDA(亿元)	5.30	8.48	15.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	2.87	2.40	-67.65
营业利润率(%)	33.17	38.06	37.11	38.11
净资产收益率(%)	5.48	6.46	8.23	--
资产负债率(%)	31.77	54.60	62.62	61.44
全部债务资本化比率(%)	20.54	49.29	59.26	58.13
流动比率(%)	123.44	67.24	110.07	132.65
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	8.31	7.68	--
经营现金流动负债比(%)	10.67	5.93	4.51	--

注: 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

张露雪 叶青

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 漳州市地区经济发展良好, 整体经济实力和财政实力有所增强。漳州市九龙江建设有限公司(以下简称“公司”)作为漳州市经营性产业类国有大中型企业, 在漳州市基础设施建设发展中的重要地位和作用, 在中药行业及关节轴承行业继续保持业内领先地位, 政府对公司的基础设施建设项目支持力度较大。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 随着所投资项目的推进而带来的债务规模上升, 以及资产中商誉占比较大等因素, 对公司发展及偿债能力可能造成的负面影响。

公司将继续强化在片仔癀药业及轴承产业方面的经营优势, 完善产业链, 公司收入规模及资产规模有望稳步增长, 对信用水平形成有效支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持漳州市九龙江建设有限公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 九龙江 MTN1”、“12 九龙江 MTN2”、“12 九龙江 MTN3”、“13 九龙江 MTN1”、“14 九龙江 MTN001” AA 的信用等级, 维持“13 九龙江 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为漳州市经营性产业类国有大中型企业, 在优质资产注入、财政资金支持等方面获得政府支持力度较大。
2. 公司拥有的两家上市公司均在行业内处于领先地位, 资产质量较好, 营业利润率较高。
3. 基于政府的大力支持, 以及存续期债务错期兑付, 存续期债券安全性较高。

关注

1. 跟踪期内, 公司资产中商誉和无形资产占比较大, 一定程度上影响公司资产流动性和质量。
2. 跟踪期内, 公司债务规模快速增长, 短期债

- 务占比较高，债务结构有待改善。
3. 跟踪期内，公司持有至到期投资金额增长较快，目前古雷开发区尚处于前期投资阶段，该项资金回收存在一定的不确定性。
 4. 公司对外担保比率高，存在一定或有负债风险。
 5. 2014 年一季度，公司与兴业银行设立古雷石化产业基金 67.50 亿元，并通过委托贷款形式发放给古雷公司，该笔款项未在公司 2014 年一季度资产负债表中体现，账务处理有待规范。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与漳州市九龙江建设有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与漳州市九龙江建设有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因漳州市九龙江建设有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由漳州市九龙江建设有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于漳州市九龙江建设有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

漳州市九龙江建设有限公司（以下简称“公司”）是由漳州片仔癀集团公司改制而成，根据漳州市人民政府国有资产监督管理委员会，漳国资发改【2010】70号《关于同意漳州片仔癀集团公司改制为漳州市九龙江建设有限公司的批复》，及漳国资产权【2010】42号《关于同意漳州片仔癀集团公司净资产处置的批复》，2010年12月31日将经评估净资产44.46亿元中的20亿元人民币作为公司注册资本，其他作为公司资本公积。2011年3月27日，漳州片仔癀集团公司更名为漳州市九龙江建设有限公司。截至2013年底，公司注册资本20亿元，最终实际控制人为漳州市人民政府国有资产管理委员会。

公司经营范围：基础设施建设、房地产开发与经营；对工业农业、建筑业、制造业、第三产业的投资；建筑材料、普通机械、电器设备、汽车零部件、金属材料、铝塑制品、日用化学品、包装材料及制品的批发零售；土地收储；自营和代理商品及技术的进出口。

公司下设人力资源部、财务部、审计部、综合管理部、投资发展部五个职能部门。截至2013年底，公司纳入合并范围的子公司共7家，其中包括2家上市公司，即漳州片仔癀药业股份有限公司（以下简称“片仔癀药业”，股票代码600436，截至2014年3月底，公司持股比例为59.51%¹）和福建龙溪轴承（集团）股份有限公司（以下简称“龙溪股份”，股票代码600592，截至2014年3月底公司持股比例为37.85%）。

¹根据片仔癀2014年第一季度报告，公司本部持股比例为57.92%，通过下述子公司漳州市国有资产投资经营有限公司间接持股0.50%，合计持股比例为58.42%，差额（1.09%）为公司持有的片仔癀库存股。

2013年，龙溪股份以非公开发行方式向特定投资者发行9955.3571万股人民币普通股（A股）股票，共募集资金6.69亿元。2013年，片仔癀药业向全体股东配股20884589股，发行价为每股37.14元，扣除承销费等，公司募集资金净额为人民币7.52亿元。

截至2013年底，公司资产总额为215.44亿元，所有者权益合计80.53亿元（其中少数股东权益26.65亿元）；2013年公司实现营业收入25.39亿元，利润总额8.10亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为211.11亿元，所有者权益合计81.40亿元（其中少数股东权益26.95亿元）；2014年1~3月公司实现营业收入7.25亿元，利润总额1.69亿元。

公司注册地址：漳州市芗城区上街1号片仔癀综合大楼18层；法定代表人：刘建顺。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增

速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非

公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容

涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济环境

公司作为漳州市国有资产运营主体，一方面参与漳州市基础设施投资建设，一方面参与下属上市公司的运营。

(1) 区域政策

2009年4月，国务院正式颁布《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》（文件号国发【2009】24号）。“海峡西岸经济区”是一个以福建省为主体，包括浙江、广东、江西三省部分地区的区域经济综合体。根据《2009-2015年福建省交通物流发展专项规

划》，交通物流业应在海峡西岸经济区建设中发挥先行作用。港口、高速公路、运输枢纽站等将成为重点发展领域。

漳州作为海西骨干地区，是台胞主要祖籍地、台湾文化主要发祥地和台商投资集中区。2009年8月，漳州市发布漳州市贯彻落实《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》加快推进“海西建设、漳州先行”的实施方案。方案决定，加快构建现代化基础设施体系，把漳州建设成为海峡西岸港口大都市、工业强市，到2015年，地区生产总值接近或达到3000亿元，人均地区生产总值接近或达到全省平均水平，财政总收入力争超过300亿元。

国家及相关部门各项促进海西经济区发展经济策略的逐步推出，标志着海西经济区建设正式上升为国家战略，为漳州未来区域发展提供了较大的发展机遇。

(2) 漳州市概况

漳州隶属福建省，东濒台湾海峡，东北与泉州和厦门接壤，西北与龙岩相接，西南与广东的潮州毗邻。下辖两个市辖区（芗城区，龙文区）、1个县级市（龙海市）、8个县（漳浦县，平和县，东山县，长泰县，华安县，诏安县，云霄县，南靖县），总人口498万人。

近年来，漳州市经济总体保持了较为快速的发展态势，近五年GDP增速均保持在10%以上。2013年漳州市地区生产总值2236.02亿元，比上年增长11.5%。其中，第一产业增加值345.53亿元，增长4.8%；第二产业增加值1091.71亿元，增长15.3%；第三产业增加值798.78亿元，增长9.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为15.5%，第二产业增加值比重为48.8%，第三产业增加值比重为35.7%。人均地区生产总值45494元，增长10.5%。

从漳州市工业发展情况来看，近年来，漳州工业经济持续较快增长，规模总量快速壮大。2013年全部工业增加值917.31亿元，比上年增长14.2%，其中规模以上工业增加值增长15.6%。

近年来，漳州市投资大幅增长，固定资产

投资增幅位居全省首位。2013年全年全社会固定资产投资1761.48亿元，比上年增长18.5%。其中，固定资产投资（不含农户）1713.26亿元，增长18.6%；农户投资48.21亿元，增长12.6%。

根据漳州市财政局提供的数据，2013年漳

州市一般预算本级收入为155.00亿元，其中，税收收入占79.35%，收入结构较稳定；全市综合财力为426.67亿元。2013年底，漳州市地方政府债务为167.58亿元，债务率为39.28%。整体看，漳州市整体财政实力较强，地方债务负担较轻。

表1 2013年漳州市地方政府性债务与综合财力表

地方债务（截至2013年12月底）	金额	综合财力	金额
（一）直接债务余额	1667699	（一）地方一般预算本级收入	1550000
1、外国政府贷款	493	1、税收收入	1230000
2、国际金融组织贷款	20981	2、非税收入	32000
3、国债转贷资金	28079	（二）转移支付和税收返还收入	1072700
4、农业综合开发贷款	7772	1、一般性转移支付	450000
5、解决地方金融风险专项借款	42087	2、专项转移支付	550000
6、国内金融机构借款	976679	3、税收返还	72700
7、债券融资	149000	（三）国有土地使用权出让收入	1575930
8、粮食企业亏损挂账	7092	1、国有土地使用权出让收入	1517800
9、向单位、个人借款	952	2、国有土地收益基金	49140
10、拖欠工资和工程款	67203	3、农业土地开发资金	8990
11、其他	367361	4、新增建设用地有偿使用费	
（二）担保债务余额	16152	（四）预算外财政专户收入	68090
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1675775	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4266720
债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）×100%			39.28%

资料来源：漳州市财政局。

总体来看,近年来漳州市的经济水平保持了快速的发展态势,对城市基础设施要求不断提高,随着漳州市的不断完善,其综合竞争实力逐步增强,发展前景良好。

2. 医药产业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一,医药行业关系国计民生,需求具有刚性,药品需求弹性普遍较小,因此医药制造业具有防御性特征,抵御经济周期风险的能力较强。此外,医药行业属于技术密集型行业,具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强,近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2011年、2012年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势,分别实现产值1.57万亿元、1.83万亿元,分别同比增长28.5%、21.7%。进入2013年,医药工业增速放缓生产开局平稳,增长态势得以延续,上半年医药工业总产值增幅回升,累计完成总产值1.03万亿元,同比增长21.6%,进入第三季度以来,增速有所放缓;前三季度累计完成总产值1.55万亿元,同比增长19.9%,增速比去年同期略下降0.3%。

2013年医药制造业实现主营业务收入21682亿元,同比增长17.9%;利润总额2197亿元,同比增长17.6%;销售收入利润率10.1%,与上年同期基本持平。其中中药饮片加工业销售收入利润率同比均提高4.32个百分点,利润同比增长30.89%;化学药品制剂销售收入利润率同比提高0.81个百分点,利润同比增长16.43%;生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低8.49个百分点,利润同比增长13.17%。

总体看,中国医药行业规模增长迅速,随着医疗改革体系逐渐成熟,中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

麝香是公司药品生产所需的重要原材料。麝香是一种常用的名贵中药材,是常用急救中成药的主要原料。麝香取自于麝,麝目前已被动物保护公约列为二类保护动物,其制成品的

生产和销售要遵守公约规定。近年来,由于多头经营麝香,出现竞相拍价抢购,不法分子掺杂掺假,走私活动猖獗等问题,麝资源也遭到严重破坏。据测算,五十年代中期全国约有麝300万头,现不足100万头。为了加强麝资源保护和麝香市场管理,根据《药品管理法》和《国务院关于严格保护珍贵稀有野生动物的通令》(国发【1983】62号)精神,国家严格禁止麝香走私行为。另外国务院规定中国药材公司在各省、自治区、直辖市指定麝香收购单位。收购单位凭国家医药管理局发给的“麝香收购许可证”到企业所在地工商行政管理机关办理登记或变更登记手续后,方可收购。“麝香收购许可证”由国家医药管理局制定,省、自治区、直辖市医药管理部门会同林业管理部门核发。麝香调拨合同由中国药材公司核准,按现行规定,向银行办理结算。对非麝香收购单位,银行不贷给麝香收购资金,单位也不得挪用其他资金收购麝香,收购的麝香,不得擅自动用,并按照《统计法》及国家医药管理局统计制度的有关规定,每月如实上报中国药材公司。

2005年,国家林业局、国家工商行政管理总局联合发布第三号公告,要求自2005年7月1日起,凡生产、销售的含天然麝香、熊胆粉成分的中成药全部实行中国野生动物经营利用管理专用标识制度。标记企业品种包括:北京同仁堂集团公司的安宫牛黄丸、上海雷允上药业有限公司和苏州雷允上药业有限公司的六神丸、厦门中药厂有限公司的八宝丹、漳州片仔癀药业股份有限公司的片仔癀。

3. 轴承行业

轴承属于机械基础件。轴承工业是技术密集型、资本密集型和劳动密集型相互兼容的产业,技术水平是轴承工业发展的重要因素。中国目前已建立较完备的轴承工业体系,形成较完整的研究开发体系。近年来,中国轴承工业得到快速发展,已成为轴承产量和销售额位居世界第三的轴承生产大国。但与世界轴承工业

强国相比，中国轴承也还存在较大差距，主要表现为高精度、高技术含量和高附加值产品比例偏低、产品稳定性差、可靠性低、寿命短等。

中国轴承已经形成了较大的经济规模。根据国家统计局的统计数据，2013年，中国轴承行业销售收入2490.12亿元，比上年增长11.80%。2013年，轴承行业累计出口47.57亿套，同比增长6.35%，累计出口金额34.00亿美元，同比增长7.87%。

目前中国轴承行业竞争激烈。从行业集中度来看，中国轴承行业长期低水平的重复建设形成的产业结构的深层次矛盾没有解决，致使产业集中度低的问题没有好转，CR10、CR30长期在30%、45%左右徘徊。大量小型企业的存在使得中国轴承行业集中度低，并直接导致了轴承市场的激烈竞争；同时，世界八大轴承公司都已在中国设厂并获得了国内销售渠道，使得中国轴承市场竞争更加激烈。

4. 柴油发动机行业

中国发动机的生产销售主要集中在车用及工程机械发动机市场，中国汽车产业近年来均保持了20%~30%的增长，从而带动了与之配套的车用发动机市场，而中国的工程机械行业在国家固定资产投资的拉动下，近年亦保持在20%左右的高速增长态势，为柴油机市场提供了强大的需求支持。进入2006年后，在商用车强劲增长的带动之下，柴油机产销两旺。2008年受金融危机影响柴油机增速有所减缓，2009年后在国家出台经济刺激政策和汽车产业调整和振兴规划后，中国汽车和工程机械市场销量大幅上涨，进一步带动柴油机的需求。2011年，由于汽车购置优惠政策退出、部分城市治堵限购政策实施等因素影响，使得中国汽车行业呈现增速回落趋势，2012年及2013年则逐步回升。2013年，汽车工业运行平稳，全年产销2211.68万辆和2198.41万辆，同比增长14.76%和13.87%。2013年全年国内车用发动机累计完成产销突破2000万台，分别为2040.71万台和

2025.00万台，比上年同期累计分别增长16.95%和16.19%。其中，车用柴油机累计完成356.31万台和358.16万台，比上年同期累计，产量增长11.88%，增幅下降0.5个百分点。柴油机供求市场产销增幅小幅度下降。

从行业集中度看，中国柴油机行业的集中度相对比较高，呈现多头垄断的态势。三至五家柴油机生产厂组成了行业第一梯队，而在15吨以上商用车领域，更是由三至五家柴油机生产厂完全垄断。而四缸的中轻机一直是中国发动机产业的弱项，且格局一直比较混乱，迄今，一直缺乏设计制造水平高、生产规模较大的领军企业，整体水平较低；四缸的重机领域，自主品牌产品借助各方面优势，在市场中占有主导地位，国外产品要进一步大幅提高市场份额的难度较大。六缸的重型机受近年重卡和工程机械市场的火爆增长影响，其发展速度和技术水平均处于国内外较高水平，且附加值高于中轻机。

整体看，一方面，中国柴油机市场上中轻型机面临的竞争将远远高于重型机的生产企业；另一方面，发动机与整车厂的关系一直影响其发展，已出现向两端发展和整合的趋势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是漳州市人民政府国有资产管理委员会下属的全资子公司。

2. 企业规模与竞争力

公司业务涵盖城市基础设施及产业项目的投资建设、药业经营、轴承及柴油机经营等。

在城市基础设施建设方面，公司主要职责是负责产业类基础设施投资。公司定位于漳州市经营性产业类国有大中型企业，未来将把自主经营的、有收益的产业类固定资产投资项目作为主要方向，并通过创新投融资模式、拓宽投融资渠道，为漳州市产业类项目投资筹措资金。公司目前在投资的疏港公路主干道属于漳

州市古雷港经济开发区的重点项目，是开发区产业发展的重要保证。古雷港经济开发区是国家级石化基地之一，是全国最大的PX项目。

公司药业主要由下属子公司片仔癀药业经营。片仔癀药业主要经营中成药生产和销售，是中成药行业50强，已有5个剂型通过GMP认证，主要产品为片仔癀，两度荣获国家质量金奖，并列入国家重要一级保护品种，片仔癀由公司独家生产，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。“片仔癀”被评为福建省著名商标，全国驰名商标。

轴承业务主要由下属子公司龙溪轴承经营。龙溪轴承主要生产经营关节轴承、圆锥滚子轴承、齿轮、变速箱及汽车配件，是国家火炬计划重点高新技术企业、国家创新型试点企业。“LS”被认定为中国驰名商标，产品广泛应用于国民经济个行业的各类机械设备，并为国防、科研等重要工程机国家重点工程项目配套，产品成功为上海磁悬浮列车、山下工程、中科院正负电子对撞机、神五、神六、神七、嫦娥一号等航天工程及大型现代建筑、桥梁等配套。龙溪轴承传里了全国唯一的关节轴承研究所和国家实验室认可的检测实验中心，建立了省级企业技术中心，成立了企业博士后科研工作站。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员无重大变动。公司人员素质基本能满足其经营需求。

4. 政府支持

目前政府对公司的支持主要体现为优质资产注入及财政资金支持。

(1) 资产注入

2013年11月18日根据福建省国资委《关于福建红旗股份有限公司32.61%股权无偿划转的函》（闽国资函企改〔2013〕449号）文件批复，将福建省机电（控股）有限责任公司持有的福建红旗股份有限公司3000万股（占总股本的32.61%，账面价值1389万元）无偿划拨给公司。

此次股权划转后，公司合计持有红旗股份52.72%股权，并全权委托子公司龙溪股份行使股东权力和表决权，公司享有分红权，不参与红旗股份公司的经营管理。

(2) 财政资金支持

公司改制后，将承担部分漳州市基础设施建设工作。目前公司确定的投资项目为疏港公路主干道及古雷港口陆域和加工物流区域（I区一期）填海造地工程项目。漳州市古雷经济开发区管委会计划以古雷经济开发区土地出让收益及古雷经济开发区可支配收入作为公司整体回报资金来源。

总体而言，古雷港经济开发区是漳州市重点投资建设区域，跟踪期内漳州市政府对公司的投资提供了较为有效的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

公司经营药业、轴承及酒店等业务，同时参与城市基础设施建设和投资。

1. 经营概况

2011~2013年，公司主营业务收入年复合增长4.00%。2012年，公司合并范围新增两家子公司，对营业收入的影响主要体现为销售商品部分增加柴油机销售收入，从而影响该类业务收入的可比性。2011年营业收入数据采取2012年追溯调整数。公司销售商品收入在2011年开始包含柴油机业务等商品销售。2013年，公司实现主营业务收入24.85亿元，较上年略有增长。2013年，公司药业继续保持稳定的增长速度，实现收入13.86亿元，在主营业务收入中的占比为55.77%。

公司药业收入为主要子公司片仔癀药品销售收入及日用品、化妆品销售收入；公司销售商品收入中包括轴承及柴油机等商品销售，

2011~2013年，公司销售商品部分变分别实现收入12.61亿元、10.88亿元和10.83亿元。其中，轴承业务由于受行业因素影响逐年下滑，根据上市公司公告，2011~2013年龙溪股份主营业务收入分别为8.16亿元、7.05亿元和6.68亿元。

2013年，公司酒店等其他业务实现收入0.16亿元，在主营业务收入中的占比较小。

从毛利率看，公司总体毛利率水平较高。

近年来，受部分药品连续提价的影响，公司药业毛利率2013年上升至54.79%；销售商品的毛利率略有波动，2013年为21.36%；酒店等其他业务的毛利率为43.05%。2013年，公司主营业务实现综合毛利润9.97亿元，毛利率为40.14%。

2014年1~3月，公司实现营业收入7.25亿元，较去年同期小幅增长2.81%。公司2014年一季度实现毛利率39.26%。

表2 2011~2013年公司收入及毛利率情况

	主营业务收入（亿元）			主营业务成本（亿元）			毛利率（%）		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
药业	10.20	11.68	13.86	5.55	5.49	6.26	45.60	53.03	54.79
销售商品	12.61	10.88	10.83	9.68	8.29	8.52	23.20	23.81	21.36
酒店等其他	0.16	0.16	0.16	0.06	0.06	0.09	61.98	61.55	43.05
合计	22.97	22.71	24.85	15.29	13.84	14.87	33.42	39.09	40.14

资料来源：公司审计报告。

注：1、2011年数据为2012年追溯调整数。2、销售商品部分包含轴承业务及柴油机等商品销售收入。3、子公司片仔癀药业及龙溪股份两家上市公司一季报未披露收入构成情况，因此无2014年1~3月公司主营业务收入构成情况。

药业

公司药业主要是中成药的生产及销售，并涉及少量化妆品生产业务；由其下属子公司片仔癀药业经营。

表3 片仔癀药业主营业务收入构成（单位：亿元、%）

	2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
药品	10.89	52.20	12.77	53.47
日用品、化妆品	0.79	64.33	1.08	70.39
食品	0.00	72.24	0.04	20.17
合计	11.68	53.03	13.90	54.69

资料来源：片仔癀药业2012年年报和2013年年报

注：2012年主营业务收入中有22.53万元的食物销售收入。

近年来，公司在质量保证、市场开拓、品牌宣传上力度较大，药业收入呈现不断增长趋势。2011年以来，医药行业利好政策相继出台，在良好的外部环境下，公司药业出现较大幅度的增长。2011~2013年，药业公司分别实现主

营业务收入10.20亿元、11.68亿元和13.86亿元。公司收入90%以上来自药品销售（包括销往医药生产行业及医药流通行业），其余来自片仔癀系列化妆品销售。在药品销售收入中，80%以上来自片仔癀系列药品销售。片仔癀在中药市场认可度较高，且公司拥有独家生产权，因此该系列药品在市场上具有较强竞争力。2013年，公司药品销售毛利率为53.47%；化妆品在营业收入中占比较小，但毛利率较高，达到70.39%。

2014年1~3月，片仔癀药业实现营业收入3.78亿元，同比增长11.77%，利润总额1.34亿元，同比增长4.30%，业绩持续向好。

2013年1月1日起，调高片仔癀出口销售价格，每粒平均上调6美元。片仔癀药业今后将根据主要原料状况相应调整产品价格。由于片仔癀配方的独特性，公司药业板块成本转嫁能力较强。

从客户集中度来看，2013年，片仔癀药业对前5名客户的销售金额合计3.81亿元，占全

部药品销售额的 27.28%。从地区分布看，公司生产的药品大部分销往国内市场，部分销往香港、澳门、印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、美国、加拿大等地。2013 年，公司实现境外收入人民币 2.70 亿元，占营业收入的 19.37%。

2013 年，片仔癀药业从原材料前 5 名供应商处采购的原材料合计 2.07 亿元，占公司总采

购金额的 24.13%，采购集中度较上年 12.57% 有所上升。总体看，片仔癀药业原材料采购渠道较广泛。

轴承

公司轴承业务主要由下属子公司龙溪股份经营，主要经营关节轴承等特种轴承及汽车配件等机械基础件、配套件产品的生产及销售。

表 4 龙溪股份营业收入构成（单位：亿元、%）

	2012 年			2013 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
轴承产品	5.45	3.68	32.49	4.87	3.47	28.78
齿轮件	0.51	0.47	6.75	0.70	0.73	-3.55
齿轮箱	0.36	0.32	12.17	0.23	0.22	4.00
针织机	0.62	0.49	21.53	0.78	0.52	33.53
粉末冶金	0.05	0.03	48.04	0.05	0.03	45.24
汽车配件	0.06	0.04	25.92	0.05	0.04	26.13
合计	7.05	5.03	28.67	6.68	5.00	25.19

资料来源：龙溪股份 2012 年年报和 2013 年年报。

自 2012 年以来，国内外经济增速放缓，市场需求萎缩，因去库存导致工程机械、载重汽车等公司下游重点主机厂商基本处于停产或半停产状态，加上海外市场需求持续不振，公司市场订单急剧回落，使得近三年公司主营业务收入逐年下降。2011~2013 年，公司轴承业务分别实现主营业务收入 8.16 亿元、7.05 亿元和 6.68 亿元。

公司轴承业务主要包括轴承产品，此外还涉及齿轮及变速箱等产品的生产。其中，轴承销售是公司收入及利润的主要来源。2013 年，轴承产品实现营业收入 4.87 亿元，同比下降 10.62%，占龙溪股份营业收入的 69.14%，毛利为 28.79%。

2014 年 1~3 月，龙溪股份实现营业收入 2.27 元，同比增长 11.39%，利润总额 0.22 亿元，同比减少 26.45%，主要由于龙溪股份一季度期间费用增长所致。

关节轴承是龙溪股份的主营核心产品，占

轴承产品销售收入的 60%以上。关节轴承具有承受重载、可调心等独特的性能，广泛应用于新能源(风电、核电)、航空航天及军工、铁路机车及轨道交通、钢结构建筑和路桥、大型特种工程机械、重型汽车、水利水电、冶金矿山等行业。龙溪股份在关节轴承领域建立了较强的研发能力及核心竞争力，目前是中国关节轴承最大的制造商和出口商，不仅在中国关节轴承市场中处于垄断地位，同时在国际市场上也有一定市场份额。

2013 年，龙溪股份对前 5 大客户的销售额占全部销售额的 26.32%。龙溪股份生产的产品部分销往国际市场，2013 年，龙溪股份主营业务收入中 21.99%来自海外市场（仅包括自营出口），外销部分主要销往欧美亚等三十多个工业发达国家和地区。在海外市场需求不振的情况下，公司轴承业务受到较大的影响。从销售方式看，外销部分一般采取自营出口及委托外贸公司两种方式。其中，委托销售在出口总额中

约占 42%。从货款结算看，国内客户主要以汇票+现金形式，国外客户主要以 T/T+L/C 形式进行结算，货款回收周期约为 65 天。

龙溪股份生产所使用的主要原材料为钢材。钢材采购方式为集中采购，并与主要供应商签订长期战略合作采购合同。在这种采购方式下，公司钢材采购价格一般比当期市价略低。其他材料包括油料、化工、砂轮、刀、刃、量具、五金等，主要采取外购半成品的方式，采购方式一般采取邀标竞价、三方比价等方式。货到挂账后，一般付 40% 的现金或汇票。2013 年，公司前 5 名原材料供应商供货金额占全部采购金额的 18.85%。

柴油机

公司柴油机业务主要由下属三级子公司福建力佳股份有限公司（以下简称“福建力佳”）经营。

福建力佳柴油机业务主要经营二、三、四缸直喷式柴油机、四缸增压(Z)或增压中冷(ZL)柴油机（中德技术合作）和直喷式大功率柴油机等产品的生产和销售。

2013 年福建力佳柴油机产能达 10 万台，产能利用率和产销率分别为 78%和 100.11%，销售情况良好。2013 年福建力佳柴油机业务实现营业收入 4.18 亿元，毛利率为 16.03%；2014 年 1~3 月，福建力佳柴油机业务实现营业收入 1.16 亿元，占上年柴油机营业收入的 27.68%，毛利率为 15.65%，较上年有所增长。

表5 公司柴油机产销量情况

	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
产能（万台）	10.00	10.00	2.50
产量（万台）	7.54	7.80	2.17
产能利用率（%）	75.40	78.00	86.65
销量（万台）	7.50	7.81	2.16
产销率（%）	99.47	100.11	99.71
平均价格（含税） （元/台）	5690.	5345	5345
销售额（亿元）	3.83	3.18	1.30

资料来源：公司提供

从销售区域分布看，福建力佳产品销售收入中 90%以上来自国内市场销售，主要分布在东北、浙江、湖南等区域；公司还有部分销售收入来源于海外市场，主要为东南亚地区，但占比较小。

从销售方式看，福建力佳国内市场销售采用传统销售模式，分为两大系列：第一大系列为配套厂家，主要集中于北方的拖拉机厂家以及南方的农用车厂家；第二大系列为经销商。两大系列销售网络遍布全国三十多个省市和地区。福建力佳国外市场销售主要通过配套厂家配套出口和外贸公司代理出口。

从货款结算看，福建力佳主要采用现金、电汇、承兑汇票的形式，按月结算，年底结清未结清部分。

福建力佳所使用的主要原材料为生铁、废钢、油、钢板、合金等，其中生铁、废钢和油分别占到生产成本的 31.25%、20.80%和 14.50%。福建力佳 50%的生铁从山东采购，为定点供应，货到 1 个月后付款，还有部分生铁从邯郸和河北沙河等地采购。废钢主要来源于厦门日上钢圈下角料，需预支付 100%的货款；同时，从漳州市芗城区志达废旧回收处补充采购，货到后按月结算。石油从中石油、中石化采购，钢材、钢板按市场比价采购，合金为定点供应，均货到后按月结算。

铁路投资

根据漳国资【2006】76 号文，漳州市人民政府同意片仔癀集团公司出资设立漳州市铁路投资开发有限公司（以下简称“铁投公司”），作为厦深、龙厦铁路（漳州段）项目投资主体，并参与铁路运营管理和利益分成。铁投公司共筹集资金 11.5 亿元用于项目漳州段征地拆迁工作，其中公司出资 4.5 亿元，持有其 90%的股份；市国投公司出资 0.5 亿元，持有其 10%的股份；铁投公司取得银行贷款 6.5 亿元。目前公司对铁投公司的 4.5 亿元出资已全部投入项目，其中：龙厦铁路、厦深铁路漳州段征地拆迁安置工作投入 3.15 亿；漳州铁路站台扩建投

入 1.35 亿。龙厦铁路已于 2012 年 6 月通车，厦深铁路尚未正式通车。目前铁投公司尚未产生收益。

对于铁投公司银行贷款的还款来源，《漳州市人民政府专题会议纪要【2006】85 号》作出了明确规定，铁投公司的债务偿还来源主要为：①建安税等税收返还；②沿线站场配套用地开发和相关配套项目收益。同时，建立财政铁路建设专户，对铁路建安税、漳州南站土地开发收益全额进入专户实行封闭管理，专项用于贷款的还本付息。

酒店等其他业务

公司其他业务主要包括酒店等业务。酒店业务主要由公司下属子公司漳州市金沙大酒店和片仔癀大酒店有限公司经营。近三年，公司酒店等其他业务分别实现营业收入 0.11 亿元、0.16 亿元和 0.16 亿元。

2. 未来发展

公司作为漳州市经营性产业类国有大中型企业，主要任务是充分利用海西建设的良好条件，确保国有资产的保值、增值，进一步发挥国有经济对漳州地区经济的拉动效应。

药业方面，公司在片仔癀系列药品的独家生产权仍将继续；随着医改政策的逐步推进，公司药业有望获得更大发展。在轴承业务方面，公司在关节轴承领域的领先地位有望继续保持。在基础设施建设方面，公司将继续推进疏港公路主干道等项目建设，未来可能会承担更多的漳州市重要基础设施建设任务。总体而言公司营业收入及资产规模有望稳步增长；同时随着现有项目投资的推进，预计公司投资支出将进一步加大。

七、募集资金使用情况

公司2012年发行的第一期中期票据“12九龙江MTN1”、2013年发行的短期融资券“13九龙江CP002”和第一期中期票据“13九龙江MTN1”及2014年发行的第一期中期票据“14

九龙江MTN001”全部用于置换融资贷款。公司于2012年发行的第二期和第三期中期票据“12九龙江MTN2”和“12九龙江MTN3”全部用于疏港公路主干道项目的建设。截至目前，上述资金已全部使用。

八、财务分析

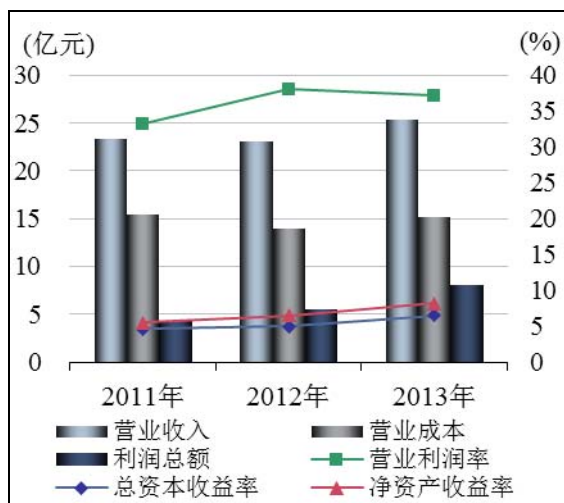
公司提供的经福建华兴会计师事务所有限公司审计的 2010~2012 三年连审财务报表出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年财务报表经福建华兴会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的审计结论。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和其他各项具体会计准则、应用指南及准则解释的规定进行编制。公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。

2012 年，公司新增漳州市机电投资有限公司和漳州市国有资产投资经营有限公司，公司经营范围新增柴油机销售等。2011 年财务数据为追溯调整数。2013 年公司合并范围无变化。总体看公司近三年财务数据可比性较强。

1. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入稳步增长，年均增长 4.18%。2013 年，公司实现营业收入 25.39 亿元。公司营业收入主要来自药品销售（占比 51.39%）及轴承销售业务（占比 43.58%）。由于公司生产的名贵中药片仔癀为国家中药一级保护品种，且公司享有独家生产权；加上公司生产的关节轴承也具有较高的技术含量，因此，公司营业收入较有保障。2011~2013 年，公司营业成本年均下降 0.75%，小于营业收入平均增长率，公司成本控制能力较强。2011~2013 年，在营业收入增长的带动下，公司营业利润率随之波动增长，三年分别为 33.17%、38.06%和 37.11%。

图3 2011年~2013年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从期间费用看，2011~2013年随着公司销售规模以及债务规模的扩大，公司的期间费用大幅增长，三年复合增长76.79%。2013年，公司期间费用为11.36亿元，其中财务费用占比较大（56.87%），较2012年增长3.96亿元，主要系本年借款利息支出大规模增加所致。

2011~2013年，公司投资收益增幅较大，三年年均增长476.21%，主要是持有至到期投资取得的期间投资收益增长所致。2013年，公司投资收益10.29亿元，主要为持有至到期投资持有期间取得的投资收益和处置可供出售金融资产取得的投资收益。

2011~2013年，公司营业利润及利润总额稳步增长，年均复合增长率分别为33.55%和36.60%，2013年分别为7.62亿元和8.10亿元。2011~2013年，公司营业外收入分别为2217.04万元、9104.29万元和5524.77万元，主要为非流动资产处置利得、政府补助等。2013年公司净利润为6.62亿元。

从盈利指标来看，2011~2013年，公司总资本收益率分别为4.71%、4.99%和6.50%；净资产收益率分别为5.48%、6.46%和8.23%，上升趋势明显。

2014年1~3月，公司实现营业收入7.25亿元，实现利润总额1.69亿元，分别为上年全年水平的28.56%和20.83%。公司当期整体营业

利润率较2013年有小幅增长，为38.11%。

总体看，跟踪期内，公司的收入规模整体有所增长，盈利能力较强，营业利润率较为稳定。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2011~2013年，公司经营活动现金流入年均增长6.42%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2013年公司经营活动现金流入为27.50亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为25.86亿元，收到其他与经营活动有关的现金1.56亿元，主要为关联单位的往来款和政府补助；经营活动现金流出为25.10亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为15.40亿元。近三年，公司经营活动现金流量净额波动增长，年均增长率为1.72%，2013年为2.40亿元。

从收入实现质量指标看，2011~2013年，公司现金收入比分别为98.24%、103.70%和101.87%，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和收到的其他与投资活动有关的现金，2011~2013年，公司投资活动现金流入平均增长178.90%，主要系收回投资和取得投资收益收到的现金增加所致。2013年，公司投资活动现金流入为36.67亿元；公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他、投资支付以及支付其他与投资活动有关的现金，2013年投资活动现金流出为76.93亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金主要为往来款、收到与资产相关的政府补助和利息收入；支付其他与投资活动有关的现金主要为购买银行理财产品、往来款和片仔癀工业园土地建设资金。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-8.17亿元、-53.85亿元和-40.26亿元。

2011~2013年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-5.88亿元、-50.98亿元和44.67亿元。公司对外部筹资的依赖程度较大。

从筹资活动来看, 2011~2013 年, 公司筹资活动现金流入量大幅增长, 主要是取得借款收到的现金。公司筹资活动现金流出波动增长, 主要为偿还债务支付的现金。近三年, 公司筹资活动现金净流量有所波动, 分别为 5.22 亿元、52.55 亿元和 44.67 亿元。

2014 年 1~3 月, 公司与兴业银行设立的古雷石化产业基金 67.50 亿元, 期限为 3~5 年, 利率为 6.73%。公司通过委托贷款形式将该笔款项发放给福建古雷港口经济开发有限公司 (该公司实际控制人为古雷开发区管委会, 以下简称“古雷公司”), 古雷公司将该笔款项用于支付拆迁安置房购房款。由于该笔款项由古雷公司实际履行本息清偿义务, 公司未将该笔款项计入 2014 年一季度的资产负债表, 账务处理有待规范。在现金流量表中, 该笔款项支付其他与经营活动有关的现金” (支付给古雷公司) 与“取得借款收到的现金” (收到兴业银行贷款) 科目中体现。古雷公司主要从事古雷开发区基础设施建设, 目前经营状况正常, 但考虑到该笔借款金额很大, 未来回收很大程度上取决于古雷公司的经营状况及古雷开发区的财政情况, 该笔款项的回收存在一定不确定性。

2014 年 1~3 月, 公司经营活动现金流入金额为 9.87 亿元, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金; 公司现金收入比为 83.61%, 较 2013 年底有所下降; 公司经营活动现金流出金额为 77.52 亿元, 主要为支付其他与经营活动有关的现金 71.35 亿元, 主要为 67.50 亿元委托贷款; 公司经营活动产生的现金流量净额为-67.62 亿元。投资活动方面, 公司收回投资收到的现金 12.67 亿元, 取得投资收益收到的现金为 2.39 亿元, 主要是收回持有至到期投资的本金和收益; 投资支付现金 8.05 亿元, 主要是为子公司龙溪轴承结构性存款。投资活动产生的现金流量净额为 6.67 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 61.45 亿元。

总体看, 公司经营性现金流入量规模较

大, 收入实现质量一般; 投资支出的增加扩大了公司对外融资需求。2014 年 1~3 月, 公司与兴业银行设立的古雷石化产业基金 67.50 亿元, 并通过委托贷款形式发放给古雷公司, 考虑到该笔借款金额很大, 未来回收很大程度上取决于古雷公司的经营状况及古雷开发区的财政情况, 该笔款项的回收存在一定不确定性。

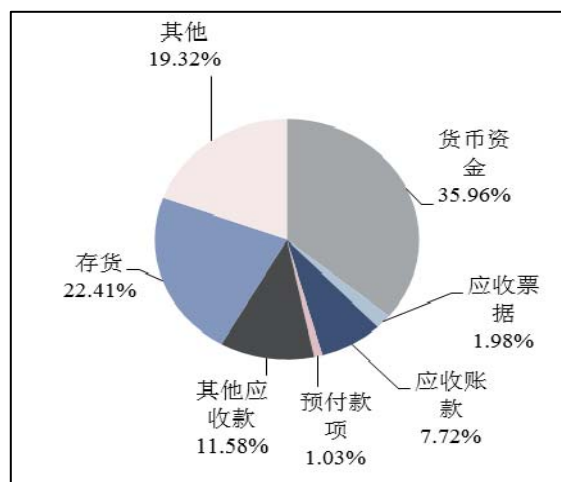
3. 资本及债务结构

资产

2011~2013 年, 公司资产大幅增长, 复合增长率为 48.20%, 主要是由于公司货币资金以及持有至到期投资增长所致。截至 2013 年底, 公司资产总额 215.44 亿元, 其中流动资产占 27.18%, 非流动资产占 72.82%。

2011~2013 年, 公司流动资产年均增长 47.68%, 截至 2013 年底, 公司流动资产 58.56 亿元, 主要为货币资金、存货、其他流动资产和其他应收款, 占比分别为 35.96%、22.41%、16.06%和 11.58%。

图 2 2013 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

受益于 2013 年龙溪股份及片仔癀药业增发及配股成功, 公司货币资金大幅增长, 截至 2013 年底, 公司货币资金为 21.06 亿元, 主要为银行存款 (占 98.58%)。公司其他货币资金占 1.42%, 其中, 使用受到限制的资金为 6.30 亿元, 主要为子公司片仔癀药业定期存款、龙

溪股份的保证金及定期存单质押和国投公司的房改款。

2011~2013 年，公司应收账款年均增长 11.23%，截至 2013 年底，公司应收账款 4.52 亿元。公司按照个别认定法和账龄分析法对应收账款计提坏账准备共 0.99 亿元。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年内的应收账款占 85.01%，1~2 年的为 5.68%，其余账龄为 2 年以上，公司坏账准备计提较为充分。

表 6 2013 年底公司应收账款前 5 名(单位:万元,%)

单位名称	金额	年限	占比
漳龙实业有限公司	4700.61	1 年内	8.53
山东临工工程机械有限公司	1843.35	1 年内	3.35
漳州市医院	1632.16	1 年内	2.96
南京军区联勤部卫生部福州药品器材供应站	1351.60	1 年内	2.45
漳州华润片仔癀医药贸易有限公司	1182.15	1 年内	2.15
合计	10713.88	--	19.44

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司其他流动资产增幅较大。截至 2013 年底，公司其他流动资产 9.41 亿元，主要为母公司的结构性存款（3.00 亿元）以及子公司龙溪股份的结构性存款（6.33 亿元）。

2011~2013 年，公司其他应收款稳步增长，年均复合增长 10.77%，截至 2013 年底，公司其他应收款 6.78 亿元。公司按照个别认定法和账龄分析法对其他应收款计提坏账准备共 826.73 万元。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年内的占 66.06%，1~2 年的占 4.50%，2~3 年的占 10.55%，其余账龄为 3 年以上。公司其他应收账款前 5 名合计占比 91.06%。欠款单位大部分为政府机关单位等，回收较有保障。

表 7 公司其他应收账款前 5 名(单位:万元,%)

单位名称	金额	年限	占比
漳州站投资款	19201.20	1-4 年	27.97
漳州市体育中心	18000.00	2 年以内	26.22
漳州市住房与城乡建设局	15000.00	2 年以内	21.85
漳州市财政局	9000.00	1 年以内	13.11
漳州市直国有工业资产保值办	1311.33	1 年以内	1.91
合计	62512.53	--	91.06

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司存货年均增长 22.31%，截至 2013 年底，存货账面余额为 13.12 亿元，其中主要为原材料（57.69%）、在产品（11.06%）和库存商品（28.45%）。年末公司对存货共计提跌价准备 0.80 亿元，存货账面价值为 13.12 亿元。

2011~2013 年，公司非流动资产年均增长 48.40%，主要是由于持有至到期投资大幅增长所致。截至 2013 年底，公司非流动资产为 156.88 亿元，主要由持有至到期投资、无形资产和商誉组成，占比分别为 55.20%、7.99%和 15.47%。

2011~2013 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均增长率为 2.25%。2013 年底为 7.44 亿元，主要为持有的兴业银行股份有限公司（1.06 亿元）、兴业证券股份有限公司（5.83 亿元）、北京双鹤药业股份有限公司（0.13 亿元）、辽宁成大股份有限公司（0.13 亿元）和漳州发展（0.33 亿元）的可供出售权益工具。2013 年，公司可供出售金融资产同比下降 53.00%，主要系期末公允价值下降以及下属子公司出售所持有的可供出售金融资产所致。公司持有的可供出售金融资产大部分可在股票二级市场交易，其价值具有一定的波动性。

2011~2013 年，公司持有至到期投资大幅增长（279.91%），2013 年底为 86.60 亿元，主要为每季末支付回报并到期后收回的固定回报投资。固定回报投资较上年增加 29.50 亿元，主要为福建漳州古雷港经济开发区管理委员会固定回报资金的增加。公司与管委会签订固定

投资回报协议，大部分期限为 1-3 年。该项资金回收依赖于古雷经济开发区未来的发展，联合资信将密切关注资金回流情况。

2011~2013 年，公司长期股权投资年均复合增加 15.75%，截至 2013 年底，公司长期股权投资 4.04 亿元，主要是漳州华润片仔癀药业有限公司、漳州古雷渔港建设有限公司、附件同春药业股份有限公司、厦门国际银行和漳州水仙药业有限公司的股权投资。

2011~2013 年，公司固定资产净额年均增长 16.77%，截至 2013 年底固定资产原值为 17.42 亿元。主要为房屋建筑物和机器设备，分别占 49.71%和 43.28%。2013 年固定资产累计折旧 6.97 亿元，计提减值准备 297.25 万元，固定资产净额为 10.42 亿元。

2011~2013 年，公司在建工程年均减少 3.98%，2013 年底为 6.41 亿元。公司在建工程主要为铁路征地拆迁费（占 76.91%），其余为车用轴承技改项目、新特种关节项目等。公司未对在建工程计提减值准备。

2011~2013 年，公司无形资产变化较小，2013 年底，公司无形资产 12.53 亿元，其中专利权占 75.25%，土地使用权占 24.41%。2013 年，无形资产累计摊销 2.21 亿元。

2011~2013 年，公司商誉变化较小，2013 年为 24.26 亿元，其中，商誉—片仔癀药业为 18.34 亿元，商誉—龙溪股份为 5.84 亿元。

2011~2013 年，公司其他流动资产大幅增长。截至 2013 年底，公司其他流动资产合计 9.41 亿元，较 2012 年底增长 9.37 亿元主要由于 2013 年公司新增 9.33 亿元结构性存款所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 211.11 亿元，较 2013 年底小幅减少 2.01%，主要系其他流动资产减少所致。从构成来看，公司资产结构仍以非流动资产为主，截至 2014 年 3 月底，公司非流动资产占资产总额的比重为 73.47%，较上年底增长 0.65 个百分点。截至 2014 年 3 月底，公司其他流动资产 4.71 亿元，较 2013 年底减少 49.93%，系公司偿还部分结

构性存款所致；可供出售金融资产 6.53 亿元，较 2013 年底下降 12.21%，主要是下属子公司所持有的可供出售金融资产期末公允价值波动所致。

总体而言，公司资产以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金充足，应收款项占比尚可；非流动资产中持有至到期投资、无形资产和商誉占比较大，一定程度上影响了公司的资产流动性和质量。

所有者权益

2011~2013 年公司所有者权益三年复合增长 9.70%，主要是盈余公积和未分配利润增长所致。截至 2013 年底，所有者权益为 80.53 亿元，其中少数股东权益 26.64 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 37.12%；资本公积 52.65%，未分配利润占 9.53%。2013 年，公司资本公积 29.43 亿元，较 2012 年减少 1.06 亿元，资本公积增减变动原因主要为资产及股权划拨、公允价值变动和损益调整等。2013 年，公司盈余公积 0.36 亿元，较 2012 年增长 0.27 亿元，主要是法定盈余公积增长所致。2013 年，公司专项储备金 95.98 万元，主要是安全生产费。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 81.40 亿元，其中少数股东权益 26.95 亿元。归属于母公司的所有者权益结构较 2013 年底变化不大。公司所有者权益稳定性良好。

负债

2011~2013 年，公司负债合计年均增长 108.05%，主要是公司应付债券所致。截至 2013 年底，公司负债 134.91 亿元。其中，流动负债占 39.43%，非流动负债占 60.57%。

2011~2013 年，公司流动负债年均增长 56.39%，2013 年底为 53.20 亿元，主要为短期借款、应付账款、其他应付款和应交税费，占比分别为 75.60%、7.08%、6.25%和 3.10%。

2011~2013 年，公司短期借款大幅增长，2013 年底为 40.22 亿元，主要为质押借款 7.91 亿元，信用借款为 25.81 亿元，保证借款 5.50 亿元，抵押借款 1.00 亿元，其中保证借款为 2013

年新增，主要为子公司片仔癀（漳州）大酒店向厦门国际银行厦门思明支行借款；应付账款年均增长 10.03%，2013 年底为 3.77 亿元。其中，账龄在 1 年内的占 95.94%，其余为 1 年以上；其他应付款年均减少 2.65%，2013 年底为 3.33 亿元，主要为统筹资金、漳州长隆实业有限公司往来款、漳州市城市建设投资开发有限公司往来款、水管补偿款等。其中，账龄在 1 年的占 18.32%，1~2 年的占 7.61%，2~3 年的占 1.50%，3 年以上的占 73.27%；公司一年内到期的非流动负债年均减少 46.24%，2013 年底为 0.50 亿元，其中抵押借款 0.28 亿元，信用借款 0.22 亿元。

2011~2013 年，公司非流动负债年均增长 194.60%，2013 年底为 81.71 亿元，主要为应付债券（占 67.29%）和长期借款（占 25.40%）。2011~2013 年，公司长期借款快速增长，年均变动率为 142.79%，2013 年底为 20.75 亿元，公司长期借款主要为信用借款 8.75 亿元，保证借款 10.00 亿元和质押借款 2.00 亿元。2013 年，公司应付债券 54.98 亿元，较 2012 年增长 77.53%，主要系 2013 年公司发行债券“13 九龙江 MTN1”、“13 九龙江 PPN001”、“13 九龙江 PPN002”和“13 九龙江 PPN003”，共计 24 亿元。

2011~2013 年，公司全部债务增幅较大，年均增长 134.69%，主要是公司 2013 年发行债券及长期借款大幅度所致。截至 2013 年底公司有息债务总额为 117.12 亿元，其中，短期债务为 41.39 亿元，长期债务为 75.73 亿元。近三年公司债务指标大幅攀升，截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务比率分别为 62.62%、59.26%和 48.46%；全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.68 倍和 2.45 倍。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 129.71 亿元，较上年底减少 3.85%；从债务结构看，2014 年 3 月底，受短期借款大幅下降以及长期借款和应付债券增长所致，公司非流动负债占

比有所上升，为 67.45%，较上年末提升 6.88 个百分点，债务结构有所改善。截至 2014 年 3 月底，公司短期借款 30.14 亿元，较 2013 年底减少 10.07 亿元；长期借款 23.75 亿元，较上年底增长 14.46%；应付债券 57.98 亿元，较上年底增长 5.46%，主要由于 2014 年 1~3 月公司本部发行了 3 亿元中期票据（14 九龙江 MTN001）。公司有息负债为 113.03 亿元，其中短期债务占 27.69%，长期债务占 72.31%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务比率分别为 61.44%、58.13%和 50.10%，资产负债率和全部债务资本化比率均较 2013 年底有小幅下降，公司债务负担小幅下降。

总体而言，公司负债以非流动负债为主，2013 年公司债券发行规模较大和长期借款大幅度导致公司债务负担加重，债务指标大幅攀升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率波动较大，2013 年分别为 110.07%和 85.41%，较 2012 年大幅上升，主要是由于公司流动资产大幅增长所致。截至 2014 年 3 月底，上述两项指标分别为 132.65%和 100.75%，均较 2012 年底有大幅提升，主要系短期借款减少带动流动负债下降所致。2011~2013 年，公司流动负债上升幅度较大，使得公司经营现金流动负债比逐年下降，近三年分别为 10.67%、5.93%和 4.51%。总体看公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2011~2013 年，受益于利润规模逐年稳步上升，公司 EBITDA 持续增长，2013 年为 15.25 亿元；2011~2013 年，公司有息债务迅速增长，全部债务/EBITDA 波动中有所上升，三年分别为 3.27 倍、8.31 倍和 7.68 倍；EBITDA 利息倍数呈下降趋势，三年分别为 17.82 倍、3.47 倍和 2.45 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力减弱。

截至 2014 年 3 月底，公司本部共获得银

行授信 29.4 亿元，其中，尚未使用额度为 6.95 亿元。公司间接融资渠道一般。此外，公司拥有两家上市公司，直接融资渠道畅通。总体看，公司融资渠道畅通。

截至 2013 年底，公司共提供对外担保 22.73 亿元，担保比率为 28.23%，担保比率较高。目前，被担保单位均为国有控股企业（见下表），经营情况正常。但由于公司担保比率过高，公司仍存在一定的或有负债风险。

表 8 公司对外担保情况（单位：万元）

单位名称	担保金额
漳州市古雷土地收购储备中心	120000.00
福建古雷港口经济开发有限公司	40000.00
漳州市古雷公用事业发展有限公司	32500.00
漳州市蓝田开发区公共事业管理中心	9800.00
漳州市古雷公用事业发展有限公司	10000.00
福建漳龙实业有限公司	3660.00
漳州市城市建设投资开发有限公司	115000.00
福建漳龙实业有限公司	1381.70
漳州圆山新城建设有限公司	10000.00
合计	227341.70

资料来源：审计报告

公司于 2012 年 5 月发行了期限为 5 年的中期票据“12 九龙江 MTN1”，于 2012 年 11 月发行了期限为 3 年的中期票据“12 九龙江 MTN2”，2012 年 11 月发行了期限为 5 年的中期票据“12 九龙江 MTN3”，2013 年 5 月发行了期限为 5 年的中期票据“13 九龙江 MTN1”，2014 年 3 月发行了期限为 5 年的中期票据“14 九龙江 MTN001”，共 25 亿元。公司 2013 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期内中期票据的保护倍数分别为 0.61 倍、1.10 倍和 0.10 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据具备覆盖能力。同事考虑上述中期票据错期兑付，存续期中期票据安全性较高。

公司于 2013 年 11 月发行了 12 亿元短期融资券“13 九龙江 CP002”。截至 2014 年 3 月

底，公司现金类资产为 23.16 亿元，为“13 九龙江 CP002”发行额度的 1.93 倍。2012 年和 2013 年公司经营活动产生的现金流入量为“13 九龙江 CP002”的 2.24 倍和 2.29 倍，两年的经营活动现金流量净额分别为“13 九龙江 CP002”的 0.24 倍和 0.20 倍。总体来看，经营活动现金流量及现金类资产对此期短期融资券本金的保障能力尚可。

考虑到漳州市政府对公司的的大力支持，加之公司拥有上市公司等优质资产，同时上述存续期债券错期兑付，均有助于提高存续期债券安全性。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告（银行版）》（报告编号：NO.B201405150032579421），截至2014年5月15日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

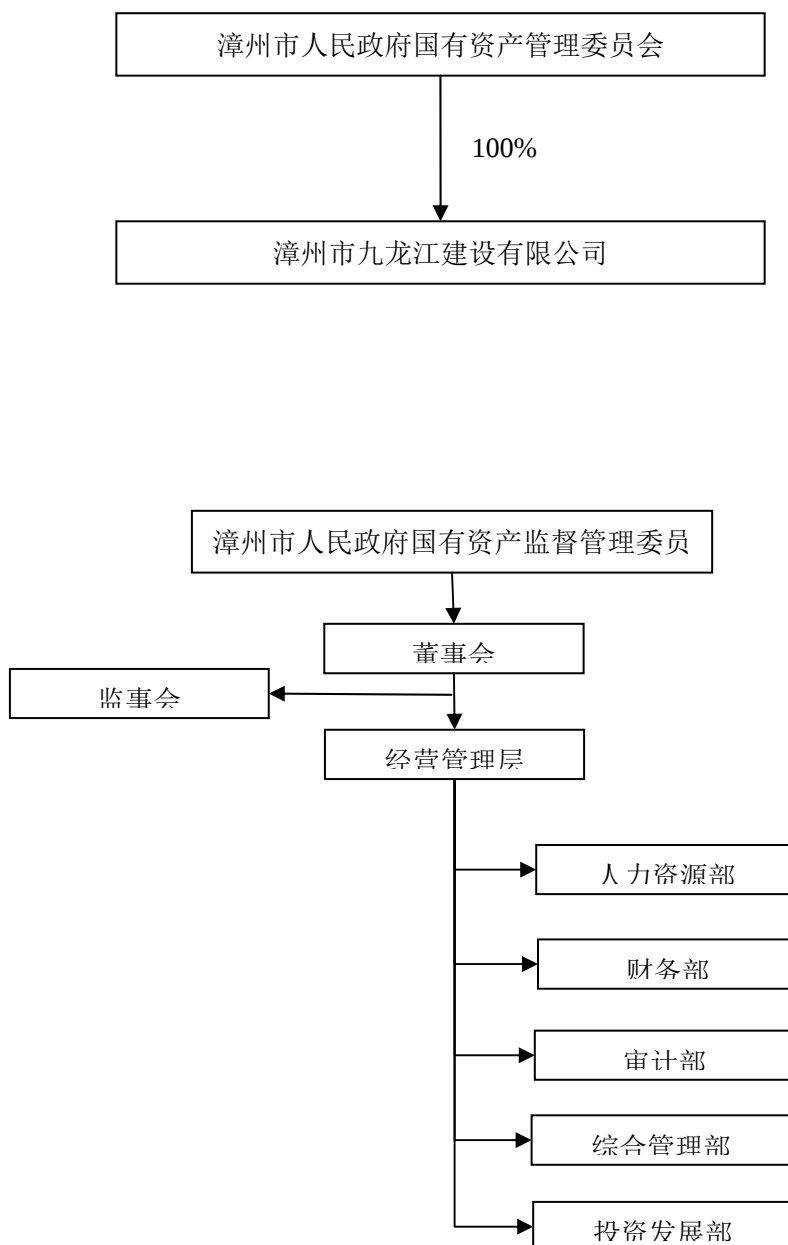
6. 抗风险能力

总体看，漳州市经济发展速度较快，公司经营面临较好的外部环境；公司拥有片仔癀及龙溪轴承等优质资产；公司营业收入稳定增长，债务负担适中。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持漳州市九龙江建设有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12九龙江MTN1”、“12九龙江MTN2”、“12九龙江MTN3”、“13九龙江MTN1”、“14九龙江MTN001”AA的信用等级，维持“13九龙江CP002”A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.79	9.18	22.26	23.16
资产总额(亿元)	98.09	159.54	215.44	211.11
所有者权益(亿元)	66.92	72.43	80.53	81.40
短期债务(亿元)	13.78	38.04	41.39	31.30
长期债务(亿元)	3.52	32.37	75.73	81.73
全部债务(亿元)	17.30	70.41	117.12	113.03
营业收入(亿元)	23.39	23.07	25.39	7.25
利润总额(亿元)	4.34	5.49	8.10	1.69
EBITDA(亿元)	5.30	8.48	15.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	2.87	2.40	-67.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.43	4.62	4.67	--
存货周转次数(次)	2.00	1.40	1.26	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.18	0.14	--
现金收入比(%)	98.24	103.70	101.87	83.61
营业利润率(%)	33.17	38.06	37.11	38.11
总资本收益率(%)	4.71	4.99	6.50	--
净资产收益率(%)	5.48	6.46	8.23	--
长期债务资本化比率(%)	5.00	30.89	48.46	50.10
全部债务资本化比率(%)	20.54	49.29	59.26	58.13
资产负债率(%)	31.77	54.60	62.62	61.44
流动比率(%)	123.44	67.24	110.07	132.65
速动比率(%)	83.11	44.30	85.41	100.75
经营现金流动负债比(%)	10.67	5.93	4.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.82	3.47	2.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	8.31	7.68	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，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