跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1005 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集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 九龙江 CP001”A-1 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十六日

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

漳州市九龙江集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

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
14 九龙江 CP001	10 亿元	2014/8/8-2015/8/8	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15年3月
现金类资产(亿元)	9.18	22.26	35.18	43.58
资产总额(亿元)	159.54	215.72	359.63	382.71
所有者权益合计(亿元)	72.43	80.20	93.85	97.80
长期债务(亿元)	32.37	75.73	181.04	153.74
全部债务(亿元)	70.41	117.11	243.16	264.73
营业收入 (亿元)	23.07	34.43	37.13	8.43
利润总额 (亿元)	5.49	8.10	9.12	2.81
EBITDA(亿元)	8.48	15.25	11.58	--
经营性净现金流(亿元)	2.87	6.16	7.14	1.99
营业利润率(%)	38.06	38.98	34.69	46.98
净资产收益率(%)	6.46	8.26	7.90	--
资产负债率(%)	54.60	62.82	73.90	74.45
全部债务资本化比率(%)	49.29	59.35	72.15	73.02
流动比率(%)	67.24	110.00	88.84	61.85
全部债务/EBITDA(倍)	8.31	7.68	20.99	--
经营现金流动负债比(%)	5.93	11.52	9.43	6.48

注：公司 2015 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

叶青　张峻铖　景雪

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

漳州市九龙江集团有限公司（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具有重要地位，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。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。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，随着公司投资规模的扩张而带来债务规模上升，对古雷开发区的往来款项规模大对公司资金形成占用，公司债务负担重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。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量及现金类资产对此期短期融资券本金的保障能力较好。

综合考虑，联合资信维持漳州市九龙江集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14九龙江CP001”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，公司在财政资金支持及税收优惠等方面继续获得政府大力支持力。
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. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对“14 九龙江 CP001”本金的保障能力较好。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量及现金类资产对此期短期融资券本金的保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内，公司资产中持有至到期投资、商誉和无形资产占比增大，一定程度上影响公司资产流动性和质量。
2. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务负担重，面临一定的短期支付压力。
3. 跟踪期内，公司持有至到期投资金额继续快速增长，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。同时近年来由爆炸、泄漏引发的公共安全事件频发，环保重要性日益突出，古雷石化项目面临一定的安全生产风险。
4. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

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）与漳州市九龙江集团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集团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，未因漳州市九龙江集团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集团有限公司提供，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至“14 九龙江 CP001”到期日内有效；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（以下简称“联合资信”）关于漳州市九龙江集团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

漳州市九龙江集团有限公司（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集团有限公司的批复》，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。2014年12月31日，漳州九龙江建设有限公司更名为漳州市九龙江集团有限公司。截至2015年3月底，公司注册资本为20亿元，最终实际控制人为漳州市人民政府国有资产监督管理委员会。

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。

跟踪期内，公司组织结构发生改变，其中公司原有的人力资源部并入综合部，投资发展部改为投融资中心，截至2015年5月底，公司共下设财务部、审计部、综合部、投融资中心四个职能部门。

截至2015年3月底，公司纳入合并范围的子公司共8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2015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年底公司持股比例为37.85%）。

截至2014年底，公司资产总额为359.63亿元，所有者权益合计93.85亿元（其中少数股东权益30.28亿元）；2014年公司实现营业收入37.13亿元，利润总额9.12亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为382.71亿元，所有者权益合计97.80亿元（其中少数股东权益31.50亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入8.43亿元，利润总额2.81亿元。

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：潘杰。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，

[1]根据片仔癀 2015 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。

进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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市、工业强市。

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497.14万人。

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。2014年漳州市地区生产总值2506.36亿元，比上年增长11.30%。其中，第一产业增加值350.52亿元，增长4.50%；第二产业增加值1248.00亿元，增长14.30%；第三产业增加值907.84亿元，增长9.40%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为13.99%，第二产业增加值比重为49.79%，第三产业增加值比重为36.22%。人均地区生产总值50685.00元，增长10.60%。

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。2014年全部工业增加值1040.40亿元，比上年增长14.6%，其中规模以上工业增加值增长16.40%。

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。2014年全年全社会固定资产投资2134.84亿元，比上年增长21.20%。其中，固定资产投资（不含农户）2081.86亿元，增长21.50%；农户投资52.99亿元，增长9.90%。

2014年，漳州市全市公共财政总收入263.84亿元，比上年增收26.05亿元，增长11.0%；其中税收收入231.73亿元，比上年增收25.90亿元，增长12.6%。上划中央收入94.85亿元，增长14.4%；地方公共财政收入168.99亿元，比上年增收14.13亿元，增长9.1%。全年公共财政支出272.97亿元，增长4.1%。其中，教育支出完成50.71亿元，增长6.3%，社会保障和就业支出完成27.24亿元，增长8.3%，科学技术支出4.37亿元，增长9.2%，医疗卫生支出完成31.56亿元，增长12.2%，住房保障支出完成7.79亿元，增长20.5%，城乡社区支出完成26.10亿元，增长22.4%，粮油物资储备支出完成1.18亿元，增长31.9%。

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一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。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。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1～1.5 倍。1998～2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5531.83 亿元，同比增长 9.51%，利润总额 556.37 亿元，同比增长 12.54%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

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，出现竞相抬价抢购，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，2014年，中国轴承行业销售收入2740.89亿元，比上年增长9.54%。2014年，轴承行业累计出口53.70亿套，同比增长13.20%，累计出口金额37.66亿美元，同比增长11.10%。

目前中国轴承行业竞争激烈，截至2015年3月底，全国共有轴承制造企业1729家。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，并直接导致了中国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，在商用汽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后年则逐步回升。2014年，汽车工业运行平稳，全年产销2389.50万辆和2349.19万辆，同比增长7.10%和6.86%。2014年全年国内车用发动机累计完成产销突破2000万台，分别为2108.16万台和2116.95万台，比上年同期累计分别增长3.31%和4.54%。其中，车用柴油机累计产量为319.79万台，同比下降10.25%；累计销售323.46万台，同比下降9.69%。主要系柴油发动机受政策影响，多匹配在货车、重卡、推土机等重型机械上，且控制权多在国有企业手中，这也造成其销量下降较明显。随着国Ⅳ油品的推出，今后对发动机，尤其是柴油机的要求将越来越高，提升柴油机技术水平，发展清洁化的绿色动力将成为今后发动机发展的一个方向。

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质奖，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，公司高管人员发生变动，其中，董事长由刘建顺更换为潘杰，财务总监由林柳强更换为林明星。

潘杰，1965年出生，本科学历，高级经济师，历任漳州片仔癀药业股份有限公司董事、总经理，片仔癀（漳州）医药有限公司董事长、公司董事、厦门特区建设发展有限公司干部、漳州片仔癀资产经营有限公司董事等。

林明星，1967年出生，会计师，历任漳州市财政局科员、副科长，漳州市市级契税征收中心、会计委派中心、漳州财政投资评审中心主任等。

4. 政府支持

跟踪期内，政府对公司的支持主要体现为财政资金支持和税收优惠政策。

（1） 财政资金支持

公司改制后，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。截至2015年3月底，公司共收到项目回购款40笔，累计回购款41.67亿元，其中本金20亿元，投资收益21.67亿元。

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。

（2） 税收优惠

子公司漳州片仔癀药业股份有限公司的高新技术企业复审已经福建省科学技术厅、福建省财政厅、福建省国家税务局、福建省地方税务局通过，高新技术企业证书发证日为 2014 年 10 月 10 日（证书号：GR201435000207），认定有效期三年。根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》、《高科技企业认定管理办法》以及《高新技术企业认定管理工作指引》规定，片仔癀药业 2014 年至 2016 年度减按 15%的税率征收企业所得税。

子公司福建龙溪轴承（集团）股份有限公司 2014 年 10 月 10 日通过高新技术企业复审，取得有关部门颁发的高新技术企业证书，有效期三年。故本年度享受 15%企业所得税优惠税率

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

2014 年，公司会计政策发生变更，公司根据《企业会计准则第 14 号——收入》，将投资收益中让渡资金的利息收入列为其他业务收入，并对 2014 年营业收入期初数进行了追溯调整，以下经营分析中 2013 年数据以 2014 年期初追溯调整数为准。

2014年，公司实现营业收入37.13亿元，同比增长7.82%，主要系投资古雷开发区所获得的收益增加带动其他业务收入大幅增长所致。

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，2014年，公司药业同比增长4.55%，实现收入14.49亿元，在营业收入中的占比为39.05%；公司销售商品收入中主要为轴承及柴油机等商品销售，2014年公司销售商品板块实现收入9.16亿元，在营业收入中占比为24.68%；公司酒店等其他业务实现收入0.31亿元，在主营业务收入中的占比较小。公司其他业务收入主要为公司投资古雷开发区所获得的固定收益，2014年实现收入

13.16亿元，同比增长37.27%，占公司营业收入的35.44%。整体看，公司营业收入主要以药业收入和轴承及柴油机等商品销售收入为主，但2014年受会计政策调整影响，将投资古雷开发区所获得的固定收益计入其他业务收入，并对2014年期初数进行追溯调整，导致其他业务收入大增，并成为公司营业收入的重要组成部分。

从毛利率看，公司总体毛利率水平较高。2014年，公司药业毛利率为50.52%，较上年有所下降；销售商品的毛利率略有上升，2014年为25.76%；酒店等其他业务的毛利率为80.65%，维持在较高水平；其他业务收入的毛利率为29.73%，同比下降14.41个百分点，主要系将持有至到期投资相关的融资成本由财务费用调整至其他业务成本导致。2014年，公司主营业务实现毛利润9.93亿元，毛利率为41.44%；综合业务实现毛利润13.86亿元，毛利率为37.32%。

2015年1~3月，公司实现主营业务收入6.06亿元，为2014年全年的25.29%；其他业务实现收入2.37亿元，为2014年全年的18.00%；公司营业收入为8.43亿元，占2014年全年的22.72%。公司2015年第一季度综合业务毛利率为47.92%，较2014年有所上升。

表1　2013年~2015年3月公司收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药业	13.86	40.26	54.83	14.49	39.05	50.52	3.74	44.37	57.49
销售商品	10.83	31.46	21.33	9.16	24.68	25.76	2.07	24.56	22.71
酒店等其他	0.16	0.46	43.75	0.31	0.84	80.65	0.25	2.97	20.00
主营业务合计	24.85	72.18	40.16	23.96	64.56	41.44	6.06	71.89	44.06
其他业务收入	9.58	27.82	43.84	13.16	35.44	29.73	2.37	28.11	57.81
合计	**34.43**	**100.00**	**55.82**	**37.13**	**100.00**	**37.32**	**8.43**	**100.00**	**47.92**

资料来源：公司提供。
注：2013年营业收入为2014年期初追溯调整数。

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2　片仔癀药业主营业务收入构成（单位：亿元、%）

	2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
药品销售	12.77	53.47	12.69	48.35
日用品、化妆品	1.08	70.39	1.76	66.44
食品销售	0.04	20.71	0.04	35.62
合计	**13.90**	**54.69**	**14.49**	**50.51**

资料来源：片仔癀药业2013年年报和2014年年报
注：因统计口径原因，以上数据与表1数据略有出入。

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。2014年，片仔癀药业实现主营业务收入14.49亿元，同比增长4.27%。公司收入85%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，53%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。2014年，公司药品销售毛

利率为 48.35%；化妆品在营业收入中占比较小，但毛利率较高，达到 66.44%。

2015 年 1~3 月，片仔癀药业实现主营业务收入 3.79 亿元，同比增长 0.40%，利润总额 1.42 亿元，同比增长 5.90%，其销售费用较上年同期增长 10.82%，主要系子公司福建片仔癀化妆品有限公司的广告费用等支出增加所致。

从客户集中度来看，2014 年，片仔癀药业对前 5 名客户的销售金额合计 4.30 亿元，占全部药品销售额的 29.70%。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。2014 年，片仔癀药业实现境外收入人民币 2.00 亿元，占营业收入的 16.03%。

2014 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 1.78 亿元，占公司总采购金额的 21.83%，采购集中度较上年的 24.13%有所下降。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 3　龙溪股份主营业务收入构成（单位：亿元、%）

	2013 年			2014 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
轴承产品	4.87	3.47	28.78	5.02	3.58	28.75
齿轮件	0.70	0.73	-3.55	0.41	0,。41	0.74
齿轮箱	0.23	0.22	4.00	0.12	0.11	5.31
针织机	0.78	0.52	33.53	1.23	0.79	35.48
粉末冶金	0.05	0.03	45.24	0.04	0.02	55.28
汽车配件	0.05	0.04	26.13	0.05	0.03	35.7
合计	**6.68**	**5.00**	**25.19**	**6.87**	**4.94**	**28.08**

资料来源：龙溪股份 2014 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，使得龙溪股份从 2012 年开始主营业务收入逐年下降，但 2014 年有所回暖。2014 年，龙溪股份轴承业务实现主营业务收入 6.87 亿元，较上年略有上升。

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。2014 年，轴承产品实现收入 5.02 亿元，同比上升 3.08%，占龙溪股份营业收入的 73.07%，毛利为 28.75%。

2015 年 1~3 月，龙溪股份实现营业收入 1.49 元，同比下降 34.14%，主要受主机市场持续低迷的影响；同时导致利润总额同比大幅下降 38.77%，为 0.14 亿元。

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。2014 年，公司开发的航空关节轴承已逐步配套国内多种新型战机并随机成功试飞，待

相关机型定型后，有望于未来 1~2 年内形成批量供货。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。

2014 年，龙溪股份对前 5 大客户的销售额占全部销售额的 23.64%。龙溪股份生产的产品部分销往国际市场，2014 年，龙溪股份主营业务收入中 36.13%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。2014 年，公司前 5 名原材料供应商供货金额占全部采购金额的 22.56%。

基础设施建设投资

九龙江集团目前主要与漳州古雷港经济开发区管委会合作，从事开发区基础设施项目投资。合作方式为“企业投资、政府还款期内回购、资金分期支付”，即公司提供资金，收取固定收益，古雷港经济开发区管委会负责项目建设和管理，并按双方签订的合作协议对项目进行回购。项目回购款由项目投资额和投资收益组成，其中项目投资额是在项目建成前由双方确认的该项目总出资金额，该项目每年投资具体支出金额以双方认定的支出金额为准；每年的投资收益确定为按已投入且未回购金额乘以投资收益率计算，投资收益率区间暂定为 13.0～13.5%。财务处理方面，所有投入资金计入“持有至到期投资”；返还收益在 2013 年以前计入“投资收益”，2013 年以后计入主营业务收入中的“其他业务收入”；现金流量表中计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。 2014 年，公司收到的固定投资收益为 12.79 亿元，较上年的 8.93 亿元大幅上升。

九龙江集团目前与漳州古雷港经济开发区管委会主要有以下两个合作项目：①漳州市古雷作业区至古雷互通口疏港公路、漳州沿海大通道漳浦段（古雷开发区段）工程（以下简称“疏港公路主干道项目”）及周边区域土地开发、配套设施建设项目。 该项目总投资 56.40 亿元，其中疏港公路主干道项目投资总额 24.10 亿元，周边区域土地开发、配套设施建设项目投资总额 32.30 亿元；②漳州市古雷港口路域和加工物流区域填海造地工程（以下简称“填海造地工程项目”）及周边区域土地开发、配套设施建设项目。该项目总投资 36.94 亿元，其中填海造地工程项目投资总额 6.54 亿元，周边区域土地开发、配套设施建设项目投资总额 30.40 亿元。截至 2015 年 3 月底，填海造地工程项目已完工约 90%。

上述两个项目总投资为 93.93 亿元，资金来源于自有资金和外部融资。截至 2015 年 3 月底，公司用于项目建设的银行贷款为 18.28 亿元，通过发行中期票据及公司债券筹集资金 19 亿元。根据公司与漳州古雷港经济开发区管委会于 2011 年 11 月签订的《投资建设-移交合同》，上述两个项目均从项目开始投资次年起分期回购，项目回购款由项目投资额和投资收益组成；回购资金包括但不限于福建漳州古雷港经济开发区财政预算内外资金及政府补助资金。此外，漳州古雷港经济开发区管委会决定以古雷经济开发区规划范围内 2680.6 亩商住用地的全部土地出让收益作为公司回收投资款和投资收益来源，用于归还公司为项目建设融资

的本息偿付。截至 2015 年 3 月底，公司共收到项目回购款 40 笔，累计回款 41.67 亿元，其中本金 20 亿元，投资收益 21.67 亿元 。目前，公司其他业务收入中的固定收益主要来源于以上两个项目。

截至 2015 年 3 月底，公司对漳州古雷港经济开发区基础设施建设投资已达 201.20 亿元。考虑到漳州古雷港经济开发区的发展前景及项目回购安排，公司基础设施投资的投资回报和本金收回较有保障，但由于公司目前投资的项目投资金额较大，且尚处于前期投资阶段，公司未来面临一定的资本支出压力。

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。

2014 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 42%和 105.00%，销售情况良好。2014 年福建力佳柴油机业务实现营业收入 2.30 亿元，毛利率为 20.50%。2015 年 1~3 月，福建力佳柴油机业务实现营业收入 0.67 亿元，占上年柴油机营业收入的 36.22%，毛利率为 16.40%，较上年有所下降。

表4 公司柴油机产销量情况

	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产能（万台）	10.00	10.00	2.50
产量（万台）	7.80	4.20	1.30
产能利用率（%）	78.00	42.00	13.00
销量（万台）	7.81	4.40	1.30
产销率（%）	100.11	105.00	100.00
平均价格（含税）（元/台）	5345	5220	5288
销售额（亿元）	3.18	2.30	0.67

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，并参与铁路营运管理和利益分成。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。目前铁投公司已产生收益，但由于成本分摊账务处理尚未完成，该收益尚未在财务报表中反映。

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。2014 年，公司酒店等其他业务实现营业收入 0.31 亿元，较上年有所上升。

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。

八、募集资金使用情况

公司2014年发行的第一期短期融资券“14九龙江CP001”全部用于置换金融机构借款。截至目前，上述资金已全部按披露用途使用。

九、财务分析

公司提供的 2014 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 2015 年第一季度财务数据未经审计。

2014 年，公司会计政策发生变更，对 2013 年部分科目年末数影响较大，以下财务分析以 2014 年期初追溯调整数及 2014 年年末数据为参考。

2014 年，公司合并范围新增一家全资子公司，为非同一控制下漳州市国资委无偿划拨下属企业厦门芗江进出口公司并入产生。截至 2014 年底，公司合并财务报表的范围包括 8 家子公司。

截至2014年底，公司资产总额为359.63亿元，所有者权益合计93.85亿元（其中少数股东权益30.28亿元）；2014年公司实现营业收入37.13亿元，利润总额9.12亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为382.71亿元，所有者权益合计97.80亿元（其中少数股东权益31.50亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入8.43亿元，利润总额2.81亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 37.13 亿元，同比增长 7.82%，公司营业收入主要来自药品销售（占 39.05%）、机械制造和轴承销售业务（占 24.68%）及投资收益（占 35.44%）。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；另外公司投资古雷开发区的基础设施建设项目前景良好；因此，公司营业收入交友保障。同期，公

司营业成本随营业规模扩大一并提高，为 23.27 亿元，较上年增长 14.91%。2014 年公司营业利润率为 34.69%，低于上年的 38.98%。

从期间费用来看，公司期间费用水平处于较高水平，2014 年占营业收入的比重为 14.88%，较 2013 年的 18.34%有所下降。2014 年，公司期间费用为 5.52 亿元，较上年下降 12.52%，主要系本期财务费用下降所致。2014 年，公司财务费用为 0.44 亿元，较上年的 1.42 亿元大幅降低，主要系本期将部分财务费用调整至其他业务成本所致。

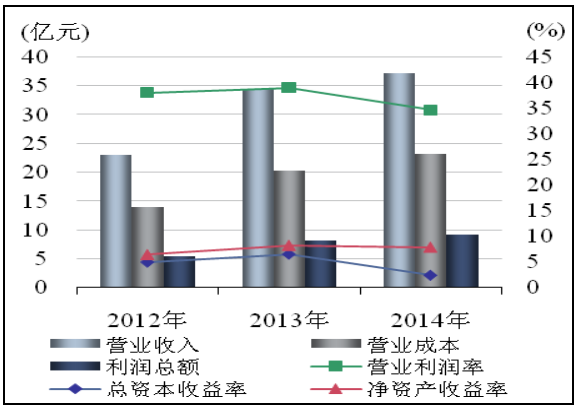
2014 年，公司投资收益为 1.91 亿元，较上年增长 54.28%，主要是处置交易性金融资产取得的投资收益增长所致。同期，公司营业外收入 0.59 亿元，同比上升 6.79%，其中包含政府补助为 0.41 亿元。2014 年，公司营业利润及利润总额有所增长，同比增长率分别为 13.34%和 12.60%，2014 年分别为 8.64 亿元和 9.12 亿元。2014 年,公司净利润为 7.41 亿元。

从盈利指标来看， 2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.46%和 7.90%，较上年的 6.51%和 8.26%明显下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.43 亿元，利润总额 2.81 亿元，分别为上年全年水平的 22.72%和 30.78%。公司当期整体营业利润率较 2014 年有所上升，为 46.98%。

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

图 1　2012～2014 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，随着公司营业规模的扩大，销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入快速增长，2014 年分别为 37.06 亿元和 38.53 亿元，同比增长率分别为 11.62%和 10.60%；公司收到其他与经营活动相关的现金为 1.31 亿元，同比下降 16.15%，主要体现在公司日常经营相关的公司和单位往来款项、利息收入及政府补助等。2014 年，公司经营活动现金流出为 31.39 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 20.02 亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金较上年下降 19.75%，主要为支付金融机构手续费、代垫财政款项和往来款等。2014 年公司经营活动产生的现金净流同比增长 9.44%，为 7.14 亿元。从收入实现能力看，2014 年公司现金收入比为 99.83%，较 2013 年略有上升，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动现金流入同比下降 26.78%，为 21.47 亿元，主要为收回投资收到的现金和收到的其他与投资活动有关的现金。其中，公司收回投资收到的现金为 13.79 亿元，主要为收回古雷投资的固定汇报和收回结构性存款；收到的其他与投资活动相关的现金主要体现在募集资金定存期存款转出和收回理财产品等。2014 年，公司投资活动现金流出为 149.71 亿元，同比增长 94.60%，主要为投资支付的现金。公司投资支付的现金主要为投资古雷经济开发区和漳州圆山新城建设有限公司支付的现金；支付其他与投资活动有关的现金主要为公司退还片仔癀产业园的建设资金。2014 年，公司投资活动现金流量净额为-128.23 亿元。

公司筹资活动前现金流量净额为-121.09 亿元，公司自身盈利和经营获现能力较好，但投资活动资金需求量较大，对外部资金的依赖度很高。筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入主要为借款和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付的现

金；2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 122.36 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入金额为 9.40 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 104.98%，较 2014 年略有上升；公司经营活动现金流出金额为 7.41 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 1.99 亿元。投资活动方面，公司收回投资收到的现金 3.06 亿元，收到其他与投资活动有关的现金为 8.66 亿元，主要为子公司龙溪股份收回的结构性存款；投资支付现金 15.45 亿元，主要为公司投资古雷经济开发区所支付的现金。投资活动产生的现金流量净额为-12.59 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 19.58 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流量规模较大，收入质量较好；投资支出的增加扩大了公司对外融资需求。

3. 资产质量

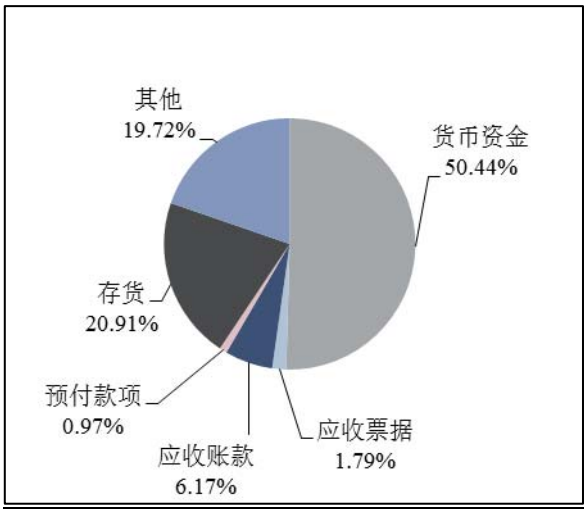
截至 2014 年底，公司资产总额为 359.63 亿元，同比大幅增长 66.71%，主要由于持有至到期投资和可供出售金融资产增加所致；其中流动资产占比 18.70%，非流动资产占比 81.30%，非流动资产增幅较大。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 67.27 亿元，同比增长 14.83%，主要来自货币资金、应收利息和存货的增加；从构成看，以货币资金（占 50.44%）、存货（占 20.91%）、其他流动资产（占 7.55%）、其他应收款（占 6.38%）和应收利息（占 5.72%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金 33.93 亿元，同比增长 61.14%，主要由银行存款（占 95.43%）和其他货币资金（占 4.56%）构成，其中受限资金 17.89 亿元，主要为本部和子公司片仔癀药业的定期存款。

图 2 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司应收账款 4.15 亿元，同比下降 8.08%。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 1.11 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 82.68%，1～2 年的为 5.41%，其余账龄为 2 年以上，公司坏账准备计提较为充分。

表 5 2014 年底公司应收账款前 5 名（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
漳龙市医院	2111.18	4.01
漳州华润片仔癀医药贸易有限公司	1833.73	3.48
漳龙实业有限公司	1680.66	3.19
南京军区联勤部卫生部福州药品器材供应站	1579.68	3.00
漳州市福康医院	491.58	0.93
合计	**7696.84**	**14.61**

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司其他应收款 4.29 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 0.12 亿元。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年内的占 19.76%，1～2 年的占 1.29%，2～3 年的占

8.59%，其余账龄为 3 年以上。公司其他应收账款前 5 名合计占比 88.01%。欠款单位大部分为政府机关单位等，回收较有保障。

表 6　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	1-5 年	43.53
漳州市住房与城乡建设局	8500.00	2 年以内	19.27
漳州市体育中心	7000.00	2 年以内	15.87
漳州市国有资产投资经营有限公司	2988.84	1 年以内	6.78
漳州市直国有工业资产保值办	1128.25	1 年以内	2.56
合计	**38818.29**	**--**	**88.01**

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司存货同比增长 7.17%，为 14.06 亿元，其中主要为原材料（占 61.90%），库存商品（占 26.31%）和在产品（占 8.73%）。年末公司共计提跌价准备 1.03 亿元，存货账面价值 14.06 亿元。

截至 2014 年底，公司其他流动资产为 5.08 亿元，同比大幅下降 47.42%，主要为子公司龙溪股份的结构性存款（4.82 亿元）。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产为 292.36 亿元，同比大幅增长 86.33%，主要由于持有至到期投资和可供出售金融资产大幅增加所致。公司非流动资产主要由持有至到期投资、商誉、可供出售金融资产构成，分别占比 71.42%、8.30%和 7.46%。

公司可供出售金融资产主要为公司持有的对兴业银行、兴业证券的股票，截至 2014 年底为 21.80 亿元，同比增长 162.71%，主要系子公司所持有的权益性投资大幅增加所致。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。

截至 2014 年底，公司持有至到期投资大幅增长 141.11%，为 208.80 亿元，主要由于委托贷款和协议投资大幅增加所致；从构成看，公司持有至到期投资主要由委托贷款（占 5.03%）和协议投资（占 94.97%）构成。公司协议投资主要为公司与福建漳州古雷港经济开发区管理委员会签订固定投资回报协议，截至 2014 年底该投资金额为 198.30 亿元，本年公司对古雷经开区的投资继续加大。截至 2014 年底公司委托贷款为 10.50 亿元，较上年增加 8.9 亿元，主要为对漳州圆山新城建设有限公司、龙文国有资产投资经营有限公司和芗城工业加工区开发总公司的贷款。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 3.42 亿元，较上年增长 7.44%。主要是对漳州市蓝田开发公司、漳州古雷渔港建设有限公司、漳州水仙药业有限公司（香料厂）、福建同春药业股份有限公司、华润片仔癀药业有限公司和四川齐祥麝业有限公司的股权投资。

截至 2014 年底，公司固定资产原值为 18.67 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备，分别占 50.63%和 42.70%。2014 年固定资产累计折旧 7.81 亿元，计提减值准备 269.25 万元，固定资产净额 10.83 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程为 6.18 亿元，同比下降 3.52%。公司在建工程主要为铁路征地拆迁费（占 80.07%），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。

截至 2014 年底，公司无形资产为 12.37 亿元，同比略降 1.31%，其中专利权占 68.86%，土地使用权占 31.01%。2014 年公司累计摊销 2.94 亿元。

截至 2014 年底，公司商誉为 24.26 亿元，与上年保持一致，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。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 382.17 亿元，较 2014 年底增长 6.42%，主要系货币资金和持有至到期投资增长所致。从构成来看，公司资产结构仍以非流动资产为主，截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产占资产总额

的比重为 80.14%，较上年底略有下降。截至 2015 年 3 月底，公司货币资金 42.64 亿元，较 2014 年底增长 25.67%；同期，公司持有至到期投资增长 11.90 亿元，主要系对古雷经济开发区的投资所致。

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。公司持有至到期投资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。

4. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 93.85 亿元，其中少数股东权益为 30.28 亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 31.46%，资本公积占 41.18%，其他综合收益占 14.30%，未分配利润占 11.89%。2014 年，公司资本公积为 26.17 亿元，较上年略有上升，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。2014 年，公司盈余公积为 0.73 亿元，同比大幅增长 100.77%，主要是法定盈余公积增长所致。2014 年，公司其他综合收益为 9.09 亿元，同比增长 215.25%，主要系可供出售金融资产公允价值变动损益增加所致。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 97.80 亿元，其中少数股东权益 31.50 亿元。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 30.17%）、资本公积（占 39.91%）、其他综合收益（占 14.52%）和未分配利润（占 14.29%）构成。公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2014 年底，公司负债同比大幅增长 96.12%，主要是长期借款、应付债券和一年内到期的流动负债增加所致，2014 年底负债合计为 265.78 亿元，其中，流动负债占 28.49%，非流动负债占 71.51%。

2014 年，公司流动负债同比大幅增长 41.61%，达 75.71 亿元，主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款和应付利息，占比分别为 50.07%、30.86%、4.95%、4.94%和 4.50%。

截至 2014 年底，公司短期借款为 37.91 亿元，同比下降 5.69%，主要为信用借款 23.15 亿元、质押借款 7.38 亿元、保证借款 6.50 亿元和抵押借款 0.88 亿元。其中，保证借款为片仔癀漳州大酒店提供的连带责任担保的银行借款；质押借款为母公司以兴业银行漳州分行的定期存单为质押物所取得的借款。

截至 2014 年底，公司应付账款为 3.75 亿元，较上年略有下降，其中账龄在 1 年以内的占 96.61%。

2014 年公司其他应付款为 3.74 亿元，同比增长 11.79%，主要为征迁统筹资金和往来款。按账龄来看，账龄超过 1 年的占 19.02%。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 23.37 亿元，较上年的 0.52 亿元大幅增加，主要为银行贷款（7.35 亿元）和发行的债券（16.00 亿元）兑付期限临近所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计大幅增长 131.64%，达 190.07 亿元，主要为应付债券（占 52.08%）和长期借款（占 43.17%）。

2014 年，公司长期借款为 82.05 亿元，同比大幅增长 295.42%，主要为保证借款（占 89.58）和信用借款（10.42%）。其中，保证借款包括由福建古雷港口经济开发有限公司为公司提供担保向兴业银行漳州分行的借款 67.50 亿元和由福建漳龙实业有限公司提供连带责任担保向兴业国际信托的借款 6.00 亿元。

截至 2014 年底，公司应付债券为 98.99 亿元，同比大幅增长 80.04%，主要系 2014 年公司新发债券“14 九龙江 MTN1”、“14 漳九龙债”、“14 九龙江 PPN001”、“14 九龙江 PPN002” “14 九龙江 PPN003”、“14 九龙江 PPN004”和“14 九龙江 PPN005”，共计 60.00 亿元。

截至 2014 年底，公司有息债务总额为

243.16 亿元，同比大幅增长 107.63%，其中短期债务为 62.13 亿元，长期债务为 181.04 亿元。截至 2014 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 73.90%、72.15%和 65.86%；全部债务/EBITDA 为 20.99 倍。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 284.91 亿元，较上年底增长 7.20%；从负债结构看，2015 年 3 月底，受一年内到期的非流动负债大幅增长 44.03 亿元，公司流动负债占比有所上升，为 43.12%，较上年末提升 14.64 个百分点，债务结构待改善。

截至 2015 年 3 月底，公司应付债券 98.99 亿元，与上年底保持一致。公司有息负债为 264.73 亿元，较上年底略有上升，其中短期债务占 41.93%，长期债务占 58.07%。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 74.45%和 73.02%，均较 2014 年底有所上升；由于部分长期债务临近兑付转为一年内到期的非流动负债，长期债务比率略有下降，为 61.12%。公司债务负担有所上升。

总体而言，公司负债以非流动负债为主，2014 年以来，公司债券发行规模较大和长期借款大幅度增长导致公司债务负担加重，债务指标大幅攀升，债务水平较高。

5. *偿债能力*

从短期偿债能力看，2014 年，公司流动比率和速动比率波动分别为 88.84%和 70.27%，较 2013 年均有所下降，主要是由于公司流动负债大幅增长所致。截至 2015 年 3 月底，上述两项指标分别为 61.85%和 50.48%，均较 2014 年底大幅下降，主要系部分非流动负债临近兑付转入流动负债所致所致。2014 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有所下降，2014 年为 9.43%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014 年，由于费用化利息支出下降，公司 EBITDA 有所下降，2014 年为 11.58 亿元；2014 年，全部债务/EBITDA 大幅上升，2014 年为 20.99 倍，较上年的 7.68 倍大幅上升，主要系公司有息债务迅速增长所致。

截至 2015 年 5 月底，公司本部共获得银行授信 62.30 亿元，其中，尚未使用额度为 36.00 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。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 2014 年底，公司共提供对外担保 22.23 亿元，担保比率为 23.69%，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 7　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
福建古雷港口经济开发有限公司	40000
漳州市古雷公用事业发展有限公司	32500
漳州圆山新城建设有限公司	10000
漳州市古雷公用事业发展有限公司	10000
漳州市蓝田开发区公共事业管理中心	9800
合计	**222330**

资料来源：公司审计报告

公司于 2014 年 8 月发行了 10 亿元短期融资券“14 九龙江 CP001”。截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产为 35.18 亿元，为“14 九龙江 CP001”发行额度的 3.52 倍。2013 年和 2014 年公司经营活动产生的现金流入量为“14 九龙江 CP001”的 3.48 倍和 3.85 倍，两年的经营活动现金流量净额分别为“14 九龙江 CP001”的 0.62 倍和 0.71 倍。总体来看，公司经营活动现金流入量及现金类资产对此期短期融资券本金的保障能力较好。

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

6. 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）》（机构信用代码：G9935060200016210Z），截至2015年5月22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。

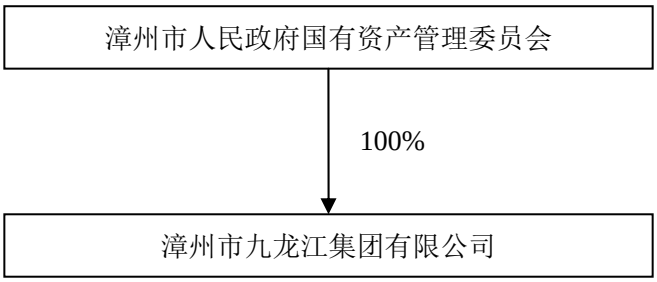
7. 抗风险能力

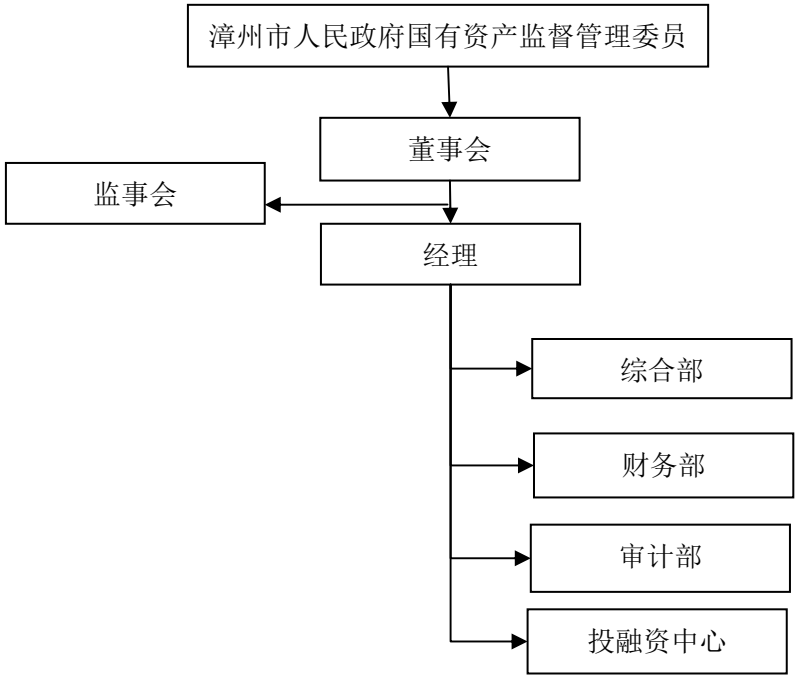
总体看，漳州市经济发展速度较快，公司经营面临较好的外部环境；公司拥有片仔癀及龙溪轴承等优质资产；公司营业收入稳定增长，债务负担较重。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持漳州市九龙江集团限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 九龙江 CP001”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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.18	22.26	35.18	43.58
资产总额(亿元)	159.54	215.72	359.63	382.71
所有者权益(亿元)	72.43	77.32	84.76	88.17
短期债务(亿元)	38.04	41.38	62.13	110.99
长期债务(亿元)	32.37	75.73	181.04	153.74
全部债务(亿元)	70.41	117.11	243.16	264.73
营业收入(亿元)	23.07	34.43	37.13	8.43
利润总额(亿元)	5.49	8.10	9.12	2.81
EBITDA(亿元)	8.48	15.25	11.58	--
经营性净现金流(亿元)	2.87	6.16	7.14	1.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.62	6.34	6.73	--
存货周转次数(次)	1.40	1.67	1.71	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.18	0.13	--
现金收入比(%)	103.70	96.43	99.83	104.98
营业利润率(%)	38.06	38.98	34.69	46.98
总资本收益率(%)	4.99	6.51	2.46	--
净资产收益率(%)	6.46	8.26	7.90	--
长期债务资本化比率(%)	30.89	48.57	65.86	61.12
全部债务资本化比率(%)	49.29	59.35	72.15	73.02
资产负债率(%)	54.60	62.82	73.90	74.45
流动比率(%)	67.24	110.00	88.84	61.85
速动比率(%)	44.30	85.45	70.27	50.48
经营现金流动负债比(%)	5.93	11.52	9.43	6.48
全部债务/EBITDA(倍)	8.31	7.68	20.99	--

注：公司 2015 年第一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

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/营业收入×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（非流动）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

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