# 信用等级公告

联合〔2019〕1626号

联合资信评估有限公司通过对漳州市九龙江集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将公司主体长期信用等级由AA调整为$AA^+$，并将“14漳九龙债/PR漳九龙”信用等级由AA调整为$AA^+$，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 漳州市九龙江集团有限公司跟踪评级报告

## 评级结果

本次主体长期信用等级：$AA^+$
上次主体长期信用等级：AA

| 债券简称 | 债券余额 | 到期兑付日日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 14 漳九龙债/PR 漳九龙 | 4.20 亿元 | 2021/06/20 | $AA^+$ | AA |

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**评级时间：**2019 年 6 月 21 日

## 财务数据

| 项　目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产（亿元） | 68.00 | 67.27 | 69.25 | 84.24 |
| 资产总额(亿元) | 627.20 | 653.60 | 700.65 | 726.26 |
| 所有者权益(亿元) | 203.95 | 222.98 | 215.59 | 236.11 |
| 短期债务（亿元） | 89.09 | 110.86 | 199.15 | 170.53 |
| 长期债务(亿元) | 226.21 | 235.35 | 242.06 | 262.62 |
| 全部债务(亿元) | 315.30 | 346.21 | 441.21 | 433.15 |
| 营业收入(亿元) | 67.32 | 103.23 | 133.11 | 38.87 |
| 利润总额(亿元) | 19.76 | 22.12 | 26.16 | 11.60 |
| EBITDA(亿元) | 24.56 | 29.89 | 37.07 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 4.89 | 20.71 | 2.88 | 16.09 |
| 应收类款项/资产总额（%） | 14.03 | 9.68 | 4.91 | 2.04 |
| 营业利润率(%) | 39.26 | 33.27 | 30.05 | 27.92 |
| 净资产收益率(%) | 6.17 | 7.89 | 10.02 | -- |
| 资产负债率(%) | 67.48 | 65.78 | 69.23 | 67.49 |
| 全部债务资本化比率(%) | 55.63 | 60.82 | 67.18 | 64.72 |
| 流动比率(%) | 124.90 | 92.62 | 57.46 | 71.81 |
| 经营现金流动负债比(%) | 4.35 | 15.21 | 1.25 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 12.80 | 11.60 | 11.90 | -- |

注：2019 年一季度财务数据未经审计

**分析师：**唐立倩　董洪延
**邮箱：**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）
**网址：**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”）是漳州市重要的国有资产经营和产业类投融资主体。跟踪期内，漳州市经济增长较快、公司持续获得政府支持；公司多元化业务布局成效凸显，公司收入规模和利润总额持续快速增长；上市子公司资质较好，在各自行业内取得领先优势；福建福海创石油化工有限公司（以下简称“福海创”）的全线投产预计将为公司带来较为可观的投资收益。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资金管理业务对资金占用较大、债务规模大，短期债务压力大、筹资压力上升等因素对公司发展及偿债能力造成的负面影响。

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，加强与国企合作、做大贸易规模，完善产业链，公司收入及利润总额有望快速增长；随着福海创的全线投产，预计将为公司带来较为可观的投资收益，对信用水平形成有效支撑。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA调整为$AA^+$，并将“14漳九龙债/PR漳九龙”的信用等级由AA调整为$AA^+$，评级展望为稳定。

## 优势

1. 作为漳州市重要的国有资产经营和产业类投融资主体，跟踪期内，公司在政府补助和税收优惠等方面继续获得政府的有力支持。
2. 公司多元化业务布局成效凸显，公司收入规模和利润总额持续快速增长。
3. 公司控股的两家上市子公司资质较好，在各自行业内处于领先地位，盈利能力强。
4. 公司深入参与古雷PX石化项目，福海创的全线投产预计将为公司带来较为可观的投资收益。

关注

1. 跟踪期内，公司对古雷港经济开发区、圆山高新区等县区的投资规模持续加大，对公司资金形成较大占用，影响公司资产流动性。
2. 跟踪期内，公司有息债务快速增长，债务规模处于较高水平；公司短期债务压力大，随着公司资金管理业务的持续开展，未来公司仍将面临较大的筹资压力。

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 漳州市九龙江集团有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为漳州市人民政府国有资产管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化；公司经营范围发生变更，新增经营范围如下：五金产品、电子产品、农林牧产品、水产品、预包装食品兼散装食品、纺织、服装及家庭用品、文化体育用品、第一类医疗器械、矿产品（危险化学品除外）、化工产品（危险化学品及易制毒化学品除外）、食品添加剂（不含须经许可证审批的项目）的批发、零售；贸易（不带储存设施）：甲苯、二甲苯、丙烯、纯苯、苯乙烯（稳定的）、甲苯二异氰酸酯、氢氧化钠、丙烷、丁烷、正丁醇。汽油、煤油、柴油及其他符合国家产品质量标准、具有相同用途的乙醇汽油和生物柴油等替代燃料批发（不含危险化学品及易制毒化学品）；汽油、煤油、柴油及其他符合国家产品质量标准、具有相同用途的乙醇汽油和生物柴油等替代燃料零售（不含危险化学品及易制毒化学品）；汽油、煤油、柴油及其他符合国家产品质量标准、具有相同用途的乙醇汽油和生物柴油等替代燃料仓储（不含危险化学品及易制毒化学品）；原油加工及石油制品制造（不含易制毒化学品）；其他原油制造（不含易制毒化学品）；原油零售（不含危险化学品及易制毒化学品）；其他未列明的化工产品销售（不含危险化学品及易制毒化学品）。随着古雷PX项目的全线复工，公司未来将在石化相关领域拓展业务。同时，为更好地适应公司的发展，真实反映公司基本情况，公司删减了经营范围中的“房地产开发与经营”。

截至2019年3月底，公司直接控股子公司12家，其中2家为上市公司，即漳州片仔癀药业股份有限公司（持股比例58.42%，股票代码600436，以下简称“片仔癀药业”）和福建龙溪轴承（集团）股份有限公司（持股比例37.85%，股票代码600592，以下简称“龙溪股份”）。为应对公司贸易业务的快速增长，公司新设贸易部，截至2019年3月底，公司内设贸易部、财务部、审计部、投融资中心等9个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额700.65亿元，所有者权益合计215.59亿元（其中少数股东权益58.15亿元）；2018年，公司实现营业收入133.11亿元，利润总额26.16亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额726.26亿元，所有者权益合计236.11亿元（其中少数股东权益60.83亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入38.87亿元，利润总额11.60亿元。

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、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评“14漳九龙债/PR漳九龙”尚需偿还债券余额4.20亿元。跟踪期内，该债券相关募投项目已完工，募集资金已全部使用完毕，公司已按期足额支付本期债券利息及分期本金。

表1　联合资信跟踪评级债券概况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|---|---|---|---|---|
| 14漳九龙债/PR漳九龙 | 7.00 | 4.20 | 2014/06/20 | 7年 |

资料来源：联合资信整理

## 四、行业及区域经济环境

### 1. 医药产业

（1）医药工业现状

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。

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。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

| | 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 利润总额 | 收入 | 利润总额 | 收入 | 利润总额 |
| 化学药品原料药制造 | 4614.21 | 351.03 | 5034.90 | 445.25 | 4991.7 | 436.1 |
| 化学药品制剂制造 | 6816.04 | 816.86 | 7534.70 | 950.49 | 8340.6 | 1170.3 |
| 中药饮片加工 | 1699.94 | 123.9 | 1956.36 | 138.27 | 2165.3 | 153.4 |
| 中成药制造 | 6167.39 | 668.48 | 6697.05 | 736.28 | 5735.8 | 707.2 |
| 生物药品制造 | 3164.16 | 386.53 | 3350.17 | 420.10 | 3311.0 | 499.0 |
| 卫生材料及医药用品制造 | 1858.94 | 169.86 | 2124.61 | 191.75 | 2266.8 | 213.9 |
| 制药专用设备制造 | 182.02 | 19.00 | 172.60 | 15.80 | 186.7 | 14.7 |
| 医疗仪器设备及器械制造 | 2382.49 | 232.56 | 2765.47 | 318.49 | 2828.1 | 325.1 |
| **医药工业** | **26885.19** | **2768.23** | **29635.86** | **3216.43** | **29826.00** | **3519.70** |

注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符
资料来源：联合资信整理

（2）行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 3　2016 年以来医药行业重要政策梳理

| 时间 | 政策 | 主要内容 | 影响 |
|---|---|---|---|
| 2016 年 2 月 | 国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 | 到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领 | 首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 年）》 | 域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献 | 展战略 |
| 2016 年 2 月 | 食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》 | 从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明细改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评 | 加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力 |
| 2016 年 3 月 | 国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》 | 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市 的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册 | 有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，医药企业间竞争力分化将愈加明显 |
| 2016 年 4 月 | 国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》 | 综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格 | 有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展 |
| 2016 年 6 月 | 卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》 | 各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争 2017 年底之前全国医疗费用增长幅度降到 10%以下 | 未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓 |
| 2017 年 2 月 | 国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》 | 健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享 | 降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展 |
| 2017 年 2 月 | 人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》 | 西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（含民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品 | 对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展 |
| 2017 年 4 月 | 国务院办公厅《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》 | 涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求 2017 年 9 月 30 日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外） | 破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为 DTP 药房带来发展机遇 |
| 2017 年 10 月 | 中共中央办公厅和国务院办公厅《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》 | 改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施 6 部分共 36 项改革措施 | 有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力 |
| 2017 年 12 月 | CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》 | 明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求 | 有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市 |
| 2017 年 12 月 | 《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》 | 力争用 5 至 10 年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策 | 有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显 |
| 2018 年 3 月 | 国务院《深化党和国家机构改革方案》 | 与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理 | 国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续 |
| 2018 年 4 月 | 国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》 | 对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求 | 明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显 |
| 2018 年 4 月 | 国家中药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知 | 收录 100 首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂） | 有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2018 年 4 月 | 国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》 | 进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验 | 加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择 |
| 2018 年 4 月 | 财政部 | 自 2018 年 5 月 1 日期，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税将为零 | 进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担 |
| 2018 年 5 月 | 国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的通告》 | 确定 2018 年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的 48 个品种，其中可豁免人体 BE 品种 15 个，可申请豁免人体 BE 品种 17 个，可简化人体 BE 品种（包括可豁免空腹 BE 和可豁免餐后 BE）13 个，进行人体 PK 比较研究评价安全性品种 3 个 | BE 试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着 2018 年底大限临近，此次豁免和简化 BE 的 48 个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程 |
| 2018 年 5 月 | 国家药品监督管理局、国家卫生健康委员《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》 | 对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序 | 体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序 |
| 2018 年 6 月 | 国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》 | 对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药效学研究及临床试验资料，申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯 | 简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性，更好地满足中医临床使用经典名方的需要，利好于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业 |
| 2018 年 10 月 | 国家卫健委《国家基本药物目录（2018 年版）》 | 目录品种有原来的 520 种增加到 685 中，包括 417 种化学药/生物药、268 种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药 12 种、临床急需儿童药 22 种等 | 优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平 |
| 2018 年 11 月 | 国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》 | 对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚 | 有利于对疫苗行业监管 |
| 2018 年 11 月 | 中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》 | 选取了 31 中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标 | 仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升 |
| 2018 年 12 月 | 国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》 | 将制订辅助用药目录，明确医疗机构辅助用药范围，对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控 | 有利于控制辅助用药滥用现象，提高合理用药水平 |

资料来源：联合资信整理

（3）行业关注

**行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险**

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

**研发和创新能力不足**

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚

未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

**一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，将加速企业间分化**

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

（4）未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

2. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直

受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 4　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2018 年 2 月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号 | 城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。 |
| 2018 年 3 月 | 《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为 | 在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发 |

| | | |
|---|---|---|
| | 有关问题的通知》财金〔2018〕23 号 | 债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。 |
| 2018 年 9 月 | 《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》 | 首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险” |
| 2018 年 10 月 | 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号 | 提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。 |
| 2019 年 2 月 | 《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号 | 政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。 |
| 2019 年 3 月 | 《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号 | 严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。 |
| 2019 年 3 月 | 《2019 政府工作报告》 | 合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。 |
| 2019 年 5 月 | 《政府投资条例》 | 明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。 |

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

3. 区域经济

**跟踪期内，漳州市经济增长较快、人均 GDP 持续提升，固定资产投资保持增长，公司外部发展环境较好。**

公司及下属企业主要于漳州市开展业务，公司的经营范围及投资方向直接受漳州市地区经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

2018年，漳州市实现地区生产总值3947.63亿元，同比增长8.7%。其中，第一产业增加值438.58亿元，增长4.4%；第二产业增加值1887.22亿元，增长8.7%；第三产业增加值1621.83亿元，增长9.7%。产业结构持续优化，三次产业比例由上年的11.3:48.1:40.6调整为11.1:47.8:41.1。人均地区生产总值77102元，比上年增长7.7%。

2018年，漳州市全年全部工业增加值1577.89亿元，增长9.0%，其中，规模以上工业增加值增长9.2%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有企业增长12.1%，集体企业增长10.7%，股份制企业增长11.5%，外商及港澳台商投资企业增长4.0%，私营企业增长9.6%；分行业看，轻工业增长8.3%，重工业增长10.4%；

分门类看，采矿业负增长1.8%，制造业增长9.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长15.0%。

2018年，漳州市全年固定资产投资同比增长11.4%。其中，项目投资增长3.2%；房地产开发投资增长41.3%。分产业看，第一产业投资增长6.1%；第二产业投资增长10.8%，其中，工业投资增长10.4%；第三产业投资增长12.0%。

古雷港经济开发区（以下简称“古雷开发区”）是全国七大石化基地之一、大陆唯一的台湾石化产业园区，规划总面积278 平方公里，省批准116.68平方公里，国家发改委批复50.9平方公里，享受台资项目核准特殊政策。根据规划，至2030年古雷开发区总炼油能力达每年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。经过近年来的开发建设，古雷石化炼化一体化、产业园区化、发展集约化格局基本形成。

2018年，古雷开发区实现地区生产总值73.02亿元，同比增长11.5%；规模以上工业总产值128.53亿元，同比增长15.3%；固定资产投资88.00亿元，同比大幅增长62.4%。2018年，古雷开发区实现一般公共预算收入2.75亿元，同比下降38.5%；一般公共预算支出3.17亿元，同比下降49.2%；2018年，古雷开发区财政自给率为86.75%。古雷开发区目前一般公共预算收入规模小，财政自给率较高。福建福海创石油化工有限公司（以下简称“福海创”）全线投产将带动古雷石化产业全面恢复生产，古雷开发区经济实力和综合财力有望显著增长。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为漳州市国资委。

### 2. 企业规模及竞争优势

目前，漳州市主要有四家市属国企，除公司外，另外三家分别为福建漳龙集团有限公司（以下简称“漳龙集团”）、漳州市交通发展集团有限公司（以下简称“漳州交通发展”）和福建漳州城投集团有限公司（以下简称“漳州城投”）。漳龙集团作为漳州市主要的国有资产经营实体，主要从事商品销售、水务、土地综合开发、工程施工等业务；漳州交通发展是漳州市交通类基础设施投资、建设和经营实体；漳州城投作为漳州市重要的市政基础设施项目的投资建设主体，主要从事保障房建设、基础设施的投资和建设和土地开发等。截至2018年底，公司资产总额700.65亿元，漳龙集团、漳州交通发展和漳州城投资产总额分别为468.56亿元、313.35亿元和273.75亿元。整体看，公司资产规模居漳州市属四大国企之首，区域地位较高。

### 3. 外部支持

**跟踪期内，漳州市地方一般公共预算收入保持增长，漳州市财政自给能力较弱，政府负债率较低；公司是漳州市重要的国有资产经营实体，在政府补助和税收优惠等方面获得有力的外部支持。**

2018 年，漳州市实现一般公共预算收入 218.75 亿元，同比增长 7.2%，其中税收收入 154.90 亿元，税收收入占比 70.81%；一般公共预算支出 429.80 亿元，同比增长 0.1%；漳州市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 50.90%，财政自给能力较弱。

2018 年，漳州市政府性基金收入为 306.75 亿元（其中土地出让收入 285.69 亿元），较 2017 年增长 23.93 亿元。

截至2018年底，漳州市一般债务余额350.58亿元，同比增长5.46%；专项债务余额271.61亿元，同比增长31.75%。截至2018年底，漳州市政府负债率（政府债务余额/GDP）为15.76%，较2017年底上升0.65个百分点，政府负债率较低。

2018年，公司收到政府补助3.25亿元，较上年增长1.81亿元。此外，公司子公司享受税

收优惠政策，其中片仔癀药业和龙溪股份被认定为高新技术企业，享受15%企业所得税优惠税率；子公司福建龙冠贸易有限公司、长沙波德冶金材料有限公司2018年度享受小型微利企业的所得税税收优惠，企业所得税按20%的税率缴纳。

4. 企业信用记录

**跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。**

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2019年6月13日，公司存在3笔欠息记录，根据相关银行出具的说明，上述欠息为系统截止时间或系统对接问题所致，均非恶意欠息；公司无未结清的不良信贷信息记录；过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 18 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。根据漳州市国资委的任命文件，任命林柳强先生为公司总经理。林柳强先生，1966年生，大学本科学历；历任漳州市财政局税政条法科科长、企业科科长、公司财务总监、副总经理；2019年1月起任公司总经理。公司高管变动系正常人员调整。

## 七、经营分析

1. 经营概况

**公司收入主要来源于药业、机械制造、贸易业务和资金管理等业务；跟踪期内，公司主营业务收入快速增长，收入结构有所变化；公司业务毛利率仍处于较高水平。**

2018年，公司实现营业收入133.11亿元，同比大幅增长28.96%，主要是药业板块、资金管理及贸易业务收入增加所致。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，2018年实现收入47.45亿元，同比增长28.41%，在营业收入中的占比为35.65%，占比较为稳定；公司机械制造收入中主要为轴承等商品销售收入，2018年公司机械制造业务板块实现收入8.59亿元，同比增长14.04%，在营业收入中占比为6.45%；公司贸易业务收入为40.13亿元，同比增长56.15%，主要系化工产品市场需求大幅增加、同时为古雷石化基地全面生产储备化工产品等原因所致。公司柴油机销售及其他业务实现收入3.34亿元，在营业收入中的占比由上年的3.10%下降至2.51%。公司其他业务收入主要为资金管理业务，主要系公司对古雷开发区和圆山高新区的基础设施及产业类项目的投资收益，2018年实现收入31.31亿元，同比增长11.82%，占公司营业收入比重为23.52%。整体看，公司营业收入仍以药业收入和轴承及贸易等商品销售收入为主，资金管理业务收入是公司营业收入的重要补充。

从毛利率看，公司总体毛利率处于较高水平，2018年为30.76%，同比下降3.30个百分点，主要系药业业务和资金管理业务毛利率下降所致。2018年，公司药业毛利率为42.25%，较上年有所下降；机械制造业务毛利率为31.10%，同比变化不大；公司贸易业务毛利率为0.42%，同比下降0.46个百分点，主要系毛利率较低的化工产品贸易额占比大幅增加所致。公司资金管理业务毛利率为52.53%，同比减少2.22个百分点，主要系资金管理业务成本增加所致。

表 5　2017~2018 年公司收入及毛利率情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 药业业务 | 369537.73 | 35.80 | 43.02 | 474512.44 | 35.65 | 42.25 |
| 机械制造 | 75314.95 | 7.30 | 31.19 | 85888.49 | 6.45 | 31.10 |
| 贸易业务 | 257000.00 | 24.90 | 0.88 | 401299.68 | 30.15 | 0.42 |
| 柴油机销售及其他 | 31955.01 | 3.10 | 23.95 | 33411.86 | 2.51 | 26.19 |
| **主营业务合计** | **733807.69** | **71.09** | **26.22** | **995112.47** | **74.76** | **23.88** |
| 资金管理 | 279981.37 | 27.12 | 54.75 | 313065.19 | 23.52 | 52.53 |
| 其他 | 18464.73 | 1.79 | 32.31 | 22967.92 | 1.73 | 31.90 |
| **其他业务合计** | **298446.10** | **28.91** | **53.36** | **336033.11** | **25.24** | **51.12** |
| **合计** | **1032253.79** | **100.00** | **34.06** | **1331145.58** | **100.00** | **30.76** |

资料来源：公司提供

2. 经营分析

**片仔癀药业主要生产销售片仔癀系列中药产品，公司具有很强的定价能力；跟踪期内，该业务盈利能力突出，对公司的收入贡献较大。**

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。片仔癀药业成立于1999年12月，主营业务为医药制造，其所产的“片仔癀系列”药品是福建省内名优品牌，片仔癀药业于2003年6月在上海证券交易所主板上市。

表 6　2017~2018 年片仔癀公司主营业务情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 药品销售 | 336474.21 | 91.05 | 41.04 | 423399.52 | 89.23 | 40.90 |
| 日用品、化妆品 | 31757.01 | 8.59 | 64.85 | 49765.19 | 10.49 | 54.24 |
| 食品销售 | 1306.51 | 0.35 | 23.41 | 1347.73 | 0.28 | 25.97 |
| **合计** | **369537.73** | **100.00** | **43.02** | **474512.44** | **100.00** | **42.25** |

资料来源：片仔癀公司2017~2018年年报

片仔癀药业收入主要来自于制药收入和医药流通收入，其中片仔癀系列药品销售收入占比高，是片仔癀药业的主打产品。片仔癀系列药品是国家保密配方产品，公司对该产品具有很强的定价能力，目前片仔癀国内销售出厂价格已达 530 元/粒。2018 年，公司药品销售收入为 42.34 亿元，较上年增长 25.82%，主要系公司积极开拓市场、丰富产品线所致；毛利率为 40.90%，较上年变化不大；日用品及片仔癀系列化妆品销售收入为 4.98 亿元，对营业收入形成重要补充，毛利率为 54.24%，同比下降 10.61 个百分点，主要系公司扩张引起广告费、业务及宣传费用增加所致。

从客户集中度来看，当年片仔癀药业对前 5 名客户的销售金额合计 5.01 亿元，占全部药品销售额的 10.56%，集中度较低。从销售区域来看，2018 年，片仔癀药业实现境外收入人民币 3.16 亿元，占该板块业务收入的 6.66%。

**跟踪期内，受益于龙溪股份在轴承行业细分领域的领先优势，公司机械制造业务收入有所增长。**

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。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。

表 7　2017~2018 年龙溪股份主营业务情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 轴承产品 | 60760.53 | 80.68 | 33.69 | 69004.24 | 80.34 | 34.38 |
| 齿轮件 | 5129.37 | 6.81 | 18.80 | 5864.13 | 6.83 | 17.76 |
| 齿轮箱 | 318.50 | 0.42 | 22.34 | 208.94 | 0.24 | 24.64 |
| 针织机 | 5664.99 | 7.52 | 22.46 | 6498.06 | 7.57 | 13.40 |
| 粉末冶金 | 716.71 | 0.95 | 36.72 | 632.66 | 0.74 | 43.48 |
| 汽车配件 | 655.32 | 0.87 | 35.48 | 878.1 | 1.02 | 47.96 |
| 滚动功能部件 | 2069.53 | 2.75 | 10.23 | 2802.36 | 3.26 | 11.49 |
| **合计** | **75314.95** | **100.00** | **31.19** | **85888.49** | **100.00** | **31.10** |

资料来源：龙溪股份 2017~2018 年年报

2018 年，受轴承产品销售收入增长影响，龙溪股份实现营业收入 8.59 亿元，较上年有所增长。同期，轴承产品实现收入 6.90 亿元，同比增长 13.49%；轴承产品销售收入占营业收入的 80.34%，毛利率为 34.38%，均较上年变化不大。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 75.00%以上。

表8　龙溪股份主要轴承产品产能产量情况

| 项目 | 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 关节轴承和轴套、大齿圈 | 产能（万套） | 1500.00 | 1500.00 |
| | 产量（万套） | 1168.05 | 1340.20 |
| | 产能利用率（%） | 77.87 | 89.35 |
| AG 轴承和精密圆锥滚子轴承 | 产能（万套） | 800.00 | 800.00 |
| | 产量（万套） | 439.20 | 518.70 |
| | 产能利用率（%） | 54.90 | 64.84 |
| 齿轮和变速箱 | 产能（万套） | 120.00 | 120.00 |
| | 产量（万套） | 22.73 | 28.90 |
| | 产能利用率（%） | 18.99 | 24.08 |

资料来源：公司提供

2018 年，龙溪股份对前 5 大客户的销售额为 2.38 亿元，占全部销售额的 27.71%，客户集中度较低。龙溪股份生产的产品部分销往国际市场，2018 年，龙溪股份营业收入中 37.60%来自海外市场，海外收入占比较去年进一步提高，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。

**跟踪期内，受化工品贸易额增长影响，公司贸易业务收入快速增长；该业务毛利率仍处于较低水平。**

公司贸易业务主要由公司本部和子公司厦门芗江进出口有限公司负责经营，贸易品类以石油苯、二甲苯等化工产品为主。公司上游供应商主要有福建柯普森物流发展有限公司、厦门象屿化工有限公司等，公司采购货款与供应商采用电汇方式结算；2018 年，公司向前五大供应商采购金额为 22.69 亿元，占当年贸易品采购总额的 56.78%，供应商集中度较高。公司

主要客户包括福建石油化工集团华南联合营销有限公司（以下简称“福建石化华南公司”）、福建省福能电力燃料有限公司（以下简称“福能电力”）等公司，公司与客户结算方式主要为电汇；2018 年，公司向前五大客户销售金额为 16.54 亿元，占当年贸易业务销售总额的 41.22%，客户集中度一般。

2018 年，公司贸易业务收入为 40.13 亿元，同比增长 56.15%，主要系化工产品销售收入增长所致；同期，公司化工产品销售收入为 33.75 亿元，同比增长 112.00%，主要系市场需求大幅增加、同时为古雷石化基地全面生产储备化工产品等原因所致，公司化工产品销售收入占贸易业务收入比重为 84.10%。此外，公司贸易品还包括金属材料、鞋、食品材料等，贸易品类众多。

**由于国内市场竞争激烈、发展空间逐步缩小，柴油机销售业务收入持续亏损，业务可持续性差。**

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。

2018 年，福建力佳柴油机年产能仍为 5 万台，公司柴油机产量、销量较上年均略有增长，产能利用率仍处于较低水平，为 23.00%，产品价格有所下降。2018 年，公司柴油机业务实现营业收入 0.90 亿元，较上年有所回升，净利润为-0.23 元。

表9　公司柴油机产销量情况

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 产能（万台） | 5.00 | 5.00 |
| 产量（万台） | 1.07 | 1.15 |
| 销量（万台） | 1.29 | 1.31 |
| 产能利用率（%） | 21.40 | 23.00 |
| 产销率（%） | 120.56 | 113.91 |
| 平均价格（元/台） | 5523.00 | 5499.00 |
| 销售额（亿元） | 0.71 | 0.90 |

资料来源：公司提供

**公司对漳州古雷港经济开发区及漳州市下属各县区的的项目投资金额较大。跟踪期内，投资回报和本金收回情况良好；随着资金管理业务的持续深入开展，公司面临较大的资本支出压力。**

公司目前主要承担漳州古雷港经济开发区、圆山高新区、龙文经济开发区以及市政府批准的其他重大项目的投资与建设。

（1）古雷港经济开发区

公司与漳州古雷港经济开发区的合作主要为漳州市古雷港口陆域和加工物流区域填海造地工程及周边区域土地开发、配套设施建设项目。公司与古雷港经济开发区管理委员会（以下简称“古雷管委会”），漳州古雷港投资有限公司、漳州市古雷公用事业发展有限公司等古雷区属国企签署合作协议或委托贷款协议，项目由区属国企独立承包运作，经营风险由其承担，上述协议均有第三方提供保证担保；公司只负责提供项目资金，按季度收取固定回报并到期回收本金。约定的固定回报水平因协议签署时间不同而不同，根据最新协议，公司收取的固定回报为 8.00%；公司根据收取的固定回报金额确认资金管理业务收入，根据筹资成本确认资金管理业务成本。

截至 2018 年底，公司累计已投资总额为 616.72 亿元，目前在投规模为 329.80 亿元；2018 年，公司对古雷区域投资 135.04 亿元。自 2012 年开始，古雷开发区管委会及当地国企均能按时支付投资回款，截至 2018 年底，公司收到累计回款金额 363.46 亿元，其中投资本金 245.30 亿元，投资收益 118.16 亿元；2018 年，公司回款规模为 110.96 亿元，其中投资本金 83.82 亿元，投资收益 27.14 亿元。未来三年，公司预计将回收到期本金 137.00 亿元，预计收到投资收益 50.00 亿元。2019~2021 年，公司计划分别

向古雷港经济开发区投资 70.00 亿元、50.00 亿元和 40.00 亿元，公司基础设施投资项目投资金额较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

（2）圆山高新区、龙文经济开发区及其他县区

公司在圆山高新区、龙文经济开发区和其他县区的投资主要采用与各县区政府、管委会进行合作开发的模式，共同进行当地经营性建设项目及公益性项目的开发。在具体合作分工上，公司主要负责部分资金的筹措及投资，各县区政府、管委会负责具体项目的建设、实施和运营，各县区政府、管委会按照双方认定的回购原则向公司分期支付回购资金，回购项目的回购款由项目投资额、投资收益等组成。

公司从 2015 年开始对各县区投入资金，其中，公司对圆山高新区的投资规模较大，对其他县区的投资规模较小。公司承接了圆山新城项目 25 个，截至 2018 年底，公司累计投资圆山新城项目开发建设项目 58.20 亿元，项目累计回款 22.20 亿元，其中本金 11.20 亿元，收益 11.00 亿元。公司 2019~2020 年计划对圆山新城项目分别投资 9.00 亿元和 10.00 亿元。

3. 未来发展

**公司将紧抓古雷石化产业全面生产恢复的机遇，积极捕捉石化上下游产业链的投资机会；随着福海创的全线投产，预计将为公司带来较为可观的投资收益；公司多元化产业布局成效凸显，未来收入及利润总额有望保持快速增长。**

公司将继续与古雷管委会、古雷当地国企深入合作，夯实公司在古雷 PX 石化项目的投资主体地位；同时，公司将紧抓古雷石化产业全面生产恢复的机遇，积极捕捉石化上下游产业链的投资机会。

公司与福建省能源集团有限责任公司合作成立福建福化古雷石油化工有限公司（以下简称“福化石化”），公司持股比例为 49.00%；福化石化持有福海创 90.00%的股权。福海创作为古雷 PX 石化项目的核心主体，160 万吨/年 PX 项目已于 2019 年 3 月全线投产，450 万吨/年 PTA 项目已于 2019 年 2 月全线投产；随着福海创 PX 项目和 PTA 项目的全线投产，下游项目配套产业加速集聚，古雷开发区逐步形成具备相当竞争力的产业雏形。公司作为福化石化的重要股东，随着福海创全线投产，预计将为公司带来较为可观的投资收益。

根据 WIND 提供的数据，2016~2018 年，我国 PX 产量分别为 940.00 万吨、1000.00 万吨和 1010.00 万吨，PX 进口量分别为 1236.14 万吨、1443.82 万吨和 1590.51 万吨；PX 自给率分别为 43.31%、40.98%和 38.84%。目前，我国 PX 自给率低，对外依存度高。近三年，我国 PX 无新增产能，分别为 1440.00 万吨、1399.00 万吨和 1400.00 万吨。目前，从市场整体来看，PX 处于供不应求的局面，PX 厂商议价能力强。

福海创将紧抓目前 PX 供不应求的契机，提高产能利用率。根据公司提供的说明，2019~2021 年，福海创 PX 产量预计将分别达到 140 万吨、160 万吨和 160 万吨；PTA 产量预计将分别达到 360 万吨、450 万吨和 450 万吨。福海创营业收入将达到较高水平，公司预计可获得较为可观的投资收益。

未来，公司将继续加强与福建石化华南公司和福能电力等国企合作，扩充贸易品类，做大贸易规模，贸易收入有望保持快速增长。片仔癀医药工业和医药商业收入增速均较快，随着片仔癀积极开拓市场、丰富产品线，未来药业业务收入及利润总额有望保持快速增长。

## 八、财务分析

公司提供了 2017~2018 年合并财务报告，福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司合并范围内子公司

11 家，2018 年，公司通过收购新增子公司 1 家，系漳浦县中汇创业投资中心（有限合伙），该公司规模较小；2019 年 1~3 月，公司合并范围较 2018 年底未发生变化。公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

**跟踪期内，公司资产以非流动资产为主。公司非流动资产中持有至到期投资占比很大，对公司的资产流动性和质量形成较大影响。**

截至 2018 年底，公司资产总额 700.65 亿元，同比增长 7.31%，主要系非流动资产增长所致。资产结构方面，非流动资产占 81.08%，同比增长 0.40 个百分点，公司资产以非流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 64.55 | 9.89 | 66.57 | 9.50 | 79.01 | 10.88 |
| 应收账款 | 7.89 | 1.21 | 8.58 | 1.22 | 10.28 | 1.42 |
| 预付款项 | 4.45 | 0.68 | 7.26 | 1.04 | 8.82 | 1.21 |
| 其他应收款 | 8.63 | 1.32 | 7.10 | 1.01 | 4.31 | 0.59 |
| 存货 | 26.67 | 4.08 | 34.27 | 4.89 | 35.55 | 4.89 |
| 其他流动资产 | 8.82 | 1.35 | 6.07 | 0.87 | 7.51 | 1.03 |
| **流动资产合计** | **126.10** | **19.31** | **132.53** | **18.92** | **150.70** | **20.75** |
| 可供出售金融资产 | 25.51 | 3.91 | 25.03 | 3.57 | 18.49 | 2.55 |
| 持有至到期投资 | 335.52 | 51.39 | 382.71 | 54.62 | 410.01 | 56.45 |
| 长期应收款 | 46.66 | 7.15 | 18.72 | 2.67 | 0.22 | 0.03 |
| 长期股权投资 | 29.61 | 4.53 | 56.78 | 8.10 | 55.99 | 7.71 |
| 固定资产 | 15.43 | 2.36 | 18.54 | 2.65 | 18.19 | 2.50 |
| 商誉 | 24.97 | 3.82 | 24.67 | 3.52 | 24.67 | 3.40 |
| 其他非流动资产 | 24.31 | 3.72 | 16.65 | 2.38 | 16.78 | 2.31 |
| **非流动资产合计** | **526.83** | **80.69** | **568.12** | **81.08** | **575.56** | **79.25** |
| **资产总额** | **652.94** | **100.00** | **700.65** | **100.00** | **726.26** | **100.00** |

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司流动资产 132.53 亿元，同比增长 5.10%，主要系存货和预付账款增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金 66.57 亿元，其中受限货币资金 19.96 亿元，主要为定期存款、存出保证金及房改款。公司应收账款 8.58 亿元，同比增长 8.68%，主要系贸易业务收入大幅增加所致；账龄 1 年以内的应收账款占 88.92%，账龄较短；期末余额前 5 名单位占应收账款的比重为 9.53%，集中度低。公司预付账款为 7.26 亿元，同比增加 2.81 亿元，主要系预付供应商的货款。公司其他应收款 7.10 亿元，同比下降 17.70%，主要系应收利息减少所致；其中，应收利息 4.54 亿元，主要系资金管理业务形成的固定回报和定期存款利息，往来款等其他款项 2.56 亿元。公司存货余额 34.27 亿元，同比增长 28.53%，主要子公司片仔癀战略物资储备增加及存货储备增加所致。公司其他流动资产为 6.07 亿元，主要系结构性存款及待抵扣增值税，同比降低 31.23%。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 568.12

亿元，同比增长 7.84%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 25.03 亿元，同比变化不大。公司持有至到期投资为 382.71 亿元，主要投资于漳州古雷港经济开发区和漳州圆山新城，同比增长 14.07%，其中委托贷款和协议投资分别为 80.90 亿元和 301.81 亿元；被投资单位主要为福建漳州古雷港经济开发区管理委员会（136.70 亿元）、福建古雷港口经济开发有限公司（38.46 亿元）、漳州古雷港投资有限公司（70.58 亿元）以及漳州市古雷交通发展有限公司（以下简称“古雷交通发展”）（49.86 亿元）、漳州圆山新城建设有限公司（17.00 亿元）和漳州市圆山市政建设有限公司（17.00 亿元）等公司，集中度较高。公司长期应收款为 18.72 亿元，较上年大幅下降 59.89%；公司长期应收款形成的主要来自 2015 年古雷石化产业基金项目（项目金额 67.50 亿元）的资金使用方古雷交通发展，其承担全部贷款本息的偿还，2018 年古雷交通发展偿还项目资金 28.00 亿元。公司长期股权投资为 56.78 亿元，同比大幅增长 27.17 亿元，主要系公司追加对福化石化的投资所致；截至 2018 年底，公司对福化石化累计投资 41.74 亿元，持股比例为 49.00%（不并表）；公司固定资产为 18.54 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备，同比增长 20.15%。公司在建工程为 6.63 亿元，同比下降 24.96%，主要系在建房屋建筑物结转至“固定资产”科目所致。公司商誉为 24.67 亿元，2018 年计提商誉减值准备 0.35 亿元，主要仍为片仔癀药业和龙溪轴承的商誉。公司其他非流动资产为 16.65 亿元，同比下降 31.53%；公司收购漳浦县中汇创业投资中心（有限合伙）（以下简称“中汇创业”）优先级有限合伙人股权后持股比例达到实际控制，公司将其纳入合并范围，故已投资的 7.84 亿元投资款不再列示“其他非流动资产”科目。

截至 2018 年底，公司受限资产总额为 33.62 亿元，其中受限的可供出售金融资产为 12.00 亿元，系用于债权投资计划质押；受限的货币资金为 19.96 亿元，为保证金、定期存单、房改款、冻结账户等。

2019 年 3 月底，公司资产总额为 726.26 亿元，较 2018 年底增长 3.65%，主要系货币资金、持有至到期投资和发放贷款及垫款增加所致。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金为 79.01 亿元，较 2018 年底增长 18.69%，其中受限货币资金为 19.96 亿元；公司持有至到期投资为 410.01 亿元，较 2018 年底增长 27.30 亿元，主要系增加资金管理业务投入所致；发放贷款及垫款为 7.33 亿元，较 2018 年底增长 5.75 亿元，主要系公司向福建嘉胜钢圈集团有限公司、漳州爱家置业有限公司等公司拆出的有息借款。其他科目较上年底变化不大。

2. 资本结构

**跟踪期内，公司其他权益工具上升，受少数股权权益下降影响，公司所有者权益规模有所下降，所有者权益稳定性一般；受公司资金管理业务需大规模资金投入影响，公司有息债务快速增长，债务规模处于较高水平；未来，随着公司资金管理业务的持续开展，公司仍将面临较大筹资压力。**

表 11 公司所有者权益主要构成情况 （单位：亿元、%）

| 科目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 实收资本 | 20.00 | 8.97 | 20.00 | 9.28 | 20.00 | 8.47 |
| 资本公积 | 50.50 | 22.65 | 54.51 | 25.28 | 54.51 | 23.09 |
| 其他权益工具 | 29.57 | 13.26 | 44.56 | 20.67 | 54.55 | 23.10 |
| 未分配利润 | 25.61 | 11.49 | 31.52 | 14.62 | 38.37 | 16.25 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 少数股东权益 | 89.20 | 40.00 | 58.15 | 26.97 | 60.83 | 25.76 |
| **所有者权益合计** | **222.98** | **100.00** | **215.59** | **100.00** | **236.11** | **100.00** |

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司所有者权益为 215.59 亿元，同比下降 3.31%，主要系少数股东权益减少所致。公司实收资本仍为 20.00 亿元，较上年底持平，系股东漳州市国资委注入的货币资金。公司资本公积为 54.51 亿元，较上年底增加 4.01 亿元，主要系对漳州九龙江古雷投资有限公司投资、收到漳州市财政局政策性担保金等事项所致。公司其他权益工具 44.56 亿元，同比增长 14.99 亿元；其中公司于 2018 年 12 月发行 5.00 亿元可续期公司债券“18 漳九 Y1”，公司按照发行条款的约定赎回之前长期存续；交通银行股份有限公司通过“交银国信•稳健 2980 号集合资金信托计划”向公司发放永续型信托贷款 10.00 亿元。截至 2018 年底，公司少数股东权益为 58.15 亿元，同比下降 31.05 亿元，主要系公司收购中汇创业少数股东权益所致。公司未分配利润为 31.52 亿元，同比增长 23.11%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 236.11 亿元，较上年底增长 9.52%，主要系公司发行 10.00 亿元可续期公司债券“19 漳九 Y1”及未分配利润增长所致。

表 12　公司负债主要构成情况　（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 73.27 | 17.04 | 130.66 | 26.94 | 125.38 | 25.58 |
| 应付票据及应付账款 | 8.26 | 1.92 | 8.70 | 1.79 | 10.16 | 2.07 |
| 预收账款 | 4.76 | 1.11 | 8.71 | 1.80 | 15.53 | 3.17 |
| 其他应付款 | 10.07 | 2.34 | 10.72 | 2.21 | 9.13 | 1.86 |
| 一年内到期的非流动负债 | 36.33 | 8.45 | 67.46 | 13.91 | 45.16 | 9.21 |
| **流动负债合计** | **136.15** | **31.67** | **230.67** | **47.55** | **209.85** | **42.81** |
| 长期借款 | 80.58 | 18.74 | 66.85 | 13.78 | 66.61 | 13.59 |
| 应付债券 | 154.77 | 36.00 | 175.21 | 36.12 | 196.01 | 39.99 |
| 长期应付款 | 52.46 | 12.20 | 7.09 | 1.46 | 12.25 | 2.50 |
| **非流动负债合计** | **293.81** | **68.34** | **254.39** | **52.45** | **280.29** | **57.18** |
| **负债合计** | **429.95** | **100.00** | **485.06** | **100.00** | **490.15** | **100.00** |

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司负债总额为 485.06 亿元，同比增长 12.82%，主要系流动负债增长所致。负债结构上，公司非流动负债占比 61.78%，同比上升 3.16 个百分点，公司 2018 年融资方式以长期债务融资为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 230.67 亿元，同比增长 69.42%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司短期借款为 130.66 亿元，同比大幅增长 78.33%，由信用借款（占 89.10%）、质押借款（占 5.66%）和保证借款（占 5.24%）构成。公司应付票据及应付账款为 8.70 亿元，较上年增长 5.34%，主要为应付货款及工程设备款。公司预收账款为 8.71 亿元，同比增长 3.95 亿元，主要为预收货款及预收房款。公司其他应付款 10.72 亿元，同比增长 6.48%，包括应付利息 5.93 亿元、其他应付款 4.77 亿元（主要系往来款及 2018 年用于市场推广但尚未结算的相关费用）。

公司一年内到期的非流动负债为 67.46 亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 14.46 亿元、34.30 亿元和 18.58 亿元。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 254.39 亿元，较上年底下降 13.41%。截至 2018 年底，公司长期借款为 66.85 亿元，同比下降 17.03%，构成上以保证借款（占 94.34%）和质押借款（4.49%）为主。公司应付债券为 175.21 亿元，同比增长 13.20%，主要系本年偿还部分到期债券后，又新增发行 63.00 亿元债券所致。公司长期应付款为 7.09 亿元，较上年底大幅下降 45.38 亿元，主要系漳州古雷港远晟投资管理中心收回福建古雷港口经济开发有限公司使用的资金所致；公司在上述交易中角色为资金监管方，资金流转通过公司账户进行。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 490.15 亿元，较上年底增长 1.05%，主要系新发债券及偿还短期债务综合原因所致。

截至 2018 年底，公司有息债务总额为 441.21 亿元，同比增长 27.46%，其中短期债务占 45.14%，债务结构有待优化。截至 2018 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 69.23%、52.89%和 67.18%，较上年底分别增加 3.38、1.54 和 6.35 个百分点。考虑到公司所有者权益中包含可续期债券，公司实际债务指标可能高于上述值。从债务期限结构看，2019~2021 年，公司将分别偿还有息债务 199.15 亿元、69.34 亿元和 80.12 亿元。2019 年 3 月底，公司有息负债为 433.15 亿元，较上年底下降 1.83%，其中短期债务占 39.37%。截至 2019 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资本化比率分别为 67.49%、64.72%和 52.66%，均较 2018 年底有所下降。除上述有息债务外，公司发行的可续期中期票据、非公开公司债及信托计划共计 44.56 亿元，均计入公司所有者权益-其他权益工具，公司实际有息债务规模和相关债务指标均高于上述相关测算值。

3. 盈利能力

**跟踪期内，公司的收入规模整体快速增长，营业利润率有所下降，但盈利能力仍较强。**

2018 年，公司实现营业收入 133.11 亿元，同比大幅增长 28.96%，主要系药业业务收入及贸易收入增长所致；同期，公司营业成本随营业规模扩大一并提高，为 92.17 亿元，较上年增长 35.42%。同期，公司营业利润率为 30.05%，较上年下降 3.23 个百分点。

公司期间费用水平处于较高水平，2018 年占营业收入的比重为 13.00%，较上年的 12.56%略有上升。2018 年，公司期间费用为 17.31 亿元，较上年增长 33.48%，主要系财务费用大幅增加所致。期间费用构成上，销售费用为 4.57 亿元，主要为职工薪酬费用和促销、业务宣传及广告费；管理费用 4.45 亿元，主要系职工薪酬、折旧及摊销；同期，公司财务费用为 8.30 亿元，较上年增长 88.95%，主要系资金成本较高的银行借款在全部债务中占比提高、全部债务规模大幅增长所致。

2018 年，公司投资收益为 2.35 亿元，较上年增长 127.50%，主要系公司对福化石化和漳州兴证片仔癀股权投资合伙企业（有限合伙）长期股权投资收益大幅增长所致。资产减值损失为 0.74 亿元，主要系存货跌价损失和商誉减值损失。同期，公司营业外收入 0.44 亿元，其中包含政府补助 0.07 亿元；其他收益 3.25 亿元，主要为政府补助。2018 年，公司利润总额为 26.16 亿元，同比增长 18.29%。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.55%和 10.02%，分别较上 0.55 和 2.14 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.87 亿元，利润总额 11.60 亿元，分别相当于上年全年水平的 29.20%和 44.36%。公司当期整体营业利润率较 2018 年有所下降，为 27.92%。

4. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营性现金流量规模较大，收入实现质量较好；公司资金管理业务的**

**开展使公司对外融资规模不断扩大。**

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入同比增长 18.27%，为 173.70 亿元。受公司营业收入快速增长影响，销售商品、提供劳务收到的现金较 2017 年增长 10.65%，为 130.19 亿元；收到其他与经营活动有关的现金为 42.54 亿元，同比大幅增长 47.27%，其中，政府补助 3.22 亿元，应急周转金、往来款项和利息收入 38.29 亿元。2018 年，公司经营活动现金流出为 170.82 亿元，同比增长 35.40%。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 104.25 亿元，支付的其他与经营活动有关的现金为 50.06 亿元，主要系受限货币资金、往来款及其他。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 2.88 亿元，同比降幅较大；从收入实现能力看，公司现金收入比为 97.80%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入同比大幅下降 30.99%，为 114.71 亿元，主要来自收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金，分别为 86.21 亿元和 25.21 亿元，分别系公司收回对古雷经济开发区的投资本金和投资收益。受公司对漳州古雷港经济开发区投资支出减少影响，投资活动现金流出较 2017 年有所下降，为 190.50 亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 8.04 亿元，主要系古雷引水工程投入及购买商铺投入；投资支付的现金 162.05 亿元，主要为对漳州古雷港经济开发区、圆山高新区等的投资支出；取得子公司等支付的现金净额为 20.00 亿元，系公司回购到期基金股权份额（系中汇创业）的款项。2018 年，公司投资活动现金流量净额为 -75.79 亿元。

公司自身盈利和经营获现能力较好，但对外投资规模很大，对外融资需求高。2018 年，公司筹资活动现金流入为 315.27 亿元，主要来自银行借款和发行债券收到的现金，此外，公司吸收投资收到的现金为 2.26 亿元，主要系子公司九古公司收到的古雷管委会的投资款。同期，公司筹资活动现金流出 247.62 亿元，主要为偿还债务所支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为 67.65 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入和流出主要系主营业务形成的现金流变动，分别为 52.17 亿元和 36.08 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金分别为 44.37 亿元和 24.75 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 16.09 亿元。投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，为 2.34 亿元，其中收回投资收到的现金为 1.18 亿元，主要系协议投资到期收回资金所致；公司投资活动现金流出为 29.12 亿元，其中投资支付的现金 28.21 亿元，主要系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-26.79 亿元。公司仍保持着较大的对外融资需求。2019 年 1~3 月筹资活动现金流入量为 90.97 亿元，主要来自借款和发行债券；筹资活动现金流出为 64.94 亿元，主要体现在偿还债务支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额为 26.03 亿元。

5. 偿债能力

**公司短期债务规模大，非受限现金类资产对其保障能力差；公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱；考虑到股东对公司的支持力度较大且公司间接融资渠道较为畅通，公司整体偿债风险很低。**

截至 2018 年底，受负债结构变化影响，公司流动比率和速动比率较 2017 年底分别大幅下降 35.17 和 30.44 个百分点，分别为 57.46% 和 42.60%。截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 71.81%和 54.87%，均较 2018 年底有所上升。截至 2018 年底，公司非受限类现金资产为 49.29 亿元，为公司短期债务的 0.25 倍。受公司经营性现金流净额下降和负债结构调整影响，公司经营现金流动负债比大幅下降，2018 年底为 1.25%。

从长期偿债能力看，2018 年公司 EBITDA 为 37.07 亿元，较上年增长 24.20%；公司全部

债务/EBITDA 为 11.90 倍，较上年变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司本部及子公司已获得共计 264.82 亿元的银行授信，其中已使用授信额度 190.50 亿元，未使用授信额度 74.32 亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额 17.53 亿元，担保比率 9.65%，担保比率一般。被担保单位为漳州圆山新城建设有限公司和漳州市古雷交通发展有限公司，目前经营情况正常，或有负债风险一般。

总体看，考虑到股东对公司的支持且公司间接融资渠道较为畅通，公司整体偿债风险很低。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额509.92亿元，较上年底增长17.11%，主要系持有至到期投资和长期股权投资增长所致。同期，母公司持有至到期投资为 284.01 亿元，主要系公司与古雷管委会及古雷当地国企开展资金管理业务形成的对外投资；母公司长期股权投资为 160.51 亿元，其中对福化石化的投资为 41.74 亿元。其中非流动资产占 94.72%，资产以非流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 72.78%，占比较高。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 117.81 亿元，较上年底增长 16.54%，主要系其他权益工具增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和其他权益工具构成，占合并报表所有者权益的 54.65%，占比一般。

截至 2018 年底，母公司负债合计 392.12 亿元，较上年底增长 17.28%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。其中，流动负债占 54.63%，较 2017 年底增长 19.02 个百分点；母公司负债占合并报表负债的 80.84%，占比较高。

2018 年，母公司实现营业收入 39.33 亿元，占同期合并报表营业收入的 29.55%，母公司营业收入占合并报表的比重低；母公司利润总额为 8.28 亿元，同期合并报表利润总额为 26.16 亿元，公司合并范围内利润总额对子公司经营状况依赖性强。

## 九、存续期内债券偿债能力

**截至2019年5月底，公司存续债券余额264.20亿元；一年内到期的应付债券48.40亿元，存续债券的短期偿债压力较大，未来偿债压力集中度较高。**

截至2019年3月底，公司一年内到期兑付债券48.40亿元，2023年将达到存续债券待偿本金峰值68.00亿元。截至2018年底，公司非受限类现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别对公司存续债券保障情况如下表。公司非受限类现金资产对一年内到期债券余额保障能力一般；经营活动现金流入量对未来待偿付峰值保障能力较好；EBITDA对未来待偿付峰值的保证能力弱。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

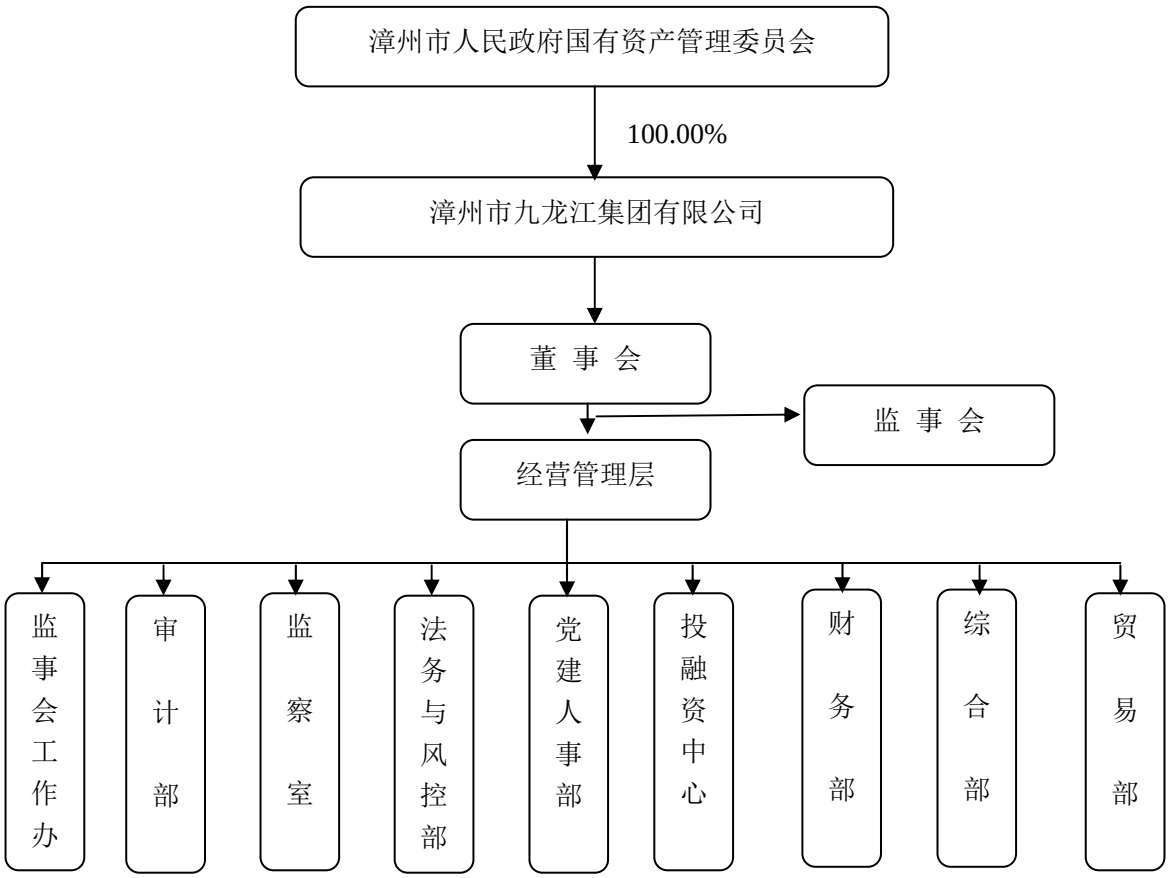
| 项 目 | 2019 年 |
|---|---|
| 一年内到期债券余额 | 48.40 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 68.00 |
| 非受限现金类资产/一年内到期债券余额 | 1.02 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 2.55 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 0.04 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 0.55 |

资料来源：联合资信整理

## 十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整至$AA^+$，并将“14漳九龙债/PR漳九龙”的信用等级由AA调整至$AA^+$，评级展望为稳定。

# 附件 1　截至 2019 年 3 月底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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 68.00 | 67.27 | 69.25 | 84.24 |
| 资产总额(亿元) | 627.20 | 653.60 | 700.65 | 726.26 |
| 所有者权益(亿元) | 203.95 | 222.98 | 215.59 | 236.11 |
| 短期债务(亿元) | 89.09 | 110.86 | 199.15 | 170.53 |
| 长期债务(亿元) | 226.21 | 235.35 | 242.06 | 262.62 |
| 全部债务(亿元) | 315.30 | 346.21 | 441.21 | 433.15 |
| 营业收入(亿元) | 67.32 | 103.23 | 133.11 | 38.87 |
| 利润总额(亿元) | 19.76 | 22.12 | 26.16 | 11.60 |
| EBITDA(亿元) | 24.56 | 29.89 | 37.07 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 4.89 | 20.71 | 2.88 | 16.09 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 7.58 | 10.62 | 12.24 | -- |
| 存货周转次数(次) | 1.73 | 2.74 | 3.03 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.11 | 0.16 | 0.20 | -- |
| 现金收入比(%) | 109.81 | 113.98 | 97.80 | 114.14 |
| 应收类款项/资产总额(%) | 14.03 | 9.68 | 4.91 | 2.04 |
| 营业利润率(%) | 39.26 | 33.27 | 30.05 | 27.92 |
| 总资本收益率(%) | 3.15 | 4.00 | 4.55 | -- |
| 净资产收益率(%) | 6.17 | 7.89 | 10.02 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 47.36 | 51.35 | 52.89 | 52.66 |
| 全部债务资本化比率(%) | 55.63 | 60.82 | 67.18 | 64.72 |
| 资产负债率(%) | 67.48 | 65.78 | 69.23 | 67.49 |
| 流动比率(%) | 124.90 | 92.62 | 57.46 | 71.81 |
| 速动比率(%) | 104.45 | 73.04 | 42.60 | 54.87 |
| 经营现金流动负债比(%) | 4.35 | 15.21 | 1.25 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 12.80 | 11.60 | 11.90 | -- |

注：公司 2019 年第一季度财务数据未经审计。

# 附件 3　主要财务指标的计算公式

| 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%<br>（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% |
| 应收类款项/资产总额 | （应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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** | |
| 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

# 附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

| 信用等级设置 | 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 |

# 附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

# 附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含义 |
|---|---|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |