信用等级公告

联合〔2020〕1807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，确定维持漳州市九龙江集团有限公司主体长期信用等级为AA+，维持“14漳九龙债/PR漳九龙”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
漳州市九龙江集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
14 漳九龙债/PR 漳九龙	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 漳九龙债/PR 漳九龙	7.00 亿元	1.40 亿元	2021/06/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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投融资主体。跟踪期内，公司持续获得政府支持、收入规模和利润总额快速增长、旗下上市子公司资质较好、公司投资收益可观。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司短期债务压力及未来集中偿付压力大，资金管理业务对资金占用较大、未来收入规模及投资收益或有所波动等因素对公司发展及偿债能力造成的负面影响。

作为漳州市重要的国有资产经营和产业投融资主体，政府持续给予公司有力支持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“14漳九龙债/PR漳九龙”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **持续获得外部支持。**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，公司在政府补助和资金注入等方面继续获得政府的有力支持。
2. **收入和利润总额持续快速增长。**跟踪期内，公司收入规模和利润总额持续快速增长，2019 年营业收入和利润总额分别为 186.74 亿元和 42.12 亿元，同比分别增长 40.28%和 125.31%。
3. **旗下上市子公司资质好。**公司控股片仔癀药业和龙溪股份两家上市公司，均在行业内处于领先地位。
4. **跟踪期间投资收益规模可观。**公司通过联营企业深入参与古雷 PX 石化项目，参股公司福海创 2019 年实现归母净利润 30.39 亿元，公司确认投资收益 12.60 亿元。

关注

1. **短期债务压力及未来集中偿付压力大。**公司有息债务及短期债务规模大，截至 2019 年底分别为 526.86 亿元和 166.49 亿元，短期偿债压力及未来

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

集中偿债压力均大。

2. **资金管理业务占用较大规模公司资金，投资活动持续净流出。**跟踪期内，公司对漳州古雷港经济开发区等区域的投资规模持续加大，截至 2019 年底投资规模达 438.27 亿元，对公司资金形成较大占用；公司投资活动现金净流量持续为负且缺口不断扩大，2019 年投资活动净流出 89.22 亿元，随着公司资金管理业务的持续开展，未来公司将面临较大的筹资压力。
3. **未来收入规模及投资收益承压。**受原油价格下跌及疫情影响下化工产品需求收缩影响，公司化工贸易收入及福海创投资收益承压，未来或有所波动。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	67.22	69.19	83.30
资产总额(亿元)	653.60	693.18	786.97
所有者权益(亿元)	223.65	208.13	278.21
短期债务(亿元)	110.81	199.15	166.49
长期债务(亿元)	235.35	242.06	285.84
全部债务(亿元)	346.16	441.21	452.33
营业收入(亿元)	103.23	133.11	186.74
利润总额(亿元)	22.12	18.69	42.12
EBITDA(亿元)	29.84	29.60	51.73
经营性净现金流(亿元)	20.71	2.88	43.82
营业利润率(%)	33.27	30.05	24.49
净资产收益率(%)	7.86	6.79	12.96
资产负债率(%)	65.78	69.98	64.65
全部债务资本化比率(%)	60.75	67.95	61.92
流动比率(%)	93.11	57.46	80.67
经营现金流动负债比(%)	15.21	1.25	20.99
现金短期债务比(倍)	0.61	0.35	0.50
EBITDA 利息倍数(倍)	5.78	3.58	7.61
全部债务/EBITDA(倍)	11.60	14.91	8.74
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	435.42	509.92	577.05
所有者权益(亿元)	101.09	117.81	161.95
全部债务(亿元)	269.17	362.67	377.01
营业收入(亿元)	18.83	39.33	80.28
利润总额(亿元)	8.12	8.28	24.95
资产负债率(%)	76.78	76.90	71.93
全部债务资本化比率(%)	72.70	75.48	69.95
流动比率(%)	21.17	12.57	37.21
经营现金流动负债比(%)	8.62	2.55	6.45

注：公司 2019 年审计报告对前期会计差错进行更正，本报告 2018 年财务数据为追溯调整值

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
14 漳九龙债/PR 漳九龙	AA+	AA+	稳定	2019/06/21	唐立倩 董洪延	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
14 漳九龙债/PR 漳九龙	AA	AA	稳定	2014/5/28	李 洁 张露雪 叶青	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注:上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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2020年跟踪评级报告

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”）及相关债券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监督管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）。根据《漳州市国资委关于同意漳州市九龙江集团有限公司资本公积转增注册资本的批复》（漳国资产权〔2019〕21号），公司以资本公积20.00亿元转增注册资本；截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为40.00亿元。

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，新增经营范围包括：批发（租赁储存设施）苯、苯乙烯（稳定的）、丙烷、丙烯、粗苯、二甲苯、环已烷、甲苯、甲醇、甲基叔丁基醚、煤焦油、煤油、氢氧化钠溶液（含量≥30%）、溶剂油（闭杯闪点≤60℃）、均三甲苯、石脑油、石油醚 、乙苯、乙醇（无水）、异丁烯、异辛烷、正庚烷、石油原油、汽油、柴油（闭杯闪点≤60℃）；原油批发（不含危险化学品及易制毒化学品）；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品），国际贸易代理服务，其他贸易经纪与代理服务、贸易咨询服务、供应链管理服务。

截至2019年底，公司内设贸易部、财务部、投资部、融资部等10个职能部门，合并范围内子公司9家，其中上市公司两家，为漳州片仔癀药业股份有限公司（持股比例58.42%，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%，以下简称“龙溪股份”）。

截至2019年底，公司资产总额786.97亿元，所有者权益278.21亿元（其中少数股东权益72.25亿元）；2019年，公司实现营业收入186.74亿元，利润总额42.12亿元。

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

截至本报告出具日，联合资信所评“14漳九龙债/PR漳九龙”尚需偿还债券余额1.40亿元。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	1.40	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）行业概况

中国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。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

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。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年中国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

图1　近年来中国医药工业总产值变化

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

（2）行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻的影响。未来，医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019 年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 2　2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
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日起，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降为零	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 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立，有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
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）》	目录品种由原来的520种增加到685种，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	国家医保局《4+7 城市药品集中采购文件》	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	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
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019 年 10 月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整

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。

医保目录调整

2019 年 8 月 20 日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019 版医保目录”），将于 2020 年 1 月 1 日起正式实施。2019 版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含 2643 个药品，较 2017 版医保目录增幅约 4.3%，包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个），共调出 150 个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019 版医保目录中收载西药甲类药品 398 个，中成药甲类药品 242 个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入 892 个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了 148 个品种，其中重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了 128 个拟谈判药品，包括 109 个西药和 19 个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期 2 年（2020-2021 年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019 年 11 月 28 日，国家医保局、人社部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共 97 个药品谈判成功（其中新增 70 个品种，续约谈判品种中 27 个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、糖尿病等 10 余个治疗领域；其中包括 22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病用药和 4 个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

一致性评价进程加快，带量采购扩面，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。截至 2019 年 11 月 4 日，共有 455 个品种完成一致性评价，2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》，对参比制

剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。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。

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。

2019 年 9 月 1 日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，在“4+7”集采中，每个品种只有 1 家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为 1～3 家。采购周期方面，中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；中选企业为 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年。采购周期视实际情况可延长一年。

2019 年 9 月 24 日，上海阳光医药网公布拟中标结果，从拟中标结果来看，多品种药价再次下调，与“4+7”试点中标价格水平相比，平均降幅 25%。以有 3 家企业拟中标的阿托伐他汀钙片 10mg 为例，该品种“4+7”集采中标价为 0.55 元/片，第二批集采中标价格分别为 0.12 元/片、0.13 元/片和 0.32 元/片。

总体看，一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用；同时，作为一致性评价的关联政策，第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国，而 2019 年 11 月 20 日召开的国务院常委会议在部署下一步深化医药卫生体制改革重点时，要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下，预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压，对于有品种中标的医药制造企业，还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率，具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

（4）未来发展

未来，医药市场将持续扩容、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。

随着药品消费水平的快速提高，社会保障体系的不断完善，再加上我国人口数量的增长以及城镇化、老龄化趋势，未来医药制造仍将保持稳定的发展趋势。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，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、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。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快

医药流通业务的布局。

2. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐

性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形+成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点

2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

3. 区域经济

跟踪期内，漳州市经济保持增长，公司外部发展环境较好。

2019 年，漳州市实现地区生产总值 4741.83 亿元，同比增长 6.5%。其中，第一、第二、第三产业增加值分别为 480.90 亿元、2315.26 亿元和 1945.67 亿元，同比分别增长 3.9%、7.6%和 5.5%。三次产业比例由上年的 10.0:49.0:41.0 调整为 10.1:48.9:41.0。人均地区生产总值 92074 元，比上年增长 5.8%。

2019年，漳州市全年全部工业增加值1862.24亿元，增长9.0%，其中，规模以上工业增加值增长9.1%。2019年，漳州市全年固定资产投资比上年增长0.1%。其中，项目投资下降2.8%；房地产开发投资增长7.9%。

漳州古雷港经济开发区（以下简称“古雷经开区”）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年古雷经开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。

2019年，古雷经开区实现地区生产总值85亿元，同比增长16.41%；规模以上工业总产值320亿元，同比增长148.96%；固定资产投资148.96亿元，同比大幅增长47.72%。2019年，古雷经开区实现一般公共预算收入5.60亿元，同比增长103.64%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司注册及实收资本增至40.00亿元，公司股东及实际控制人仍为漳州市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，漳州市地方一般公共预算收入略有增长，漳州市财政自给能力较弱；公司是漳州市重要的国有资产经营实体，得到有力的外部支持。

2019 年，漳州市实现一般公共预算收入 219.40 亿元，同比增长 0.3%；一般公共预算支出 443.00 亿元，同比增长 3.1%；漳州市财政自给率为 49.53%，财政自给能力较弱。

2019 年，漳州市政府性基金收入为 226.20 亿元（其中土地出让收入 215.40 亿元），较 2018 年下降 26.3%。

截至2019年底，漳州市地方政府债务余额748.97亿元；截至2019年底，漳州市政府负债率（政府债务余额/GDP）为15.79%，较2018年底上升0.03个百分点，政府债务负担相对可控。

2019年，公司获得政府各类补助2.28亿元，同时获得1.00亿元政府拨款。此外，公司子公司片仔癀药业和龙溪股份享受高新技术企业税收优惠政策，减按15%征收企业所得税。

3. 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2020年6月9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 2020 年 6 月 15 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于药业、贸易业务、资金管理和机械制造等业务；跟踪期内，随着贸易和药业收入的增加，公司主营业务收入快速增长，毛利率随贸易业务收入占比上升而有所下降。

2019年，公司实现营业收入186.74亿元，同比大幅增长40.28%，主要系药业及贸易业务收入增加所致。公司药业收入主要为片仔癀药业药品销售及日用品、化妆品销售收入，2019年实现收入57.06亿元，同比增长20.25%，在营业收入中的占比为30.56%；公司贸易业务实现收入83.08亿元，同比快速增长107.03%，主要系化工产品贸易规模扩张所致，贸易业务在总收入中的占比由上年的30.15%快速增长至44.49%；公司资金管理业务主要为对古雷经开区和圆山高新区的基础设施及产业配套项目的投资收益，2019年实现收入33.58亿元，同比增长7.25%，占公司营业收入的比重为17.98%；公司机械制造收入主要为轴承等商品销售收入，2019年公司机械制造业务板块实现收入8.60亿元，同比变化不大。

2019年，公司药业、贸易、资金管理及机械制造板块的毛利率分别为44.10%、1.76%、47.64%和26.93%；公司整体毛利率为25.03%，同比下降5.73个百分点，主要受毛利率较低的贸易业务收入占比增长影响。整体看，公司营

业收入仍以药业和贸易收入为主，利润则主要来自于药业和资金管理业务。

表 4 公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药业业务	36.95	35.80	43.02	47.45	35.65	42.25	57.06	30.56	44.10
机械制造	7.53	7.30	31.19	8.59	6.45	31.10	8.60	4.61	26.93
贸易业务	25.70	24.90	0.88	40.13	30.15	0.42	83.08	44.49	1.76
柴油机销售及其他	3.20	3.10	23.95	3.34	2.51	26.19	2.44	1.18	43.86
主营业务合计	73.38	71.09	26.22	99.51	74.76	23.88	151.18	80.84	19.76
资金管理	28.00	27.12	54.75	31.31	23.52	52.53	33.58	17.98	47.64
其他	1.85	1.79	32.31	2.30	1.73	31.90	1.98	1.18	43.40
其他业务合计	29.84	28.91	53.36	33.60	25.24	51.12	35.56	19.16	47.40
合计	**103.23**	**100.00**	**34.06**	**133.11**	**100.00**	**30.76**	**186.74**	**100.00**	**25.03**

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，对公司收入及利润的贡献较大。

公司药业板块主要为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。

表 5 片仔癀药业主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	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	505982.64	88.68	40.87
日用品、化妆品	31757.01	8.59	64.85	49765.19	10.49	54.24	63526.73	11.13	70.01
食品销售	1306.51	0.35	23.41	1347.73	0.28	25.97	1084.36	0.19	36.43
合计	**369537.73**	**100.00**	**43.02**	**474512.44**	**100.00**	**42.25**	**570593.73**	**100.00**	**44.10**

资料来源：公司提供

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；片仔癀药业于 2020 年 1 月 21 日公告，将主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格从 530 元/粒上调到 590 元/粒，供应价格相应上调约 40 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 5.80 美元/粒。

2019 年，公司药品销售收入为 50.60 亿元，较上年增长 19.50%，主要系公司积极开拓市场、丰富产品线所致；毛利率为 40.87%，较上年变化不大；日用品及片仔癀系列化妆品销售收入为 6.35 亿元，对药业收入形成重要补充，毛利率为 70.01%，同比增长 15.77 个百分点，主要系上期宣传费用较高，本期有所收缩所致。

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 6.31 亿元，占全部药品销售额的 12.47%，集中度较低。从销售区域来看，2019 年，片仔癀药业实现境外收入 3.28 亿元，占该板块业务收入的 6.48%。

跟踪期内，受化工品贸易额增长影响，公司贸易业务收入大幅增长；但受国际油价快速下跌及疫情下需求端受抑制的影响，化工产品

价格快速下降，预计未来贸易收入规模将出现较大缩水。

公司贸易业务主要由本部及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，采购货款与供应商采用电汇方式结算；2019 年，公司向前五大供应商采购商品 36.50 亿元，占当年贸易品采购总额的 26.94%，供应商集中度一般。公司主要客户包括盛屯矿业集团股份有限公司、浙江中禾石化有限公司等，2019 年前五大客户销售额 31.55 亿元，占当年销售总额的 37.97%，客户集中度一般。

2019 年，公司贸易业务收入 83.08 亿元，同比大幅增长 107.03%，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 71.48 亿元，同比增长 85.10%，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。化工产品销售收入占贸易业务的 87.31%，占比很高。2020 年以来，受国际油价大幅下跌影响，化工产品价格快速下降，同时疫情亦对化工产品需求量形成一定冲击，预计公司贸易收入规模未来将出现较大缩水。

表 6　公司主要贸易品销售情况（单位：万元）

贸易品类	2017 年	2018 年	2019 年
化工产品	159205.00	386180.93	714827.00
木材	14649.00	3066.96	5306.53
进口镍铁	9755.00	4122.34	182.30
金属材料	7872.00	13905.99	96409.34
鞋	14565.00	10834.22	1973.46
合计	**206046.00**	**418110.44**	**818698.63**

资料来源：公司提供

公司对古雷经开区及圆山高新区的项目投资金额较大。跟踪期内，投资回报和本金回收情况良好；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。

公司目前主要承担古雷经开区、圆山高新区以及漳州市其他区县重大项目的投融资工作。其中古雷经开区和圆山高新区为公司重点投资区域。

公司与古雷港经开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。公司与福建漳州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，相关项目由区属国企独立承包运作，经营风险由其承担；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，上述协议均有第三方提供保证担保。协议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。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。

2019 年，公司确认资金管理业务收入 33.58 亿元，较上年增长 7.25%；毛利率 47.64%，较上年略有下降，系前期高回报的借款协议陆续到期所致。

2019 年，公司对古雷经开区、圆山高新区等各县区投资建设项目新增投资 126.98 亿元；截至 2019 年底，资金管理板块累计投资余额 438.27 亿元（较 2018 年底新增 55.75 亿元），其中对古雷经开区、圆山高新区和其他各县区的投资金额分别为 355.24 亿元、62.21 亿元和 20.82 亿元。自 2012 年开始，古雷经开区管委会及当地国企等均能按时支付投资回款，截至 2019 年底，公司资金管理业务累计回款金额

495.01 亿元，其中本金回款 327.82 亿元、取得投资收益 162.64 亿元。

表 7　公司资金管理业务投资情况（单位：亿元）

截至 2019 年底	古雷经开区	圆山高新区	其他各区县	合计
累计投资金额	714.44	92.46	55.69	862.59
投资余额	355.24	62.21	20.82	438.27
回款金额	437.47	50.03	7.51	495.01
其中：本金	291.7	30.25	5.87	327.82
投资收益	145.77	15.23	1.64	162.64

资料来源：公司提供

2020－2021 年，公司计划分别向古雷经济开区投资 50.00 亿元和 40.00 亿元，分别向圆山高新区投资 10.00 亿元和 10.00 亿元。整体看公司资金管理业务未来仍面临较大的投资需求，未来面临一定的资本支出压力。

跟踪期内，公司机械制造业务收入保持稳定，旗下子公司龙溪股份在轴承行业细分领域保持龙头优势，但受全球贸易环境影响销量有所承压。

公司轴承业务主要由下属子公司龙溪股份经营，龙溪股份是国内最大的关节轴承供应商和出口商，在细分市场中处于龙头地位。龙溪轴承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，在关节轴承领域市场占有率超过 60%，并远销海外四十多个国家。

2019 年，公司实现机械制造收入 8.60 亿元，较 2018 年略有增长，但受全球经济放缓、中美贸易摩擦等影响，轴承销售量有所下滑，整体收入增长趋势明显放缓，毛利率则由上年的 31.10%降至 26.93%。

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，目前已将该板块停产。

2019 年，公司主营业务中柴油机销售及其他业务实现收入 2.44 亿元，同比下降 26.95%，毛利率则由上年的 26.19%上升至 43.86%，主要因柴油机业务持续亏损，于 2019 年 4 月对该板块运营主体福建力佳股份有限公司（以下简称“福建力佳”）实行停产改制，因而造成整体收入下滑、毛利率上升。

公司深度参与古雷 PX 项目，随着参股企业福海创产能利用率的提升，2019 年公司投资收益快速增长，但受石油价格下跌及化工产品需求收缩影响，未来投资收益或有所下滑。

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“福化古雷”，公司对其持股比例为 49%），并由其持有福建福海创石油化工有限公司（以下简称“福海创”）74.41%的股份。福海创是古雷 PX 石化项目的核心主体，主要经营石油炼化产品 PX 和 PTA 的生产及销售。福海创前身为台资控股的腾龙翔鹭项目，2015 年 4 月因 PX 项目闪爆事故导致全线停产，后由福化古雷主导于 2017 年 2 月起对项目进行全面修复，2017 年 11 月和 2018 年 12 月，福海创 PTA 和 PX 项目重新复产，并于 2019 年 2 月和 3 月分别进入满负荷运转阶段，PTA 和 PX 年产能分别为 450 万吨和 160 万吨。随着福海创 PX 项目和 PTA 项目的全线投产，2019 年福海创收入及利润规模快速增长，实现营业收入 185.83 亿元、利润总额 42.59 亿元，公司因参股福海创确认投资收益 12.60 亿元。

2020 年以来，受国际油价大跌影响，福海创前期石油存货跌价明显，该影响于一季度后逐渐减弱，但仍将对利润形成压力。同时，受原油价格下跌及疫情对石化类产品需求端的不利影响，2020 年石化产品价格及销量可能出现较大的下跌，未来公司投资收益或随之收缩。

3. 未来发展

公司将紧抓古雷石化产业全面推进的机遇，捕捉石化上下游产业链的投资机会，完善古雷石化项目配套工程建设，并做大做强贸易产业链。

未来，公司将继续与古雷管委会、古雷经开区当地国企深入合作，夯实公司在古雷 PX

石化项目的投资主体地位；同时紧抓古雷石化产业全面推进的机遇，积极捕捉石化上下游产业链的投资机会。随着福海创产能利用率的提升，古雷经开区石化配套工程需求凸显，未来公司将积极参与古雷区域引水工程、古雷港码头建设及华能热电联产等项目。此外，公司将持续推进商贸业务板块做大做强，在风险可控的前提下，以油品化工品、矿产品等大宗商品为主要贸易商品，积极开拓经营渠道，依托产业链投资做大贸易现金流。

八、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，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的审计结论。

截至2019年底，公司合并范围子公司9家，较2018年底合并范围减少3家一级子公司，其中原一级子公司漳州市机电投资有限公司、漳州九龙江文化发展有限公司成为二级子公司，漳浦县中汇创业投资中心（有限合伙）不再纳入合并范围。公司合并范围减少子公司规模小，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模随持有至到期投资增长而扩张，公司资产以非流动资产为主，流动性偏弱。

截至2019年底，公司资产总额786.97亿元，较上年底增长13.53%，主要系持有至到期投资增长所致。公司资产中非流动资产占78.61%，资产以非流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64.55	9.88	66.57	9.50	81.21	10.32
应收账款	7.89	1.21	8.58	1.22	9.70	1.23
其他应收款	2.60	0.40	2.56	0.37	3.50	0.44
存货	27.33	4.18	34.27	4.89	45.11	5.73
流动资产	**126.77**	**19.40**	**132.53**	**18.92**	**168.36**	**21.39**
可供出售金融资产	25.51	3.90	25.03	3.57	21.66	2.75
持有至到期投资	336.47	51.48	382.71	54.62	438.47	55.72
长期股权投资	29.61	4.53	49.31	7.11	62.79	7.98
在建工程	8.83	1.35	6.63	0.95	6.82	0.87
商誉	24.97	3.82	24.67	3.52	24.61	3.13
其他非流动资产	24.31	3.72	16.65	2.38	19.57	2.49
非流动资产	**526.83**	**80.60**	**568.12**	**81.08**	**618.61**	**78.61**
资产总额	**653.60**	**100.00**	**700.65**	**100.00**	**786.97**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司流动资产168.36亿元，较上年底增长27.04%，主要系存货和货币资金增长所致。截至2019年底，公司货币资金81.21亿元，较上年底增长22.00%，货币资金中受限货币资金28.26亿元，主要为定期存款、存出保证金及房改款。公司存货主要为药业、机械制造业务的原材料和库存商品，截至2019年底存货账面价值45.11亿元，较上年底增长31.62%，主要系因经营扩张及为应对原材料上涨风险提前备货所致。公司应收账款9.70亿元，随营业收入扩张而较上年底增长13.14%；应收账款账龄多集中在1年以内，账龄较短。公司预付款项12.02亿元，较上年底增长65.53%，主要系预付供应商的货款。公司应收利息2.75

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等，较上年底下降 39.49%。公司其他流动资产 8.30 亿元，主要系结构性存款及待抵扣增值税，较上年底增长 36.82%。

截至 2019 年底，公司非流动资产 618.61 亿元，较上年底增长 10.34%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 21.66 亿元，较上年底下降 13.49%。公司持有至到期投资 438.47 亿元，包括委托贷款 78.10 亿元和协议投资 360.37 亿元；公司持有至到期投资主要为投资于漳州古雷经开区和圆山高新区的资金，较上年底增长 14.57%，主要系对古雷区域内企业投资增加所致；被投资单位主要包括古雷经开区管理委员会（186.00 亿元）、福建古雷港口经济开发有限公司（75.52 亿元）、漳州古雷港投资有限公司（76.52 亿元）、漳州圆山新城建设有限公司（28.71 亿元）和漳州市圆山市政建设有限公司（17.00 亿元）等，集中度较高。公司长期应收款 0.20 亿元，较上年大幅下降，主要系收回漳州市古雷交通发展有限公司 18.50 亿元借款所致。公司长期股权投资 62.79 亿元，其中对福化古雷投资 46.08 亿元；长期股权投资较上年底增长 27.33%，主要系对福化古雷的投资收益增长 12.62 亿元所致。公司固定资产 18.79 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备，较上年底增长 1.35%。公司在建工程 6.82 亿元，较上年底增长 2.88%。公司商誉 24.61 亿元，主要仍为片仔癀药业和龙溪股份的商誉。公司其他非流动资产 19.57 亿元，较上年底增长 17.54%，系新增污水处理 PPP 项目投资所致。

截至 2019 年底，公司受限资产总额 28.58 亿元，主要为受限货币资金 28.26 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，受永续产品发行、未分配利润和少数股东权益增长影响，公司权益快速增长；公司权益中实收资本及资本公积占比低，权益稳定性一般。

表 9 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	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	20.00	8.94	20.00	9.28	40.00	14.38
资本公积	50.50	22.58	54.51	25.28	35.64	12.81
未分配利润	26.28	11.75	24.78	11.91	45.72	16.43
其它权益工具	29.57	13.22	44.56	20.67	74.53	26.79
归属于母公司权益合计	134.45	60.12	157.44	73.03	205.96	74.03
少数股东权益	89.20	39.88	58.15	26.97	72.25	25.97
所有者权益合计	**223.65**	**100.00**	**215.59**	**100.00**	**278.21**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司所有者权益 278.21 亿元，较上年底增长 33.67%，主要系其他权益工具及少数股东权益增长所致。跟踪期内，公司以 20.00 亿元资本公积转增实收资本，转增后实收资本增至 40.00 亿元。截至 2019 年底，公司资本公积 35.64 亿元；除上述变动外，资本公积增加还包括：收到政府拨款 1.00 亿元、子公司漳州市国有资产投资经营有限公司接收整合资产增加 0.28 亿元、子公司漳州投资集团有限公司资本公积本期增加 0.08 亿元；资本公积减少包括：因对子公司漳州九龙江古雷投资有限公司调减注册资本导致资本公积减少 2.41 亿元，因公司及子公司公允价值摊销减少 0.34 亿元。跟踪期间，公司发行多期永续产品，其他权益工具同期增长 29.96 亿元至 74.53 亿元。截至 2019 年底，公司少数股东权益 72.25 亿元，

较上年底增长 14.10 亿元，主要系二级子公司九龙江古雷码头公司实施市场化债转获得 2.00 亿元及片仔癀药业留存收益增加所致。公司未分配利润 45.72 亿元，较上年底增长 84.54%。整体看，公司权益中实收资本及资本公积占比低，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，公司有息债务持续增长，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 10 公司负债主要构成情况 （单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	73.27	17.04	130.66	26.94	110.30	21.68
一年内到期的非流动负债	36.33	8.45	67.46	13.91	53.10	10.44
流动负债	**136.15**	**31.67**	**230.67**	**47.55**	**208.71**	**41.02**
长期借款	80.58	18.74	66.85	13.78	74.18	14.58
应付债券	154.77	36.00	175.21	36.12	211.66	41.60
长期应付款	49.47	11.51	4.34	0.89	5.32	1.05
非流动负债	**293.81**	**68.34**	**254.39**	**52.45**	**300.06**	**58.98**
负债总额	**429.95**	**100.00**	**485.06**	**100.00**	**508.77**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司负债总额 508.77 亿元，较上年底增长 4.89%，主要系应付债券增长所致。公司负债中流动负债占 41.02%，以短期借款和一年内到期的非流动负债为主，公司流动性压力较大。

截至 2019 年底，公司流动负债 208.71 亿元，较上年底下降 9.52%。截至 2019 年底，公司短期借款 110.30 亿元，较上年底下降 15.58%，短期借款中信用借款占 92.57%。公司应付票据 3.09 亿元、应付账款 12.58 亿元、预收款项 11.54 亿元、其他应付款 5.25 亿元，较上年底均呈增长趋势。公司一年内到期的非流动负债 53.10 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 1.22 亿元、48.38 亿元和 3.47 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 300.06 亿元，较上年底增长 17.95%。截至 2019 年底，公司长期借款 74.18 亿元，较上年底增长 10.97%，构成上以保证借款（占 76.86%）和信用借款（15.59%）为主。公司应付债券 211.66 亿元，较上年底增长 20.80%，主要系本年偿还部分到期债券后，又新增发行“19 漳九 01”20.00 亿元、“19 漳九 02”10.00 亿元、“19 漳九 03”10.00 亿元和三期境外美元债 34.73 亿元所致，公司境内发债利率在 3.95%~5.69%之间。

截至 2019 年底，公司全部债务总额 452.33 亿元，较上年底增长 2.52%，其中短期债务占 36.81%，债务结构有所优化但短期债务占比仍高。截至 2019 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 64.65%、50.68%和 61.92%，受权益增长影响上述指标均较 2018 年底有所下降。考虑到公司权益中包含 74.53 亿元可续期债券或信托产品，公司实际债务负担高于上述值。从债务期限结构看，截至 2020 年 3 月底，公司存量债务于 2020 年 4－12 月、2021 年和 2022 年到期规模分别为 195.51 亿元、150.82 亿元和 142.43 亿元，各年到期债务规模均较大，公司持续面临偿付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司的收入规模快速增长，利润总额随投资收益增加而快速增长，公司盈利能力较强。

2019 年，公司实现营业收入 186.74 亿元，同比大幅增长 40.28%，主要系贸易及药业收入增长所致；同期，公司营业成本 140.01 亿元，较上年增长 51.90%。2019 年，公司营业利润率 24.49%，较上年下降 5.56 个百分点，主要系毛利率较低的贸易业务收入占比大幅提升所致。

2019 年，公司期间费用 17.58 亿元，包括销售费用 6.32 亿元、管理费用 5.10 亿元和财务费用 6.16 亿元，受营业收入大幅增长影响，期间费用率由上年的 13.00%降至 9.42%。

2019 年，公司投资收益 12.72 亿元，较上年的-5.12 亿元快速增长。[1]公司 2019 年投资收益主要来自于福海创，2019 年福海创实现归母净利润 30.39 亿元。同期，公司因所持金融资产公允价值变动取得收益 1.23 亿元，获得政府各类补助 2.28 亿元（含 1.78 亿元融资补助）。公司利润总额 42.12 亿元。同比大幅增长 125.31%，主要系投资收益增加所致。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.87%和 12.96%，分别较上年提升 2.42 和 6.17 个百分点，公司盈利能力较强。

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。

公司经营活动现金流主要为贸易、医药等经营业务收支及往来款项。2019 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 203.11 亿元，同比大幅增长 56.01%，主要系医药及贸易收入大幅增长所致，公司现金收入比由上年的 97.80%提升至 108.77%；受往来规模扩大影响，收到及支付的其他与经营活动有关的现金均呈快速增长。2019 年，公司经营活动现金净流量 43.82 亿元。

公司投资活动主要为资金管理业务投资支付现金及收回本息获得的资金。2019 年，公司收回投资收到现金 64.54 亿元，投资支付现金 149.29 亿元，投资活动现金净流量-89.22 亿元，投资活动现金缺口规模持续扩大，系古雷经开区及圆山高新区投资需求较大所致。公司取得投资收益收到现金 3.53 亿元，为当年实际分红，低于确认的投资收益规模。

为弥补资金管理业务开展导致的投资活动缺口并平衡债务偿还需求，公司筹资活动持续保持较大力度。2019 年，公司筹资活动现金流入 353.06 亿元，主要包括借款获现 206.23 亿元、发行债券获现 125.03 亿元和吸收投资获现 13.77 亿元；公司偿还债务本息等支付现金 301.30 亿元，筹资活动现金净流入 51.76 亿元。

5. 偿债能力

公司非受限现金类资产对短期债务保障能力较弱，长期偿债能力一般；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 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 80.67%和 59.05%，较 2018 年底均有所上升；经营现金流动负债比由上年的 1.25%提升至 20.99%。截至 2019 年底，公司短期债务 166.49 亿元，非受限现金类资产为公司短期债务的 0.33 倍，非受限现金类资产对短期债务保障能力较弱。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA 为 51.73 亿元，受利润总额增加影响 EBITDA 较上年快速增长 74.77%；公司全部债务/EBITDA 降至 8.74 倍。公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径合计获得授信 310.37 亿元，尚未使用授信额度

[1]公司于 2019 年审计报告中对前期投资收益进行差错更正，对联营企业福海创计提 19.49 亿元资产减值损失，受此影响，福海创 2018 年净利润减少 14.93 亿元，公司 2018 年投资收益则由此前的 2.35 亿元调减 7.47 亿元，至-5.12 亿元。

138.82 亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年底，公司对外担保金额 34.30 亿元，担保比率 12.33%，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

母公司资产以持有至到期投资和长期股权投资为主，公司负债及永续债主要集中于母公司；母公司主要从事资金管理及贸易业务，对合并报表利润的贡献度较高。

母公司财务方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 577.05 亿元，较上年底增长 13.20%，主要系持有至到期投资及其他应收款增长所致。截至 2019 年底，母公司资产主要包括持有至到期投资 338.42 亿元、长期股权投资 144.75 亿元、其他应收款 36.30 亿元和货币资金 18.16 亿元。母公司资产总额占合并报表资产总额的 73.33%，占比较高。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 161.95 亿元，较上年底增长 37.50%，主要系其他权益工具增长所致。母公司权益中含 76.68 亿元其他权益工具，权益稳定性一般。母公司权益占合并报表所有者权益的 58.21%，占比一般。

截至 2019 年底，母公司负债合计 415.10 亿元，较上年底增长 5.86%，主要系应付债券增长所致。截至 2019 年底，母公司负债主要包括短期借款 99.43 亿元、一年内到期的非流动负债 52.64 亿元、长期借款 12.00 亿元和应付债券 211.66 亿元；母公司流动负债占 45.59%，占比较 2018 年底下降 9.04 个百分点。母公司负债占合并报表负债的 81.59%，占比高。

公司本部主要从事资金管理及贸易业务，2019 年，母公司实现营业收入 80.28 亿元，同比快速增长 104.09%，主要系贸易收入规模扩大所致。母公司贸易收入占同期合并报表的 42.99%；母公司利润总额 24.95 亿元，占同期合并报表的 59.25%，对合并报表利润的贡献度较高。

九、存续期内债券偿债能力

公司存续债券短期偿债压力及未来偿债压力均大；考虑到公司再融资渠道畅通且外部支持有力，公司存续债券整体偿债能力很强。

截至2020年5月底，公司存续债券余额378.80亿元，若存续债券中可续期债券于首个行权日回售，公司将于一年内到期的应付债券160.00亿元，未来单年度偿债峰值为2021年的125.80亿元。截至2019年底，公司非受限类现金类资产55.04亿元、经营活动现金流入量301.09亿元、经营活动现金流量净额43.82亿元、EBITDA为51.73亿元，公司存续债券保障情况见下表。

表11 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	160.00
未来待偿债券本金峰值	125.80
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	0.34
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.39
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.35
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.41

资料来源：联合资信整理

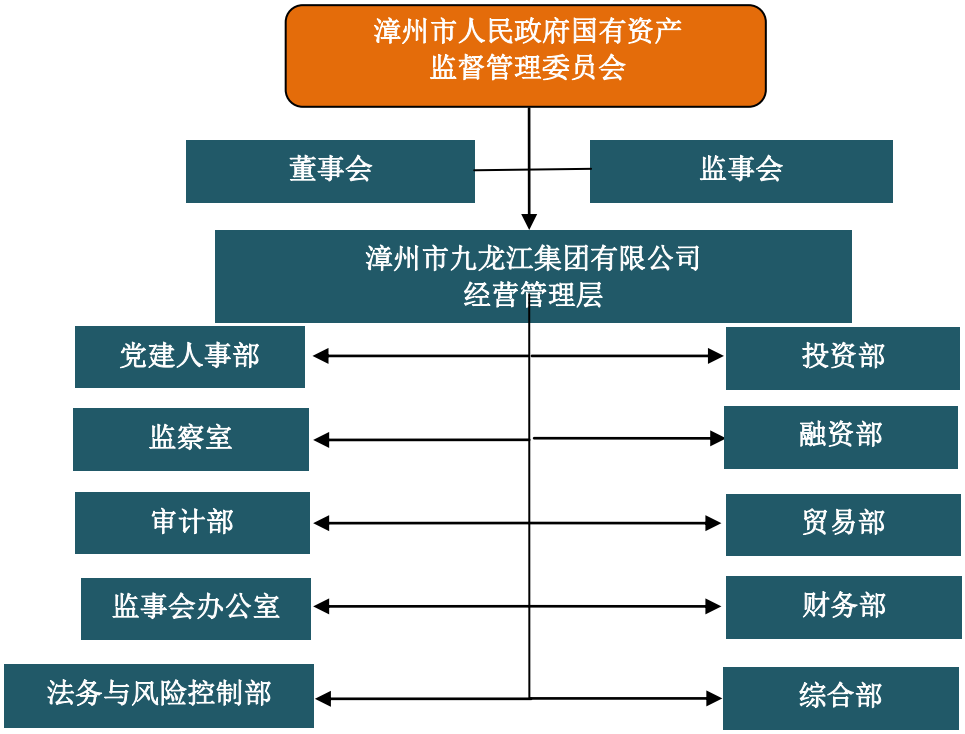
公司非受限类现金资产对一年内到期债券余额保障能力较弱，经营活动现金流入量对未来待偿债券峰值保障能力较好，EBITDA对未来待偿债券峰值保障能力较弱，公司存续债券短期偿债压力及未来偿债压力均大。公司自2020年以来已发行7支债券规模合计70.00亿元，发行利率在2.88%~3.81%之间。考虑到公司再融资渠道畅通，同时作为漳州市重要的国有资产经营和产业类投融资主体，获得漳州市政府的

有力支持，整体看，公司存续债券偿债能力很强。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“14漳九龙债/PR漳九龙”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司子公司情况

子公司名称	取得方式	业务性质	注册资本金（万元）	持股比例（%）	
				直接	间接
漳州片仔癀药业股份有限公司	划拨	药品生产	60331.72	55.11	3.31
漳州片仔癀资产经营有限公司	设立	药品销售	100000.00	100.00	--
福建龙溪轴承（集团）股份有限公司	划拨	轴承生产销售	39955.36	37.85	--
漳州市国有资产投资经营有限公司	划拨	市本级工业系统国有资产运营	39500.00	100.00	--
厦门芗江进出口有限公司	划拨	自营和代理各类及技术的进出口业务	20000.00	100.00	--
漳州投资集团有限公司	设立	金融投资及资产管理	100000.00	100.00	--
漳州九龙江圆山投资有限公司	设立	基础设施和市政公用设施的投资建设	100000.00	80.00	--
漳州九龙江古雷投资有限公司	设立	古雷基础设施和市政公用设施的投资、建设、经营和管理等	112000.00	53.57	--
漳州国药房地产有限公司	设立	房地产投资	1000.00	60.00	--

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	67.22	69.19	83.30
资产总额(亿元)	653.60	693.18	786.97
所有者权益(亿元)	223.65	208.13	278.21
短期债务(亿元)	110.81	199.15	166.49
长期债务(亿元)	235.35	242.06	285.84
全部债务(亿元)	346.16	441.21	452.33
营业收入(亿元)	103.23	133.11	186.74
利润总额(亿元)	22.12	18.69	42.12
EBITDA(亿元)	29.84	29.60	51.73
经营性净现金流(亿元)	20.71	2.88	43.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.62	12.24	16.25
存货周转次数(次)	2.70	2.99	3.53
总资产周转次数(次)	0.16	0.20	0.25
现金收入比(%)	113.98	97.80	108.77
营业利润率(%)	33.27	30.05	24.49
总资本收益率(%)	3.99	3.45	5.87
净资产收益率(%)	7.86	6.79	12.96
长期债务资本化比率(%)	51.27	53.77	50.68
全部债务资本化比率(%)	60.75	67.95	61.92
资产负债率(%)	65.78	69.98	64.65
流动比率(%)	93.11	57.46	80.67
速动比率(%)	73.04	42.60	59.05
经营现金流动负债比(%)	15.21	1.25	20.99
现金短期债务比(倍)	0.61	0.35	0.50
全部债务/EBITDA(倍)	11.60	14.91	8.74
EBITDA 利息倍数(倍)	5.78	3.58	7.61

注：公司 2019 年审计报告对前期会计差错进行更正，本报告 2018 年财务数据为追溯调整值

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	17.70	19.21	18.40
资产总额(亿元)	435.42	509.92	577.05
所有者权益(亿元)	101.09	117.81	161.95
短期债务(亿元)	101.60	186.68	153.35
长期债务(亿元)	167.57	176.00	223.66
全部债务(亿元)	269.17	362.67	377.01
营业收入(亿元)	18.83	39.33	80.28
利润总额(亿元)	8.12	8.28	24.95
EBITDA(亿元)	12.14	16.07	31.19
经营性净现金流(亿元)	10.26	5.45	12.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	757.02	528.29
存货周转次数(次)	10769.71	42.54	17.36
总资产周转次数(次)	0.04	0.08	0.15
现金收入比(%)	101.59	56.22	108.93
营业利润率(%)	55.50	29.92	16.04
总资本收益率(%)	2.87	3.11	5.41
净资产收益率(%)	6.54	6.08	14.16
长期债务资本化比率(%)	62.37	59.90	58.00
全部债务资本化比率(%)	72.70	75.48	69.95
资产负债率(%)	76.78	76.90	71.93
流动比率(%)	21.17	12.57	37.21
速动比率(%)	21.16	11.97	33.80
经营现金流动负债比(%)	8.62	2.55	6.45
现金短期债务比(倍)	0.17	0.10	0.12
全部债务/EBITDA(倍)	22.17	22.57	12.09
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	2.06	5.00

附件 4　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% （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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　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