信用评级公告

联合〔2021〕2637 号

联合资信评估股份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^+，“20 九龙江 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年四月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

漳州市九龙江集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

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
20 九龙江 CP001	A-1	稳定	A-1	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
20 九龙江 CP001	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/10/26

评级时间：2021 年 4 月 21 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
政府支持				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，旗下上市子公司片仔癀系列产品销售情况良好，同时石化产品贸易持续扩张，带动公司收入保持增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受原油价格下跌影响，公司主要联营企业福建福海创石油化工有限公司（以下简称“福海创石油”）计提大额减值损失，资金管理业务对资金占用大，有息债务负担重，短期偿债压力大等因素对公司发展及偿债能力造成的负面影响。

未来，随着药业及贸易业务规模扩张、古雷石化产业全面推进及产能释放，公司业务有望保持稳定发展。

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“20 九龙江 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司持续获得政府支持。**作为漳州市重要的国有资产经营和产业类投融资主体，2020年，公司获得融资补助1亿元及项目重组补助1.78亿元。

2. **旗下上市子公司经营业绩稳定，公司持有其股权价值高。**公司控股漳州片仔癀药业股份有限公司和福建龙溪轴承（集团）股份有限公司两家上市公司，均在行业内处于领先地位。以 2021 年 4 月 20 日市值计，公司持有两家上市公司未质押股权市值合计为 909.97 亿元。

3. **公司现金类资产对“20 九龙江 CP001”的覆盖程度高。**截至 2020 年 9 月底，公司现金类资产为 77.80 亿元，为“20 九龙江 CP001”的 7.78 倍。

关注

1. **公司债务负担重，短期偿债压力大。**截至 2020 年 9 月底，公司全部债务资本化比率为 61.30%，现金短期债务比为 0.52 倍，考虑到所有者权益中其他权益工具规模较大，实际债务负担高于上述值。

2. **跟踪期内，公司资金管理业务仍占用大规模资金，随着该业务的持续开展，未来公司持续面临较大筹资压力。**截至 2020 年

分析师：刘嘉敏
杨晓丽
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

9月底，公司资金管理板块投资余额431.49亿元；2020年1—9月，投资活动现金流出及净额分别为103.69亿元和-8.97亿元。

3.**公司投资收益易受石油价格波动影响。**公司投资收益主要来自对福海创石油的投资。2020年1—9月，受原油价格下跌及新冠疫情影响，化工产品需求收缩，福海创石油亏损，公司确认投资损失5.01亿元。

4.**公司所有者权益稳定性一般。**截至2020年9月底，公司所有者权益中其他权益工具、未分配利润及少数股东权益占比分别为29.51%、17.01%和25.69%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	54.34	49.29	58.66	77.80
资产总额（亿元）	653.60	700.37	788.54	847.67
所有者权益（亿元）	223.65	215.31	279.77	303.34
短期债务（亿元）	110.81	199.15	166.49	205.66
长期债务（亿元）	235.35	242.06	285.84	274.78
全部债务（亿元）	346.16	441.21	452.33	480.44
营业收入（亿元）	103.23	133.11	186.74	154.26
利润总额（亿元）	22.12	25.88	36.49	20.64
EBITDA（亿元）	29.84	36.79	46.20	--
经营性净现金流（亿元）	20.71	2.88	43.82	21.03
营业利润率（%）	33.27	30.05	24.49	24.64
净资产收益率（%）	7.86	9.91	10.88	--
资产负债率（%）	65.78	69.26	64.52	64.21
全部债务资本化比率（%）	60.75	67.20	61.79	61.30
流动比率（%）	93.11	57.46	80.67	77.80
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	0.52	0.52
全部债务/EBITDA（倍）	11.60	11.99	9.79	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	4.45	6.80	--
母公司（本部）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	435.42	509.65	578.62	622.75
所有者权益（亿元）	101.09	117.53	163.51	177.18
全部债务（亿元）	269.17	362.67	377.01	408.51
营业收入（亿元）	18.83	39.33	80.28	77.44
利润总额（亿元）	8.12	8.00	19.33	6.06
资产负债率（%）	76.78	76.94	71.74	71.55
全部债务资本化比率（%）	72.70	75.53	69.75	69.75
流动比率（%）	21.17	12.57	37.21	57.81
经营现金流动负债比（%）	8.62	2.55	5.41	--

注：1.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；2020 年前三季度财务数据未经审计；2.现金类资产已扣除受限货币资金；3.2017—2020 年 9 月底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为 29.57 亿元、44.56 亿元、74.53 亿元及 89.50 亿元
资料来源：公司财务报表、联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2020/11/11	唐立倩 黄焘 李思卓	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	阅读全文
AA+	稳定	2014/06/03	景 雪 田 英	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
AA	稳定	2010/06/29	陈 静	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
AA-	稳定	2009/02/05	陈 静 黄 竞	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文

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，联合资信评估股份有限公司（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
2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（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监督管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）。截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为40.00亿元，漳州市国资委持股100.00%，为公司控股股东和实际控制人。

公司经营范围：作为漳州市重要的国有资产经营和产业类投融资主体，经营管理漳州市国资委授权所属的国有资产，主要从事药品生产、机械制造、贸易及资金管理等业务，并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。

截至2020年9月底，公司内设贸易部、财务部、投资部、融资部等职能部门，合并范围内一级子公司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”，其中质押8106万股，质押率23.00%）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”，无质押）。

截至2019年底，公司（合并）资产总额788.54亿元，所有者权益279.77亿元（含少数股东权益72.25亿元）；2019年，公司实现营业收入186.74亿元，利润总额36.49亿元。

截至2020年9月底，公司（合并）资产总额847.67亿元，所有者权益合计303.34亿元（含少数股东权益77.92亿元）。2020年1—9月，公司实现营业收入154.26亿元，利润总额20.64亿元。

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，“20 九龙江 CP001”募集资金已按照规定用于偿还公司到期债务融资工具。

表 1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 九龙江 CP001	10.00	10.00	2020/10/26	1 年

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年

中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1.GDP 总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3.GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著

上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年中国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济

体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 医药产业

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，2020年中国医药制造业企业实现营业收入24857.30亿元，较上年增加973.10亿元；实现利润总额3506.70亿元，较上年增加322.46亿元，同比增长10.10%。

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。

2. 基础设施建设行业

（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中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中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，中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，中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。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，中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，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。未来，中国将以整体优化、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，未来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。2021 年为“资管新规”过渡的最后一年，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。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%。2020 年 1－9 月，漳州市地区生产总值为 3405 亿元，同比增长 2.8%；地方一般公共预算收入 173.41 亿元，同比增长 0.6%；一般公共预算支出 357.45 亿元，同比增长 3.1%，财政自给率为 48.51%。

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。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，唯一股东和实际控制人仍为漳州市国资委。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 40.00 亿元。

2. 政府支持

跟踪期内，公司持续获得政府支持。

根据漳州市财政局文件漳财企〔2020〕2号《关于批复2020年度市级国有资本经营预算的通知》，2020年，公司获得融资补助1亿元及项目重组补助1.78亿元。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码：3506000000194784），截至 2021 年 4 月 8 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制及高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于药业、机械制造、贸易和资金管理等业务。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，综合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，同比下降9.19%，主要系市场需求萎缩所致；同期，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，带动贸易业务在收入中的比重由上年的30.12%提升至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%。

2019年，公司药业、机械制造、贸易及资金管理业务的毛利率分别为44.10%、26.93%、1.76%和47.64%，其中资金管理业务毛利率同比下降4.89个百分点，主要系公司调低对古雷开发区固定回报的收益率所致。2019年公司整体毛利率为25.03%，同比下降5.73个百分点，主要受低毛利率的贸易业务收入占比提升影响。

2020年1—9月，随着药业和贸易规模进一步扩大，公司营业收入同比增长14.25%至154.26亿元。毛利率方面，2020年1—9月，公司药业、机械制造及资金管理业务毛利率同比均小幅增长，分别为47.26%、28.06%和48.54%；但考虑到低毛利率的贸易业务占比进一步提升，公司综合毛利率与上年同期持平。

表 4　公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	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	47.45	35.65	42.25	57.06	30.56	44.10	50.57	32.78	47.26
机械制造	9.47	7.11	28.28	8.60	4.61	26.93	6.95	4.51	28.06
贸易业务	40.09	30.12	0.42	83.08	44.49	1.76	69.82	45.26	1.23
资金管理	31.31	23.52	52.53	33.58	17.98	47.64	23.61	15.31	48.54
其他	4.79	3.60	33.36	2.36	4.79	40.47	3.31	2.15	22.36
合计	**133.11**	**100.00**	**30.76**	**186.74**	**100.00**	**25.03**	**154.26**	**100.00**	**25.22**

注：其他业务主要为柴油机销售及片仔癀医药贸易，因柴油机业务持续亏损，公司于2019年4月对该板块运营主体福建力佳股份有限公司实行停产改制，因而造成当年该板块收入下滑、毛利率上升；2020年1—9月，该板块实现收入3.31亿元，主要为医药贸易收入；毛利率为22.36%
资料来源：公司提供

2　业务经营

（1）药业业务

片仔癀药业主要生产销售片仔癀系列中药产品，具有很强的定价能力。跟踪期内，该业务保持突出的盈利能力，对公司收入及利润保持较大贡献。

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　片仔癀药业主要财务指标（单位：亿元）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年 9 月底
资产总额	66.58	88.11	101.21
所有者权益	53.08	69.70	79.23
项目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 1—9 月**
营业收入	47.66	57.22	50.70
利润总额	13.27	16.45	15.93
经营净现金流	6.12	-8.79	14.84

注：片仔癀药业 2019 年经营净现金流为负值主要系购买理财产品
资料来源：公司提供

跟踪期内，片仔癀药业原材料采购模式、产品销售方式变动不大。片仔癀药业收入仍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，

片仔癀药业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，主打产品价格的提升为后续收入增长提供一定保证。

表 6　片仔癀药业主营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品销售	42.34	89.23	40.90	50.60	88.68	40.87
日用品、化妆品	4.98	10.49	54.24	6.35	11.13	70.01
食品销售	0.13	0.28	25.97	0.11	0.19	36.43
合计	**47.45**	**100.00**	**42.25**	**57.06**	**100.00**	**44.10**

资料来源：公司提供

2019 年，片仔癀药业药品销售收入为 50.60 亿元，较上年增长 19.50%，主要系积极开拓市场、丰富产品线所致；毛利率为 40.87%，同比变化不大。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，2019 年片仔癀药业对前五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%。

2020 年 1—9 月，片仔癀药业实现收入 50.70 亿元，同比增长 16.78%，主要系强化市场策划及拓展销售渠道，片仔癀药业及其子公司福建片仔癀化妆品有限公司销售收入增加所致。

（2）机械制造

2020 年 1—9 月，受政策拉动及市场拓展影响，公司机械制造业务收入增长，经营业绩保持稳定。

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。龙溪股份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。

表 7　龙溪股份主要财务指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
资产总额	26.63	27.61	29.43
所有者权益	18.64	19.72	20.72
项目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**
营业收入	10.26	9.46	11.59
利润总额	0.91	1.51	1.64
经营净现金流	0.86	0.46	0.99

资料来源：公司提供

2019 年，公司实现机械制造收入 8.60 亿元，同比有所下降，主要受全球经济放缓、中美贸易摩擦等影响，国内国际市场需求萎缩，轴承销售量有所下滑，整体收入下滑所致；毛利率则由上年的 28.28%降至 26.93%。

2020 年 1—9 月，公司机械制造业务实现收入 6.95 亿元，较上年同期增长 11.20%，毛利率为 28.06%，较上年同期增加 51.02 个百分点，主要系停止柴油机业务和受国家内需拉动政策及减税降费措施效应的释放，市场需求回暖，加之航空军工等新兴应用领域及主机升级换代产品市场的拓展取得成效，龙溪股份国内市场销售持续向好所致。

为构建新的业务增长点，龙溪股份正在筹划重大资产重组事项，拟以现金方式收购国内某机械行业国有企业 65%股权。上述股权交易须通过产权交易所公开挂牌拍卖，股权收购能否成功最终取决于竞拍结果。跟踪期内，交易相关方就本次重组事项初步形成意向性方案，并于 2021 年 3 月 19 日正式签订《股权合作意向书》。截至 2019 年底，标的股权资产总额约 10.80 亿元，净资产 1.46 亿元；2019 年营业收入 7.60 亿元，利润总额 500.00 万元。截至本报告出具日，上述股权收购事项尚处于推进中。

（3）贸易业务

2020年1—9月，依托古雷港经济开发区石油炼化项目的发展，公司贸易业务收入保持增长，但新冠疫情影响下物流价格上涨导致原材料价格上涨，贸易业务毛利率下降。

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。公司贸易业务主要依托产业投资项目形成的贸易机会，开展进出口业务和国内贸易，采取锁住下游客户订单并收取保证金，自营进口并掌控货权，客户付全款提货的贸易模式。目前公司已形成以油品、化工及工矿产品等大宗商品为主的贸易业务。

跟踪期内，公司贸易板块采购和销售模式变动不大。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 1—9 月，公司贸易业务实现收入 69.82 亿元，同比增长 21.17%，主要系公司持续扩大石油化工进出口贸易所致；同期，毛利率为 1.23%，盈利水平低。

表 8　公司主要贸易品销售情况（单位：亿元）

贸易品类	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
化工产品	38.62	71.48	64.14
木材	0.31	0.53	0.08
进口镍铁	0.41	0.02	--
金属材料	1.39	9.64	3.79
鞋	1.08	0.20	0.27
合计	**41.81**	**81.87**	**68.28**

注：贸易额统计口径包括已实现贸易但尚未开票的情况，因此可能高于贸易收入
资料来源：公司提供

（4）资金管理

跟踪期内，公司对古雷经开区及圆山高新区的项目投资余额仍较大，考虑到古雷经开区仍处于前期投入阶段，产业园区尚未全面开发并完成招商引资，公司资金管理业务回收期较长，未来公司本金回收情况对古雷经开区的运营效益依赖高。

公司资金管理板块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。

古雷经开区是全国七大石化基地之一，国家发改委确认的全国唯一台湾石化产业园，享受台资项目核准特殊政策，是国内首个封关试运行管理园区。古雷开发区目前已投产项目 5 个，分别为福海创石油化工有限公司（以下简称“福海创石化”）160 万吨 PX 项目和年产 450 万吨 PTA 项目、海顺德（漳州）特种油品有限公司年产 23 万吨环保型溶剂油项目、福建春达化工有限公司 30 万吨/年增塑剂项目、康普(漳州)化工有限公司催化剂项目；在建项目 7 个，其中古雷炼化一体化一期百万吨级乙烯项目预计 2021 年上半年可正式投产；中沙（古雷）项目及其配套 1000 万吨/年炼油改扩建项目于 2019 年 10 月份正式签约，获批进入国家石化产业规划布局方案储备项目，计划 2021 年进场开工。

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，上述协议均由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余额分别为 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 9　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

截至 2020 年 9 月底，公司资金管理板块投资余额 431.49 亿元。其中，向古雷开发区累计投资 747.22 亿元，累计收到回款 495.16 亿元，其中本金 337.92 亿元，投资收益 157.24 亿元；公司累计投资圆山高新区项目开发建设 103.36 亿元，项目累计回款 59.82 亿元，其中本金 40.97 亿元，收益 18.85 亿元。2021—2023 年，公司计划每年分别对古雷开发区和圆山高新区投资 40.00 亿元和 10.00 亿元。公司未来仍面临一定资本支出压力。

（5）投资

2020 年以来，受原油价格下跌影响，福海创石油出现大幅减值和亏损，导致公司投资收益为负。

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%），并由其持有福海创石油 90.00%的股份。福海创石油是古雷 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。福海创石油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，福海创石油 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/年和 160 万吨/年。随着福海创 PX 项目和 PTA 项目的全线投产，2019 年福海创石油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 23.15 亿元，公司因参股福海创石油确认投资收益 6.99 亿元（无现金分红）。2020 年 1—9 月，福海创石油实现收入 127.24 亿元，较上年同期下降 4.88%，毛利率大幅下降至 4.09%，主要系原油价格波动导致 PX 及 PTA 产品价格大幅下跌所致；同期利润总额为-13.81 亿元（2019 年 1—9 月为 7.63 亿元）。受福海创石油石油亏损影响，公司确认投资损失 5.01 亿元。

2020 年以来，受国际油价大跌影响，福海创石油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，福海创石油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。

表 10　福海创石油主要财务指标（单位：亿元）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年 9 月底
资产总额	460.91	395.26	417.65
所有者权益	273.96	168.92	152.33
项目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 1—9 月**
营业收入	96.87	185.83	127.24
利润总额	3.48	23.15	-13.81
经营净现金流	-15.82	-1.45	16.68

注：上表为福海创石油更正后数据
资料来源：公司提供

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。

公司在建项目主要为漳州古雷港经济开发区配套设施工程，建成后将由公司运营，资金来源主要为自筹。截至2020年9月底，公司在建项目计划总投资额67.03亿元，已完成投资46.31亿元，未来尚需投资20.72亿元，存在一定融资需求。

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。随着福海创石油产能利用率的提升，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及古雷公共管廊等项目。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。

表11　截至2020年9月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	计划完工时间	总投资额	已投资额	计划投资额		
					2020年10—12月	2021年	2022年
九龙江高峰谷	2017年1月	2023年12月	10.00	1.64	0.06	0.50	0.50
古雷区域引水工程	2012年3月	2021年12月	6.05	4.84	0.26	1.00	--
古雷城乡供水一体化	2020年12月	2025年12月	5.00	0.13	0.05	0.50	1.00
区域引水工程调配站	2020年5月	2022年5月	4.36	0.45	0.10	1.50	1.50
古雷公共管廊项目	2020年2月	2020年12月	13.40	11.50	1.90	0.47	--
古雷固废项目	2020年6月	--	6.50	6.03	--	3.97	--
精细化工园区	2020年6月	--	21.72	21.72	--	0.50	--
合计	--	--	**67.03**	**46.31**	**2.37**	**1.00**	**3.00**

资料来源：公司提供

九、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。公司提供的 2020 年 1—9 月财务数据未经审计。

截至 2019 年底，公司合并范围一级子公司共 9 家，较 2018 年底减少 3 家，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。截至 2020 年 9 月底，公司纳入合并范围内一级子公司较 2019 年底无变化。总体看，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，公司资产以非流动资产为主，流动性偏弱。

截至 2019 年底，公司资产总额 788.54 亿元，较上年底增长 12.59%，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 78.65%，资产以非流动资产为主。

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。

截至 2019 年底，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 620.17 亿元，较上年底增长 9.22%。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%。

截至 2019 年底，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资金管理业务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。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 64.35 亿元，其中对福化古雷投资 47.64 亿元；长期股权投资较上年底增长 13.89%，主要系对福化古雷的投资收益增长 6.99 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 2020 年 9 月底，公司资产总额为 847.67 亿元，较 2019 年底增长 7.50%，资产结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司货币资金为 97.61 亿元，较 2019 年底增长 20.19%，其中受限部分为 28.67 亿元，主要为保证金、定期存货及利息、冻结存款等。其他应收款（合计）为 15.85 亿元，较 2019 年底增加 9.61 亿元，主要系应收利息增加所致；存货为 52.16 亿元，较 2019 年底增长 15.64%，主要系片仔癀药业和龙溪股份增加存货储备所致；在建工程为 47.53 亿元，较 2019 年底大幅增加 40.72 亿元，主要系新增投资古雷区域引水工程、区域引水工程调配站及古雷城乡供水一体化项目所致。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产总额为 28.94 亿元，占总资产的 3.41%；构成主要为受限制货币资金。此外，公司将其持有的 8106 万股无限售条件流通股质押给人保资本投资管理有限公司，质押率 23.00%，质押期限最长为 10 年，质押登记日为 2015 年 9 月 17 日。

表 12　截至 2020 年 9 月底公司资产受限情况

（单位：亿元）

项目	账目价值	受限原因
货币资金	28.67	开具银行承兑汇票/借款保证金/诉讼、法院冻结等
应收票据	0.02	开具银行承兑汇票提供质押担保
固定资产	0.25	授信抵押
合计	**28.94**	--

资料来源：公司提供

2. 资本结构

（1）所有者权益

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。

截至 2019 年底，公司所有者权益 279.77 亿元，较上年底增长 29.94%，主要系实收资本、未分配利润、其他权益工具及少数股东权益增长所致。2019 年 6 月，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当期增加 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（以下简称“九古投资”）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。2019 年，公司发行多期永续产品，其他权益工具增加 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 47.16 亿元，较上年底增长 50.78%。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 303.34 亿元（含少数股东权益 77.92 亿元），较 2019 年底增长 8.42%，主要系未分配利润、其他权益工具及少数股东权益增长所致。截至 2020 年 9 月底，公司资本公积为 33.30 亿元，较 2019 年底减少 2.33 亿元，主要系对漳浦县中汇创业投资中心（有限合伙）的基金到期退出所致；未分配利润为 51.60 亿元，较 2019 年底增长 9.43%，主要系公司经营积累所致；其他权益工具为 89.50 亿元，较 2019 年底增长 20.10%，主要系永续债券发行所致；少数股东权益为 77.92 亿元，较 2019 年底增加 5.67 亿元，主要系归属于少数股东的损益增加所致。

表 13　截至 2020 年 9 月底公司尚处于存续期的其他权益工具（单位：亿元、%）

债券简称	余额	发行日期	期限	票面利率
16 九龙江 MTN002	10.00	2016/3/24	5+N 年	4.38
17 九龙江 MTN001	10.00	2017/9/26	5+N 年	6.07
18 漳九 Y1	5.00	2018/12/20	2+N 年	5.99
交银国信.稳健 2980 号集合资金信托计划	10.00	2018/11/22	--	6.50
19 漳九 Y1	10.00	2019/3/26	2+N 年	5.69
19 漳九 Y2	15.00	2019/6/19	2+N 年	5.45
五矿信托—汇鑫 11 号集合资金信托计划	5.00	2019/4/15	--	--
20 九龙江（疫情防控债）MTN003	10.00	2020/4/24	3+N 年	3.81
20 漳九 Y1	15.00	2020/9/3	2+N 年	4.48
--	**90.00**	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

（2）负债

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，债务负担重。未来，随着公司资金管理业务的持续开展，公司债务负担或将进一步加重。

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。

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（合计）11.63 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 10.96%，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 2019 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。截至 2019 年底，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 64.52%、61.79%和 50.54%。考虑到公司所有者权益中包含 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。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额为 544.33 亿元，较 2019 年底增长 6.99%；负债构成较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司短期借款为 89.28 亿元，较 2019 年底下降 19.06%，主要系公司调整债务结构增加长期借款所致；应付票据为 10.98 亿元，较 2019 年底增加 7.90 亿元，主要系票据结算量增加所致；预收款项较 2019 年底增长 22.21%至 14.10 亿元，主要系本部贸易业务预收款比例增加所致；一年内到期的非流动负债为 105.40 亿元，较 2019 年底增长 98.50%，主要系长期借款转入所致。

有息债务方面，截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 480.44 亿元，较 2019 年底增长 6.22%。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 64.21%、61.30%和 47.53%，较上年底分别减少 0.31 个百分点、0.49 个百分点和 3.01 个百分点。考虑到其他权益工具系有息债务性质，若将其调整至长期债务核算，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 67.63%、65.26%和 54.56%，较调整前分别增加 3.42 个百分点、3.97 个百分点和 7.03 个百分点，公司债务负担加重。

3. 盈利能力

2020 年 1—9 月，公司营业收入同比持续增长，但受福海创石油亏损影响，公司投资收益大幅减少，利润总额同比有所下降，石油价格对公司盈利稳定性存在一定影响。

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，主要系低毛利率的贸易业务收入占比大幅提升所致。

2019 年，公司期间费用 19.69 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 14.43%降至 10.54%。

2019 年，公司投资收益 7.09 亿元（上年为 2.07 亿元），同比增加 5.02 亿元，主要来自权益法确认的福海创石油股权投资收益；2019 年福海创石油实现归母净利润 15.80 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 36.49 亿元。同比增长 41.00%，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 5.09%和 10.88%，分别较上年提升 0.58 和 0.97 个百分点，公司盈利能力较强。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 154.26 亿元，同比增长 14.25%，主要系药业和贸易规模进一步扩大所致；同期营业利润率为 24.64%，同比基本持平。

2020 年 1—9 月，公司期间费用为 15.02 亿元，较上年同期增长 14.92%，主要系业务拓展销售费用增长所致。

2020 年 1—9 月，公司实现投资收益-4.46 亿元，同比大幅减少 8.05 亿元，主要系福海创石油亏损所致；其他收益为 2.12 亿元，同比略有增加。同期，利润总额为 20.64 亿元，同比下降 19.63%。

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；资金管理业务的开展使公司存在较大资金需求。

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262.22亿元，筹资活动现金净流入51.76亿元。

2020年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额为21.03亿元，同比变动不大；投资活动产生的现金流量净流出额为8.97亿元，筹资活动现金流量净额为2.73亿元，同比分别减少30.40亿元和56.15亿元，公司对古雷经开区及圆山高新区投资及筹资节奏有所放缓。

5. 偿债能力

公司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%，较上年底均有所上升；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，公司短期债务为166.49亿元，现金短期债务比为0.52倍，现金类资产对短期债务保障能力较弱。截至2020年9月底，公司流动比率和速动比率较2019年底均有所下滑，分别为77.80 %和57.37%；现金短期债务比仍为0.52倍。

从长期偿债能力看，2019年公司EBITDA为46.20亿元，受利润总额增加影响EBITDA同比增长25.58%；公司全部债务/EBITDA降至9.79倍。公司长期偿债能力指标表现一般。

截至2020年9月底，公司合并口径合计获得授信351.62亿元，尚未使用授信额度167.00亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至2020年9月底，公司对外担保金额22.36亿元，担保比率7.37%，担保比率一般。被担保单位目前经营情况正常，或有负债风险一般。

表14 截至2020年9月底公司对外担保（单位：亿元）

被担保企业	企业性质	余额	担保方式	是否反担保	担保对象现状
漳州圆山新城建设有限公司	国有控股	15.99	连带担保	否	正常经营
漳州市古雷交通发展有限公司	国有控股	3.24	连带担保	否	正常经营
漳州蓝田开发有限公司	国有控股	3.13	连带担保	否	正常经营
合计	--	**22.36**	--	--	--

资料来源：公司提供

6. 本部财务概况

本部主要从事资金管理及贸易业务，资产构成以持有至到期投资和长期股权投资为主，有息债务主要集中于本部，本部债务负担重，短期偿债压力大；考虑到持有上市公司股权未质押部分市值高，本部偿债压力可控。

截至2019年底，本部资产总额578.62亿元，较上年底增长13.53%，主要系持有至到期投资及其他应收款（合计）增长所致；本部资产结构以非流动资产为主。本部流动资产主要为货币资金为18.16亿元；其他应收款（合计）为39.64亿元，较上年底大幅增加35.92亿元，主要系对九古投资的往来款增加所致。本部非流动资产主要由持有至到期投资及长期股权投资等构成。截至2019年底，本部持有至到期投资为338.42亿元，较上年底增加54.51亿元，主要系对古雷开发区和圆山高新区的协议投资增加所致；长期股权投资主要为上市子公司及古

雷管委会下属企业的投资，截至 2019 年底为 146.31 亿元。本部持有的上市公司股权市值高，可对本部债务形成有力保障。

表 15　截至 2021 年 4 月 20 日本部持有上市公司股权情况（单位：%、亿元）

证券简称	证券代码	持股比例	总市值
片仔癀药业	600436.SH	58.42	893.89
龙溪股份	600592.SH	37.85	16.08
合计	--	--	**909.97**

注：片仔癀药业总市值为扣除质押部分后数据，本部持有龙溪股份股权未质押
资料来源：Wind

截至 2019 年底，本部所有者权益合计 163.51 亿元，较上年底增长 39.13%，主要系其他权益工具增长所致。本部权益中含 76.68 亿元其他权益工具，权益稳定性一般。

截至 2019 年底，本部负债合计 415.10 亿元，较上年底增长 5.86%，主要系应付债券增长所致。其中，流动负债占 45.59%，较上年底下降 9.04 个百分点；本部负债占合并报表负债的 81.59%，占比高。截至 2020 年 9 月底，本部负债合计 445.57 亿元，较 2019 年底增长 7.34%，占合并口径的 81.86%。负债构成方面，流动负债占比有所上升，转变为以流动负债为主。截至 2020 年 9 月底，本部全部债务合计 408.51 亿元，其中短期债务 195.69 亿元，本部债务负担重，短期偿债压力大。

截至 2020 年 9 月底，本部资产负债率和长期债务资本化比率分别为 71.55%和 54.57%，较 2019 年底分别减少 0.19 个百分点和 3.20 个百分点；全部债务资本化比率为 69.75%，较 2019 年底保持不变。考虑到其他权益工具系有息债务，若将其调整至长期债务核算，本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.20%、73.84%和 63.21%，较调整前分别增加 3.65 个百分点、4.09 个百分点和 8.64 个百分点，本部债务负担加重。

截至 2021 年 4 月 12 日，以到期计，公司本部存续债务融资工具余额为 382.37 亿元，其中 2025 年到期规模 101.00 亿元，公司 2025 年存在集中兑付压力。

表16　截至2021年4月12日公司本部存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	余额	到期日	行权日
21 九龙江 SCP001	8.00	2021-06-22	--
20 九龙江 SCP003	5.00	2021-06-22	--
20 九龙江 CP001	10.00	2021-10-26	--
19 漳九 Y2	15.00	2021-06-21	2021-06-21
18 漳九 04	10.00	2021-12-14	--
18 漳九 03	10.00	2021-10-26	--
16 九龙江 PPN001	10.00	2021-12-01	--
14 漳九龙债	1.40	2021-06-20	2021-06-20
小计	**69.40**	--	--
20 漳九 Y3	5.00	2022-12-21	2022-12-21
20 漳九 Y2	15.00	2022-11-02	2022-11-02
20 漳九 Y1	15.00	2022-09-07	2022-09-07
九龙江集团 5.6% B20220910	5.00	2022-09-10	--
17 九龙江 MTN001	10.00	2022-09-28	2022-09-28
17 漳九 01	28.97	2022-07-10	--
小计	**78.97**	--	--
21 漳九 Y1	10.00	2023-02-05	2023-02-05
20 九龙江(疫情防控债)MTN003	10.00	2023-04-28	2023-04-28
18 九龙江 MTN003	6.00	2023-07-12	--
18 九龙江 MTN002	4.00	2023-05-24	--
18 九龙江 MTN001	8.00	2023-05-03	--
16 漳九龙	25.00	2023-04-07	--
小计	**63.00**	--	--
21 九龙江 PPN001	10.00	2024-03-19	--
19 漳九 02	10.00	2024-04-08	2022-04-08
19 漳九 01	20.00	2024-03-14	2022-03-14
小计	**40.00**	--	--
20 九龙江 PPN002	10.00	2025-11-04	2023-11-04
20 漳九 03	12.00	2025-10-20	2023-10-20
20 九龙江 MTN004	11.00	2025-10-20	--
20 九龙江 PPN001	10.00	2025-05-22	2023-05-22
20 漳九 02	15.00	2025-04-27	2023-04-27
20 九龙江 MTN002	10.00	2025-04-03	--
20 漳九 01	13.00	2025-03-16	2023-03-16
20 九龙江 MTN001	10.00	2025-03-06	--
19 漳九 03	10.00	2025-12-09	2022-12-09
小计	**101.00**	--	--
21 漳九 02	15.00	2026-03-18	2024-03-18
21 漳九 01	15.00	2026-01-08	2024-01-08
小计	**30.00**	--	--
合计	**382.37**	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司本部主要从事资金管理及贸易业务，2019年，本部实现营业收入80.28亿元，同比快速增长104.09%，主要系贸易规模扩张所致。其他收益1.78亿元，主要为政府贴息补助；投资收益为对福化古雷的投资，2019年为12.10亿元，同比增加9.98亿元，主要系福化古雷子公司福海创石油当期盈利较好所致；2019年本部利润总

额19.33亿元。2020年1—9月，本部实现营业收入77.44亿元，同比增长48.25%；利润总额6.06亿元，同比下降50.62%，主要系福海创石油亏损，公司确认投资收益-2.60亿元（上年同期为7.50亿元）所致。

十、本期债券偿债能力分析

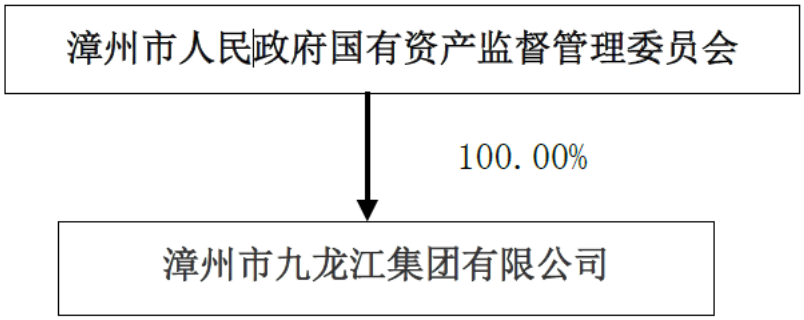
公司现金类资产和经营活动现金净流量对“20九龙江CP001”的覆盖程度高。

“20九龙江CP001”，余额10.00亿元。截至2020年9月底，公司现金类资产（已剔除受限货币资金）为77.80亿元，为“20九龙江CP001”的7.78倍。2019年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为301.09亿元和43.82亿元，对“20九龙江CP001”的保障倍数分别为30.11倍和4.38倍。

十一、结论

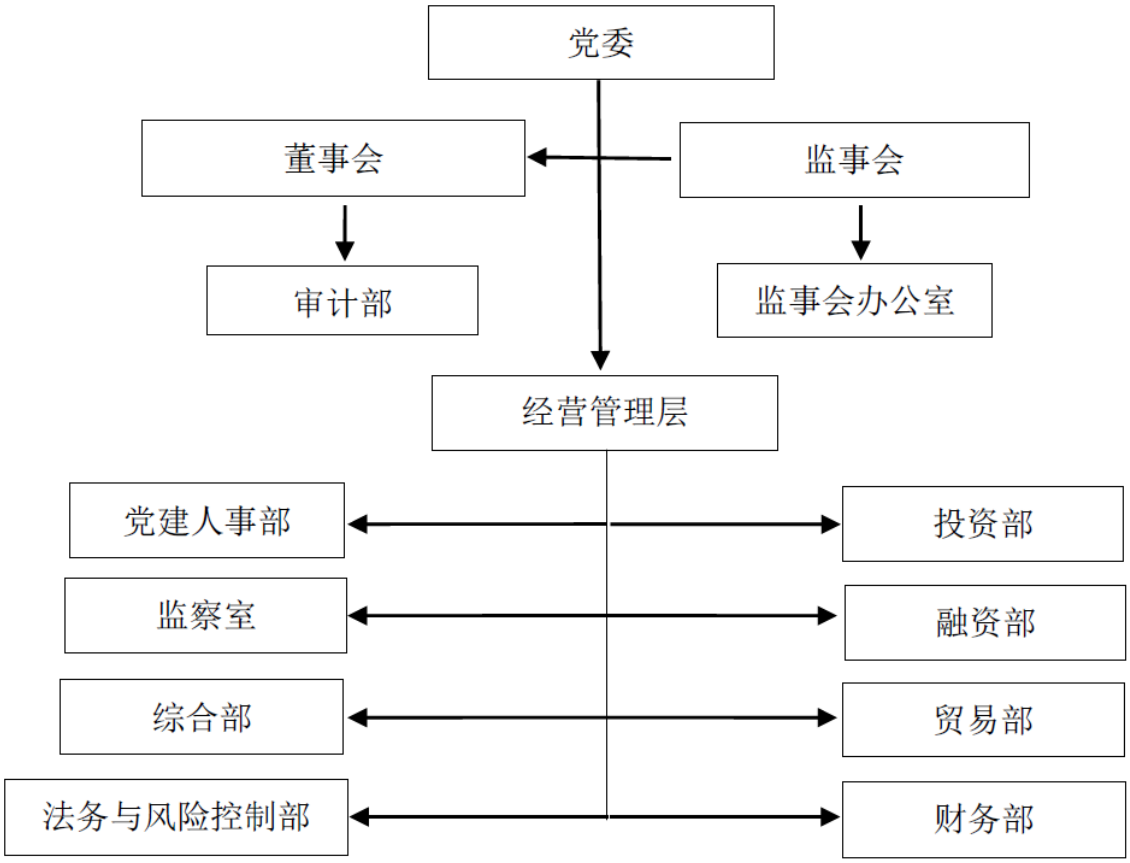
综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“20九龙江CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司主要子公司情况

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（注 1）	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（注 2）	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	56.51	--
漳州国药房地产有限公司	设立	房地产投资	1000.00	83.37	--

注：1.截至 2020 年 9 月底，公司子公司漳州市国有资产投资经营有限公司直接持有片仔癀药业的股份比例为 0.50%，公司本部直接持有片仔癀药业的股份比例为 54.61%，合计直接持股比例为 55.11%。此外，公司代管漳龙实业有限公司的片仔癀药业股份比例为 3.31%，代管股份列入“长期应付款”核算。合并后，公司对片仔癀药业的持股比例和表决权比例均为 58.42%；2.公司对龙溪股份的持股比例未超过 50%，但由于公司为龙溪股份第一大股东，且除公司以外的前十大股东持股比例均不超过 5%，故根据企业会计准则将其纳入合并范围
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	54.34	49.29	58.66	77.80
资产总额（亿元）	653.60	700.37	788.54	847.67
所有者权益（亿元）	223.65	215.31	279.77	303.34
短期债务（亿元）	110.81	199.15	166.49	205.66
长期债务（亿元）	235.35	242.06	285.84	274.78
全部债务（亿元）	346.16	441.21	452.33	480.44
营业收入（亿元）	103.23	133.11	186.74	154.26
利润总额（亿元）	22.12	25.88	36.49	20.64
EBITDA（亿元）	29.84	36.79	46.20	--
经营性净现金流（亿元）	20.71	2.88	43.82	21.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.62	12.24	16.20	--
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	101.15
营业利润率（%）	33.27	30.05	24.49	24.64
总资本收益率（%）	3.99	4.51	5.09	--
净资产收益率（%）	7.86	9.91	10.88	--
长期债务资本化比率（%）	51.27	52.92	50.54	47.53
全部债务资本化比率（%）	60.75	67.20	61.79	61.30
资产负债率（%）	65.78	69.26	64.52	64.21
流动比率（%）	93.11	57.46	80.67	77.80
速动比率（%）	73.04	42.60	59.05	57.37
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	0.52	0.52
全部债务/EBITDA（倍）	11.60	11.99	9.79	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	4.45	6.80	--

注：1.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；2020 年前三季度财务数据未经审计；2.现金类资产已扣除受限货币资金；3.2017—2020 年 9 月底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为 29.57 亿元、44.56 亿元、74.53 亿元及 89.50 亿元

资料来源：公司财务报表、联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/本部）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.70	19.21	18.40	22.60
资产总额（亿元）	435.42	509.65	578.62	622.75
所有者权益（亿元）	101.09	117.53	163.51	177.18
短期债务（亿元）	101.60	186.68	153.35	195.69
长期债务（亿元）	167.57	176.00	223.66	212.83
全部债务（亿元）	269.17	362.67	377.01	408.51
营业收入（亿元）	18.83	39.33	80.28	77.44
利润总额（亿元）	8.12	8.00	19.33	6.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	10.26	5.45	10.24	8.59
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	102.18
营业利润率（%）	55.50	29.92	16.04	14.41
总资本收益率（%）	1.79	1.43	3.20	--
净资产收益率（%）	6.54	5.86	10.58	--
长期债务资本化比率（%）	62.37	59.96	57.77	54.57
全部债务资本化比率（%）	72.70	75.53	69.75	69.75
资产负债率（%）	76.78	76.94	71.74	71.55
流动比率（%）	21.17	12.57	37.21	57.81
速动比率（%）	21.16	11.97	33.80	53.21
经营现金流动负债比（%）	8.62	2.55	5.41	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.10	0.12	0.12
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1.公司 2019 年审计报告对前期会计差错进行更正，2018 年财务数据为追溯调整值；2020 年前三季度财务数据未经审计；2.2017—2020 年 9 月底，公司所有者权益中包含其他权益工具，期末余额分别为 29.57 亿元、44.56 亿元、76.68 亿元及 91.65 亿元

资料来源：公司财务报表、联合资信整理

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% （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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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+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 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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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