跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1025 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持漳州市九龙江集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 九龙江 MTN1”、“12 九龙江 MTN3”、“13 九龙江 MTN1”、“14 九龙江 MTN001” AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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

漳州市九龙江集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 九龙江 MTN1	6 亿元	2012/5/23-2017/5/23	AA	AA
12 九龙江 MTN3	6 亿元	2012/11/21-2017/11/21	AA	AA
13 九龙江 MTN1	4 亿元	2013/5/27-2018/5/27	AA	AA
14 九龙江 MTN001	3 亿元	2014/3/26-2019/3/26	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.26	35.18	62.13	70.49
资产总额(亿元)	215.72	359.63	560.31	595.48
所有者权益合计(亿元)	80.20	93.85	171.24	186.06
长期债务(亿元)	75.73	181.04	213.06	223.50
全部债务(亿元)	117.11	243.16	284.60	301.80
营业收入 (亿元)	34.43	37.13	55.28	15.39
利润总额 (亿元)	8.10	9.12	15.62	4.58
EBITDA(亿元)	15.31	11.16	20.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.40	7.14	12.34	10.33
营业利润率(%)	38.98	34.69	39.41	42.66
净资产收益率(%)	8.26	7.90	7.08	--
资产负债率(%)	62.82	73.90	69.44	68.75
全部债务资本化比率(%)	59.35	72.15	62.43	61.86
流动比率(%)	110.00	88.84	105.77	100.71
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	21.80	14.18	--
经营现金流动负债比(%)	4.49	9.43	12.93	--

注：公司 2016 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

张峻铖　周海涵

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http：//www.lhratings.com

评级观点

漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”）作为漳州市经营性产业类国有大中型企业。跟踪期内，漳州市地区经济发展良好，整体经济实力和财政实力有所增强，公司资产总额快速上升，收入规模持续增大。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司对古雷港经济开发区的投资规模持续加大，对公司资金形成较大占用，债务规模持续攀升等因素对公司发展及偿债能力造成的负面影响。

漳州市政府对公司的基础设施建设项目支持力度较大，公司将继续强化在片仔癀药业及轴承产业方面的经营优势，完善产业链，公司收入规模及资产规模有望稳步增长，对信用水平形成有效支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据覆盖能力较好；同时考虑上述中期票据错期兑付，存续期中期票据偿付安全性较高。

综合考虑，联合资信维持漳州市九龙江集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 九龙江 MTN1”、“12 九龙江 MTN3”、“13 九龙江 MTN1”和“14 九龙江 MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 公司作为漳州市经营性产业类国有大中型企业，跟踪期内，公司在财政资金支持及税收优惠等方面继续获得政府大力支持力。
2. 公司拥有的两家上市公司均在行业内处于领先地位，资产质量较好，营业利润率较高。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务负担重，面临一定的短期支付压力。

2. 公司对古雷港经开区的投资规模持续加大，一定程度上影响公司资产流动性。
3. 公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。
4. 公司下属子公司龙溪股份受市场需求萎缩影响，营业收入持续下滑。

信用评级报告声明

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

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于漳州市九龙江集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”）是由漳州片仔癀集团公司改制而成，根据漳州市人民政府国有资产监督管理委员会，漳国资发改【2010】70号《关于同意漳州片仔癀集团公司改制为漳州市九龙江集团有限公司的批复》，及漳国资产权【2010】42号《关于同意漳州片仔癀集团公司净资产处置的批复》，2010年12月31日将经评估净资产44.46亿元中的20亿元人民币作为公司注册资本，其他作为公司资本公积。2011年3月27日，漳州片仔癀集团公司更名为漳州市九龙江建设有限公司。2014年12月31日，漳州九龙江建设有限公司更名为漳州市九龙江集团有限公司。截至2016年3月底，公司注册资本为20亿元，最终实际控制人为漳州市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：基础设施建设、房地产开发与经营；对工业农业、建筑业、制造业、第三产业的投资；建筑材料（危险化学品除外）、普通机械、电器设备、汽车零部件、金属材料、铝塑制品、日用化学品、包装材料及制品（涉及许可审批项目除外）的批发零售；土地收储；自营和代理商品及技术的进出口（涉及前置许可审批项目、国家限制经营及禁止进出口的商品和技术除外）。

截至2016年3月底，公司共下设财务部、审计部、综合管理部、投融资中心、党群部、法务与风险控制部及监察室七个职能部门。

截至2016年3月底，公司纳入合并范围的子公司共10家，其中包括2家上市公司，即漳州片仔癀药业股份有限公司（以下简称“片仔癀药业”，股票代码600436，截至2016年3月底，公司持股比例为58.42%[1]）和福建龙溪轴承（集团）股份有限公司（以下简称“龙溪股份”，股票代码600592，截至2016年3月底公司持股比例为37.85%）。

截至2015年底，公司资产总额为560.31亿元，所有者权益合计171.24亿元（其中少数股东权益78.68亿元）；2015年公司实现营业收入55.28亿元，利润总额15.62亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为595.48亿元，所有者权益合计186.06亿元（其中少数股东权益80.15亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入15.39亿元，利润总额4.58亿元。

公司注册地址：漳州市芗城区上街1号片仔癀综合大楼18层；法定代表人：潘杰。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，

[1]根据片仔癀 2016 年第一季度报告，公司本部持股比例为 54.61%，通过下属子公司漳州市国有资产投资经营有限公司间接持股 0.50%，代管漳龙实业有限公司持有的 3.31%的股份，合并后公司共持有片仔癀股份 58.42%。

但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济环境

漳州隶属福建省，东濒台湾海峡，东北与泉州和厦门接壤，西北与龙岩相接，西南与广东的潮州毗邻。下辖两个市辖区（芗城区，龙文区）、1个县级市（龙海市）、8个县（漳浦县，平和县，东山县，长泰县，华安县，诏安县，云霄县，南靖县），总人口502.08万人。

根据《漳州市2015年国民经济和社会发展统计公报》显示，2015年漳州市全年实现地区生产总值2767.45亿元，比上年增长11.0%。其中，第一产业增加值370.87亿元，增长4.3%；第二产业增加值1343.19亿元，增长10.2%；第三产业增加值1053.39亿元，增长14.8%。人均地区生产总值55571元，比上年增长10.2%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为13.4%，第二产业增加值比重为48.5%，第三产业增加值

比重为38.1%。

2015年，漳州市全年全部工业增加值1118.00亿元，增长10.0%，其中，规模以上工业增加值增长10.6%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有控股企业增长6.2%；集体企业增长14.0%，股份制企业增长14.6%，外商及港澳台商投资企业增长4.6%；私营企业增长16.5%。分轻重看，轻工业增长14.0%，重工业增长7.0%。分门类看，采矿业增长24.0%，制造业增长11.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降7.1%。工业产品销售率98.5%，比上年提高0.2个百分点。全年全社会固定资产投资2573.73亿元，比上年增长20.6%。其中，固定资产投资（不含农户）2516.08亿元，增长20.9%；农户投资57.65亿元，增长8.8%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资增长7.2%；第二产业投资增长13.9%，其中，工业投资增长18.0%；第三产业投资增长27.7%。全年房地产开发投资502.51亿元，比上年增长6.4%。其中，住宅投资367.62亿元，增长9.4%。

从财政收支情况来看，2015年，漳州市全年公共财政总收入274.75亿元，增长4.1%，其中，地方公共财政收入179.10亿元，增长6.0%；公共财政支出355.37亿元，增长30.2%。全市国税总收入（含海关代征）105.55亿元，下降0.9%；全市地税系统组织各项收入127.96亿元，下降0.7%。

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

2．医药产业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自1998年以来，医药工业增速大约为GDP增速的1～1.5倍。1998～2008年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010年以来，随着基层医疗机构的发展，

新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2015年，中国医药制造业实现主营业务收入25537.1亿元，同比增长9.10%，利润总额2627.3亿元，同比增长12.90%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2016年1-3月，中国医药制造业实现主营业务收入6100.3亿元，同比增长10.10%，利润总额632.6亿元，同比增长14.20%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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

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

麝香是公司药品生产所需的重要原材料。麝香是一种常用的名贵中药材，是常用急救中成药的主要原料。麝香取自于麝，麝目前已被动物保护公约列为二类保护动物，其制成品的生产和销售要遵守公约规定。近年来，由于多头经营麝香，出现竞相抬价抢购，不法分子掺杂掺假，走私活动猖獗等问题，麝资源也遭到

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

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

3．轴承行业

轴承属于机械基础件。轴承工业是技术密集型、资本密集型和劳动密集型相互兼容的产业，技术水平是轴承工业发展的重要因素。中国目前已建立较完备的轴承工业体系，形成较完整的研究开发体系。近年来，中国轴承行业已发展成为世界轴承制造大国，但并非轴承制造强国，行业集中度仍然较低，基本形成了国有（或国有控股）、民营、外资（或合资）企业三足鼎立的竞争格局。与SKF、INNA等世界轴承巨头比较，国内多数企业产品质量、技术水平不高，同质化竞争严重，主要依靠人工成本的相对优势参与中低端市场竞争，产能过剩导致市场竞争日愈激烈；然而，国内高端市场却是另外一番景象，航空军工、轨道交通等重要装备的机械零部件自主配套率低，绝大多数仍然依赖进口，该领域国产化替代需求潜力大、利润丰厚，具有广阔的发展前景，但产品质量技术要求高，开发周期长，成为国内企业进入的障碍。

另一方面，工业发达国家加大在华投资力度，旨在抢占科技进步和产业发展的制高点，在新一轮的竞争中巩固高端市场份额，挤压国内轴承企业在高端市场的发展空间，已逐渐形成了“国际轴承市场竞争国内化、国内轴承市场竞争国际化”的行业发展态势；同时，跨国轴承公司通过在中国轴承企业贴牌生产、从中国轴承企业采购或协作加工（锻件、车加工件）的方式，缩小制造成本的劣势，挤占中低端市场份额，也进一步加剧了轴承市场竞争的激烈程度。

轴承制造业属完全竞争市场，周期性强，行业发展与经济周期密切相关。近年来，世界经济步入漫长的调整周期，发达经济体总体表现疲软，发展中国家增长乏力，国内经济受“三期叠加”的影响，增速逐年回落，特别是固定资产投资减速，使得与投资拉动高度关联的轴承行业遭受冲击，产能过剩和市场需求不足的问题日益凸显，行业景气度持续下滑，企业经营举步维艰，主营业务亏损已成为行业新常态。

根据国家统计局的统计数据，2014年，中国轴承行业销售收入2740.89亿元，比上年增长9.54%。2014年，轴承行业累计出口53.70亿套，同比增长13.20%，累计出口金额37.66亿美元，同比增长11.10%。截至2015年3月底，全国共有轴承制造企业1729家。从行业集中度来看，中国轴承行业长期低水平的重复建设形成的产业结构的深层次矛盾没有解决，致使产业集中度低的问题没有好转，CR10、CR30长期在30%、45%左右徘徊。

4．柴油发动机行业

目前，柴油发动机已经成为汽车、农业机械、工程机械、船舶、内燃机车、地质和石油钻机、军用、通用设备、移动和备用电站等各种装备的主要配套动力，行业覆盖面较广，行业发展和国家整体经济走势密切相关。根据中国内燃机工业协会的统计显示，多缸柴油机主要配套在商用车领域、农机领域、工程机械领域，集中比例分别为62.15%、18.09%、11.67%，所以汽车（尤其是商用车）行业为柴油发动机提供了最大的应用市场，汽车产业的发展对柴油发动机企业的生产经营有着很大影响。

汽车行业方面，2009、2010年，党中央、国务院启动了4万亿投资计划，汽车产业也出台了多种汽车消费优惠政策，汽车市场获得了高速增长，这其中包括了一部分超前消费量，而2011、2012年由于超前消费后的市场需求放缓，加上各种优惠政策的退出，导致汽车市场增速大幅降低。在经历两年5%以下的低速增长后，2013年中国汽车消费市场重新回到两位数增速，2014年，中国汽车产销量分别为2372万辆和2349万辆，同比增长7.3%和6.9%，保持平稳增长，但增速低于年初预期。其中，乘用车产销分别同比增长10.2%和9.9%；商用车产销同比下降5.7%和6.5%。商用车在2010年达到历史最高点后，2011年和2012年连续两年出现负增长，2013年恢复增长。货车车型中，受国四排放标准执行后带来成本上升和厂家生产准备不足等原因影响，轻型货车销量大幅下降12.9%，由于轻型货车销量比重高，使得货车行业销量出现了8.9%的下滑。客车方面受到城市公交（含新能源车）、校车增长及轻型客车带动，使客车市场继续保持平稳增长。

受商用车行业景气度下滑的影响，柴油发动机市场需求乏力，产销规模呈下滑态势。2014年，中国车用柴油发动机产销量分别为319.78万台和323.44万台，分别同比下降10.25%和9.69%，降幅较上年分别扩大0.49个和0.43个百分点；2015年1～6月，中国车用柴油发动机产销量分别为140.17万台和141.18万台，比上年同期分别下降21.72%和21.71%。整体看，受下游主要行业景气度波动的影响，柴油发动机行业已体现出一定下行压力。

2014年4月23日，工信部发布公告（2014年第27号），为落实《节能减排“十二五”规划》和《大气污染防治行动计划》，促进大气污染防治，减少汽车尾气排放，保护消费者权益，定于2014年12月31日废止适用于国家第三阶段汽车排放标准（以下简称“国三”）柴油车产品《公告》，2015年1月1日起国三柴油车产品将不得销售。从整车层面来看，由于轻型柴油车已经实施国IV标准，此次国IV排放标准的全面实施将主要影响重卡市场并会导致重卡价格的上升，消费者倾向于在升级之前增加对旧车型的购买，升级前后重卡销量具有较大的波动性。汽车零部件层面，国内汽车厂家大多选择SCR（选择性催化还原）的技术升级路线，掌握符合国IV排放标准的发动机技术和具有相关产品储备的企业，可能在排放标准升级过程中挤占部分竞争对手份额，巩固市场地位。由于各整车厂于2014年下半年开始加大对国IV车型排产，相关汽车零部件企业有望持续受益。该政策体现了国家通过提升柴油机行业的并购重组、环保标准等举措推动柴油机行业发展的政策导向。

作为汽车、工程机械、造船等行业的上游产业，柴油机行业的发展直接与其密切相关。目前，国内重型汽车市场保有量约为600万辆，全国货运总量平均每年增长约10%，根据车辆报废新标准分析，重型汽车报废里程约为60万公里，基本上五年内要报废。每年更新车辆总量约65～70万辆，这是拉动重型汽车市场需求上涨的重要因素。工程机械行业受国家固定资产拉动，中短期内也将保持稳定增长。相应的，柴油机作为上述行业产品的配套产品，其发展前景良好。

从细分产品发展看，中重型机（6缸机）的发展受国家宏观经济形势及相关政策的落实影响较大。未来，随着国家固定资产的高位运行

及国外经济的逐渐企稳，该细分行业有望保持较高的增幅。同时，受技术瓶颈影响，该细分行业内的竞争集中度将进一步加剧；中轻型机（4缸机）受汽车下乡政策影响，透支消费严重，而且行业内企业数量较多，在技术水平和生产规模上较国外生产厂商具有一定的差距，其未来将保持一定的增长，但增幅将有所回落。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是漳州市人民政府国有资产管理委员会下属的全资子公司。

2. 企业规模与竞争力

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

在城市基础设施建设方面，公司主要职责是负责产业类基础设施投资。公司定位于漳州市经营性产业类国有大中型企业，未来将把自主经营的、有收益的产业类固定资产投资项目作为主要方向，并通过创新投融资模式、拓宽投融资渠道，为漳州市产业类项目投资筹措资金。公司目前在投资的疏港公路主干道属于漳州市古雷港经济开发区的重点项目，是开发区产业发展的重要保证。古雷港经济开发区是国家级石化基地之一，是全国最大的PX项目。

公司药业主要由下属子公司片仔癀药业经营。片仔癀药业主要经营中成药生产和销售，是中成药行业50强，已有5个剂型通过GMP认证，主要产品为片仔癀，两度荣获国家质量金质奖，并列入国家重要一级保护品种，片仔癀由公司独家生产，其处方、工艺均被国家中医药管理局和国家保密局列为国家绝密。“片仔癀”被评为福建省著名商标，全国驰名商标。

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

3. 政府支持

跟踪期内，政府对公司的支持主要体现为财政资金支持和税收优惠政策。

（1） 财政补贴

2015年，公司共计收到漳州市各项政府补贴资金合计0.35亿元。

（2） 财政资金支持

公司改制后，承担部分漳州市基础设施建设工作。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。漳州市古雷经济开发区管委会计划以古雷经济开发区土地出让收益及古雷经济开发区可支配收入作为公司整体回报资金来源。截至2016年3月底，已按计划收回投资本金88.10亿元，投资收益43.58亿元。

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

（3） 税收优惠

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

业所得税。

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

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度、高层管理人员无重大变化。

七、经营分析

公司为福建省漳州市一家从事医药制造、轴承制造、日用品、化妆品、酒店客房、洗涤服务等多个行业的多元化国有企业集团。经过多年的发展，公司形成了以片仔癀药业为核心的医药制造（中成药制造）、日用品、化妆品业务平台；以龙溪轴承为核心的轴承制造业务平台；以福建力佳股份有限公司为核心的柴油机制造业务平台；以片仔癀大酒店为核心的酒店客房、洗涤服务业务平台。

1. 经营概况

2015年，公司实现营业收入55.28亿元，同比增长48.89%，主要系投资古雷开发区所获得的收益增加带动其他业务收入大幅增长所致。

公司药业收入为主要子公司片仔癀药品销售收入及日用品、化妆品销售收入，2015年，公司药业同比增长29.40%，实现收入18.75亿元，在营业收入中的占比为39.05%；公司机械制造收入中主要为轴承等商品销售，2015年公司机械制造业务板块实现收入5.39亿元，同比下降21.50%，在营业收入中占比为9.75%；公司柴油机销售、酒店运营等其他业务实现收入5.22亿元，在营业收入中的占比由上年的7.02%上升至9.44%。公司其他业务收入主要为公司投资古雷开发区所获得的固定收益，2015年实现收入25.92亿元，同比大幅增长96.94%，占公司营业收入比重由上年的35.44%上升至46.89%。整体看，公司营业收入主要以药业收入和轴承及柴油机等商品销售收入为主，公司其他业务收入主要来自投资古雷开发区所获得的固定收益，规模持续增大，成为公司营业收入的重要组成部分。

从毛利率看，公司总体毛利率水平较高。2015年，公司药业毛利率为47.01%，较上年有所下降；机械制造业务的毛利率有所上升，2015年为29.24%；柴油机销售、酒店运营等其他业务的毛利率有所回落，2015年为12.11%；其他业务收入的毛利率为48.19%，同比增长18.40个百分点，主要原因是本年度投资收益大幅增长所致。整体看，受其他业务毛利率提升影响，2015年公司综合业务毛利率由上年的37.32%提升至42.54%。

2016年1~3月，公司实现营业收入15.39亿元，为2015年全年的27.83%。其中，主营业务实现收入6.82亿元，为2015年全年的23.23%；其他业务实现收入8.57亿元，为2015年全年的33.05%。受药业收入毛利率增长影响，公司2016年第一季度综合业务毛利率较2015年有所上升，为46.69%。

表 1　2014~2015 年及 2016 年第一季度公司收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品、日用品及化妆品、食品销售	144936.97	39.04	50.51	187545.67	33.92	47.01	46247.40	30.06	62.87
机械制造	68673.71	18.50	28.08	53905.91	9.75	29.24	11575.79	7.52	17.28

柴油机销售、酒店运营等其他	26049.83	7.02	26.31	52173.45	9.44	12.11	10376.43	6.74	13.88
主营业务合计	239660.51	64.56	41.46	293595.03	53.11	37.54	68199.62	44.33	47.68
资金管理	125373.37	33.77	29.84	248664.22	44.99	48.23	83111.12	54.02	48.76
其他	6218.23	1.67	28.76	10495.89	1.90	47.38	2541.51	1.65	-47.29
其他业务合计	131591.60	35.44	29.79	259160.11	46.89	48.19	85652.63	55.67	45.91
合计	**371252.11**	**100.00**	**37.32**	**552755.14**	**100.00**	**42.54**	**153852.25**	**100.00**	**46.69**

资料来源：公司提供

药业

公司药业主要是中成药的生产及销售，并涉及少量化妆品生产业务，由其下属子公司片仔癀药业经营。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 2　2014~2015 年及 2016 年第一季度片仔癀公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品销售	126949.52	87.32	48.35	162924.28	86.40	45.36	41447.98	88.42	62.63
日用品、化妆品	17613.6	12.11	66.44	23338.6	12.38	58.87	4607.50	9.83	66.11
食品销售	373.85	0.26	35.62	1252.79	0.66	40.32	191.92	0.41	36.45
其他业务	450.01	0.31	-141.92	1051.79	0.56	47.03	630.37	1.34	-261.14
合计	145386.98	100.00	49.92	188567.47	100.00	47.01	46877.77	100.00	58.51

资料来源：片仔癀公司2014~2015年年报及2016年一季报

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制药收入的比例在 85%以上，是片仔癀药业的主打产品，其他药品销售收入合计占比 20%左右。片仔癀系列药品是国家保密配方产品，采用纯中药材料麝香、牛黄、田七等独家配置，产品常年供不应求，远销海外（以东南亚国家为主）。片仔癀药业药品定价的基本原则为政府定价和市场定价相结合，根据不同的产品和市场实际情况，实行不同的定价策略，公司对该产品具有很强的定价能力。得益于近三年片仔癀系列产品的多次提价，公司制药收入出现快速持续增长，2015 年，公司药品销售收入为 16.29 亿元，销售毛利率为 45.36%。此外，片仔癀药业还开发片仔癀系列化妆品。2015 年，日用品及片仔癀系列化妆品销售收入为 2.33 亿元，对营业收入形成重要补充，且该业务毛利率较高，达到 58.87%。

从客户集中度来看，2015 年，片仔癀药业对前 5 名客户的销售金额合计 5.15 亿元，占全部药品销售额的 27.30%。从地区分布看，公司生产的药品大部分销往国内市场，部分销往香港、澳门、印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、美国、加拿大等地。2015 年，片仔癀药业实现境外收入人民币 2.23 亿元，占营业收入的 11.89%。

2016 年 1~3 月，片仔癀药业实现营业收入 4.69 亿元，占 2015 年全年收入的 24.86%；受药品销售业务毛利率增长影响，公司整体毛利率较上年底增长 11.50 个百分点，达 58.51%。

轴承

公司轴承业务主要由下属子公司龙溪股份经营，主要经营关节轴承等特种轴承及汽车配件等机械基础件、配套件产品的生产及销售。龙溪股份在关节轴承领域建立了较强的研发能力及核心竞争力，目前是中国关节轴承最大的制造商和出口商，不仅在中国关节轴承市场中处于垄断地位，同时在国际市场上也有一定市场份额。

表 3　2014~2015 年及 2016 年第一季龙溪股份营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轴承产品	52511.49	71.89	29.17	47299.96	78.81	26.66	10976.56	82.16	21.89
齿轮箱	5649.90	7.73	3.78	2645.39	4.41	6.81	826.03	6.18	-47.40
针织机	14720.54	20.15	33.48	10242.20	17.07	36.38	1486.73	11.13	14.75
其他	3384.33	4.63	16.82	3517.89	5.86	17.92	835.12	6.25	18.20
抵消	3220.65	4.41	0.00	3689.35	6.15	1.30	764.24	5.72	2.57
合计	**73045.62**	**100.00**	**28.79**	**60016.09**	**100.00**	**28.49**	**13360.21**	**100.00**	**17.69**

资料来源：龙溪股份 2014~2015 年年报及 2016 年一季报

自 2012 年以来，国内外经济增速放缓，市场需求萎缩，因去库存导致工程机械、载重汽车等公司下游重点主机厂商基本处于停产或半停产状态，加上海外市场需求持续不振，公司市场订单急剧回落，使得龙溪股份从 2012 年开始主营业务收入逐年下降。2015 年，龙溪股份轴承业务实现收入 6.00 亿元，较上年下降 17.84%。

公司轴承业务主要包括轴承产品，此外还涉及齿轮及变速箱等产品的生产。其中，轴承销售是公司收入及利润的主要来源。2015 年，轴承产品实现收入 4.73 亿元，同比下降 9.92%，占龙溪股份营业收入的 78.81%，毛利率为 26.66%。

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 70%以上。关节轴承具有承受重载、可调心等独特的性能，广泛应用于新能源(风电、核电)、航空航天及军工、铁路机车及轨道交通、钢结构建筑和路桥、大型特种工程机械、重型汽车、水利水电、冶金矿山等行业。龙溪轴承不仅能够为用户提供标准型产品，而且能够提供特殊要求和特殊结构的产品。公司已研制开发出超过 5800 种关节轴承，其中多种产品被确认为国家级重点新产品或列入国家级火炬计划，品种数量、产品产量居世界同类厂家第一，产品质量水平达世界同类产品先进水平，公司拥有 43 个授权专利，其中 19 个授权发明专利。公司开发的航空关节轴承已逐步配套国内多种新型战机并随机成功试飞，2015 年已进入批量配套，但销售规模不大，对经营业绩的影响有限。公司已与航空航天等相关科研生产单位建立紧密合作关系，并投入大量人力、物力、财力进行军品的研发与生产。目前军品生产已有多种产品通过认可并配套。

2015 年，龙溪股份对前 5 大客户的销售额占全部销售额的 25.24%。龙溪股份生产的产品部分销往国际市场，2015 年，龙溪股份营业收入中 28.04%来自海外市场（仅包括自营出口），外销部分主要销往欧美亚等三十多个工业发达国家和地区。在海外市场需求不振的情况下，公司轴承业务受到较大的影响。从销售方式看，外销部分一般采取自营出口及委托外贸公司两种方式。其中，委托销售在出口总额中约占 42%。从货款结算看，国内客户主要以汇票+现金形式，国外客户主要以 T/T+L/C 形式进行结算，货款回收周期约为 65 天。

2016 年 1~3 月，龙溪股份实现营业收入 1.34 元，占 2015 年全年收入总额的 22.26%；公司营业收入仍主要来自于轴承产品销售业务，整体毛利率为 17.69%，较上年底有所下降。

柴油机

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

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

2015 年，福建力佳柴油机产能达 10 万台，产能利用率和产销率分别为 44.4%和 101.35%，销售情况良好。2015 年福建力佳柴油机业务实现营业收入 2.35 亿元，较上年略有增长。2016 年 1~3 月，福建力佳柴油机业务实现营业收入 0.19 亿元，占上年柴油机营业收入的 8.09%。

表4　公司柴油机产销量情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
产能（万台）	10.00	10.00	2.50
产量（万台）	4.20	4.44	0.31
产能利用率（%）	42.00	44.4	12.4
销量（万台）	4.40	4.50	0.35
产销率（%）	105.00	101.35	112.90
平均价格（含税）(元/台)	5220	5159	5267
销售额（亿元）	2.30	2.35	0.19

资料来源：公司提供

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

从销售方式看，福建力佳国内市场销售采用传统销售模式，分为两大系列：第一大系列为配套厂家，主要集中于北方的拖拉机厂家以及南方的农用车厂家；第二大系列为经销商。两大系列销售网络遍布全国三十多个省市和地区。福建力佳国外市场销售主要通过配套厂家配套出口和外贸公司代理出口。从货款结算看，福建力佳主要采用现金、电汇、承兑汇票的形式，按月结算，年底结清未结清部分。

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

铁路投资

根据漳国资【2006】76 号文，漳州市人民政府同意片仔癀集团公司出资设立漳州市铁路投资开发有限公司（以下简称“漳州铁投”），作为厦深、龙厦铁路（漳州段）项目投资主体，并参与铁路营运管理和利益分成。漳州铁投共筹集资金 11.5 亿元用于项目漳州段征地拆迁工作，其中公司出资 4.5 亿元，持有其 90%的股份；市国投公司出资 0.5 亿元，持有其 10%的股份；漳州铁投取得银行贷款 6.5 亿元。目前公司对漳州铁投的 4.5 亿元出资已全部投入项目，其中：龙厦铁路、厦深铁路漳州段征地拆迁安置工作投入 3.15 亿；漳州铁路站台扩建投入 1.35 亿。公司铁路投资业务的会计入账主要体现在其他应收款和在建工程两个科目中，由于铁路投资金额需要有业主委派的第三方机构进行确认，目前已经进行了阶段性确认，金额大概为 10 亿元左右，余下 2 亿元尚未最终确认。

对于铁投公司银行贷款的还款来源，《漳州市人民政府专题会议纪要【2006】85 号》作出了明确规定，铁投公司的债务偿还来源主要为：①建安税等税收返还；②沿线站场配套用地开发和相关配套项目收益。同时，建立财政铁路

建设专户，对铁路建安税、漳州南站土地开发收益全额进入专户实行封闭管理，专项用于贷款的还本付息。截至 2016 年 3 月底，铁投公司已经通过财政拨款偿还全部银行贷款。

公司铁路投资业务板块运作模式为漳州铁投与厦深铁路、龙厦铁路（漳州段）项目业主（其中厦深铁路由东南沿海铁路福建有限责任公司负责，龙厦铁路由龙岩铁路有限责任公司龙厦铁路工程建设指挥部负责）合作，参与项目投资及利益分成。漳州铁投负责筹集资金，进行项目的征地拆迁及漳州铁路站台的扩建。项目建成通车后，漳州铁投不负责铁路运营管理。省级单位福建省铁路投资有限责任公司（以下简称“省铁投”）代表地方各个投资主体与业主公司（原铁道部管辖公司）根据投资占比进行收益分成，省铁投再根据投资占比分成给漳州铁投。截至目前龙厦铁路及厦深铁路已全部通车，按照现有及未来客流量以及公司收益分成比例测算，预计 8-10 年可收回全部投资。目前漳州铁投已产生收益，但由于成本分摊账务处理尚未完成，该收益尚未在财务报表中反映。

酒店等其他业务

公司其他业务主要包括酒店等业务。酒店业务主要由公司下属子公司片仔癀（漳州）大酒店有限公司经营。2015 年，公司子公司片仔癀（漳州）大酒店有限公司股权划转至漳州市国资委，2015 年以后公司无酒店业务收入。

基础设施建设投资

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，项目由公司筹资后进行投资并由自身或委托他人建设管理，福建漳州古雷港经济开发区管理委员会负责按照双方认定的回购原则向九龙江集团分期支付回购资金。

公司与古雷港经济开发区合作方式为“企业投资、政府还款期内回购、资金分期支付”，即公司提供资金，收取固定收益，古雷港经济开发区管委会负责项目建设和管理，并按双方签订的合作协议对项目进行回购。项目回购款由项目投资额和投资收益组成，其中项目投资额是在项目建成前由双方确认的该项目总出资金额，该项目每年投资具体支出金额以双方认定的支出金额为准；每年的投资收益确定为按已投入且未回购金额乘以投资收益率计算，投资收益率区间暂定为 13.0～13.5%。返还收益计入营业收入中的“其他业务收入”；现金流量表中计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。每年回购款中，将优先用于偿还未回购投资额的投资收益，剩余部分用于偿还投资本金，直至投资额全部收回。截至 2016 年 3 月底，公司对漳州古雷港经济开发区的项目已投资总额 207.6 亿元。

公司计划未来三年内增加对漳州古雷港经济开发区投资额约 150 亿元，五年内计划增加投资额 200 亿元，期间根据公司与漳州古雷港经济开发区管委会签订的投资协议，可按计划收回部分到期投资本金及投资收益，故此公司在漳州古雷港经济开发区的投资总额将不超过 360 亿元左右。自 2012 年开始，古雷开发区管委会均能按时支付投资回款，截至 2016 年 3 月底，已按计划收回投资本金 88.10 亿元，投资收益 38.95 亿元，预计 2016-2019 年，平均每年可收回净到期投资资金约 38.50 亿元，2016-2019 年平均每年可收到项目投资收益约 12.94 亿元。

表 5　2012~2019 年古雷投资资金及收益回收情况

（单位：亿元）

年份	本金逐年回收	投资收益	合计
2012	--	1.25	1.25
2013	10.80	7.58	18.38
2014	9.70	10.35	20.05
2015	53.80	18.54	72.34
2016	18.42	17.76	36.18

2017	14.58	17.41	31.99
2018	71.00	11.05	82.05
2019	50.00	5.55	55.55

合计	**228.3**	**89.49**	**317.79**

资料来源：公司审计报告

表 6　截至 2016 年 3 月底年公司与漳州古雷港经济开发区管委会签署协议情况（单位：万元）

协议号	投资金额	有效期	回报率	截至 2016 年 3 月底本金回收日期	截至 2016 年 3 月底本金回收金额	截至 2016 年 3 月底取得的投资收益	合计
JLJ201101	40000	2011.12.13-2013.12.7	13.32	2013.7.1	40000	8377	48377
JLJ201203	17000	2012.1.9-2013.1.5	13.35	2014.10.1	17000	6279	23279
JLJ201204	5000	2012.4.20-2013.3.8	13.50	2013.8.1	5000	878	5878
JLJ201205	10000	2012.5.11-2013.5.7	13.50	2013.8.1	10000	1676	11676
JLJ201206	60000	5212.5.24-2017.5.22	13.50	2016.2.5	60000	30420	90420
JLJ201207	20000	2012.6.14-2013.6.14	13.50	2013.8.1	20000	3098	23098
JLJ201208	20000	2012.7.27-2013.7.30	13.50	2013.8.1	20000	2775	22775
JLJ201209	13000	2012.9.6-2013.9.6	13.50	2013.8.1	13000	1604	14604
JLJ201211	80000	2012.11.8-2015.11.1	13.50	2015.11.8	80000	32850	112850
JLJ201214	120000	2012.11.20-2015.11.20	13.50	2015.11.20	120000	49275	169275
JLJ201315	80000	2013.2.7-2014.2.4	13.50	2014.10.1	80000	18030	98030
JLJ201316	10000	2013.3.23-2014.2.24	13.50	2015.4.1	10000	2876	12876
JLJ201317	100000	2013.3.20-2016.3.20	13.50	2015.12.25	100000	37875	137875
JLJ201318	40000	2013.4.25-2016.5.2	13.50	2015.12.25	40000	14610	54610
JLJ201319	60000	2013.4.25-2016.4.27	13.50	2015.12.25	60000	21915	81915
JLJ201320	20000	2013.7.5-2014.7.4	13.50	2015.4.1	20000	4763	24763
JLJ201321	40000	2013.8.1-2014.7.31	13.50	2015.5.1	40000	9570	49570
JLJ201322	28000	2013.8.15-2014.8.14	13.50	2015.5.1	28000	6552	34552
JLJ201323	40000	2013.8.20-2014.8.20	13.50	2015.6.1	40000	9750	49750
JLJ201424	50000	2014.7.3-2019.7.2	13.50	--	--	11944	11944
JLJ201425	70000	2014.8.18-2017.8.17	13.50	2016.2.5	70000	14070	84070
JLJ201427	100000	2014.8.18-2017.8.17	13.50	--	--	22163	22163
JLJ201428	100000	2014.8.21-2019.8.20	13.50	--	--	22050	22050
JLJ201429	100000	2014.10-2017.10	13.50	--	--	20138	20138
JLJ201430	100000	2014.11-2019.11	13.50	--	--	19088	19088
JLJ201431	100000	2014.11-2017.11	13.50	2016.3.31	8000	16830	24830
合计	**1423000**	--	--	--	**881000**	**389456**	**1270456**

资料来源：公司提供

注：上述所列为公司与漳州古雷港经济开发区管委会签署的投资协议，实际投资本金回收及收益支付的时间、金额双方根据项目进度进行调整。

根据公司与漳州古雷港经济开发区管委会于 2011 年 11 月签订的《投资建设-移交合同》，上述两个项目均从项目开始投资次年起分期回购，项目回购款由项目投资额和投资收益组成；回购资金包括但不限于福建漳州古雷港经济开发区财政预算内外资金及政府补助资金。此外，漳州古雷港经济开发区管委会决定以古雷经济开发区规划范围内 2680.6 亩商住用地的全部土

地出让收益作为公司回收投资款和投资收益来源，用于归还公司为项目建设融资的本息偿付。未来该部分土地收益预计为 45.40 亿元，能够支持古雷港经开区偿付公司的投资款。截至 2016 年 3 月底，该部分土地未进行出让，联合资信将密切关注。

目前古雷港经开区内主要试生产项目主要包括腾龙芳径、翔鹭石化和海顺德，古雷港区对其暂未征收所得税，目前仅征收土地增值税等其他税种。因此，以往从区域内工业企业获取的税收收入相对较低。根据古雷管委会信息，2016 年古雷港经开区内的 PX、PTA 项目将全面达产，届时将开始对区域内工业企业征收所得税，古雷港经开区的税收收入也将有大幅度提高。同时，中怡化工、蓝恒达化工、普辉轻烃和古雷炼化一体化等大型化工项目预计将于 2016-2017 年竣工，届时古雷港经开区的税收收入将会有大幅增长。另外，2013 年 3 月，国家发改委正式同意中国石油化工集团公司与台湾石化产业界合作，开展福建漳州古雷炼化一体化项目前期工作。项目包括新建 1600 万吨/年原油加工、120 万吨/年乙烯及下游深加工等装置。并于 2014 年 12 月由中石化高级副总裁戴厚良、中石化发展计画部副主任刘向东、福建省副省长陈冬、台聚董事长吴亦圭，以及陈武雄在两岸企业家台北峰会上签订了“福建漳州古雷炼化一体化项目合作框架协议”。该项目于 2015 年 6 月动工，预计将于 2018 年 9 月完工、投产，建成后新增总产值为 1456.7 亿元，年税收贡献达 167.6 亿元

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

（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。项目投资额是在项目建成前由回购人、投资人共同确认的该项目投资人总出资金额，该项目每年投资具体金额以经双方认定的支出金额为准，每年投资收益确定为按已投入且未回购金额乘以投资收益率计算，投资收益率区间暂定为 13.0%-13.5%。自项目开始投资次年起分期回购，每年支付回购金额及回购具体支付时间双方将根据项目进度签订补充协议另行约定。每年回购款中，将先用于偿还未回购投资额的投资收益，剩余部分用于偿还投资本金，直至投资额全部收回。公司对于圆山高新区、龙文经济开发区和其他县区的投资是整体的融资资金支持，并不涉及单体项目的投资，其投资收益的评估也更多的是基于各县区整体的运营状况，单体项目的收益对整体开发区的运营，特别是公司的整体投资收益影响较小。公司从 2015 年开始对各县区投入资金，其中，公司对圆山新区和龙文经济开发区的投资规模较大，对其他县区的投资规模较小。截至 2016 年 3 月底，公司已对圆山新区投资 21.60 亿元，对龙文经济开发区投资 27.80 亿元。

2. 未来发展

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

药业方面，公司在片仔癀系列药品的独家生产权仍将继续；随着医改政策的逐步推进，公司药业有望获得更大发展。在轴承业务方面，公司在关节轴承领域的领先地位有望继续保持。在基础设施建设方面，公司将继续推进古

雷港经济开发区及圆山高新区的项目建设，未来可能会承担更多的漳州市重要基础设施建设任务。总体而言公司营业收入及资产规模有望稳步增长；同时随着现有项目投资的推进，预计公司投资支出将进一步加大。

八、募集资金使用情况

公司2012年发行的第一期中期票据“12九龙江MTN1”、2013年发行的第一期中期票据“13九龙江MTN1”及2014年发行的第一期中期票据“14九龙江MTN001”募集资金已全部用于偿还银行借款。公司2012年发行的第三期中期票据“12九龙江MTN3”募集资金已全部用于疏港公路主干道项目的建设。上述资金已全部按披露用途使用。

九、财务分析

公司提供的 2014 年和 2015 年财务报表均已经福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年第一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2015 年公司合并范围内新增 4 家子公司，分别为漳州市投资集团有限公司、漳州九龙江圆山投资有限公司、漳州九龙江古雷投资有限公司和漳州国药房地产有限公司，均为新投资设立；同时，公司下属全资子公司片仔癀(漳州)大酒店有限公司于 2015 年 8 月被无偿划出。整体看，合并范围的变动对公司财务数据的可比性影响较小，以下财务分析主要基于 2014 年和 2015 年财务数据。

截至2015年底，公司资产总额为560.31亿元，所有者权益合计171.24亿元（其中少数股东权益78.68亿元）；2015年公司实现营业收入55.28亿元，利润总额15.62亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为595.48亿元，所有者权益合计186.06亿元（其中少数股东权益80.15亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入15.39亿元，利润总额4.58亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 55.28 亿元，同比增长 26.70%，公司营业收入主要来自药品销售、轴承销售等主营业务和古雷港经济开发区固定回报项目投资的收入等。公司生产的名贵中药片仔癀为国家中药一级保护品种，且公司享有独家生产权；加上公司生产的关节轴承也具有较高的技术含量；另外公司投资古雷开发区的基础设施建设项目前景良好；因此，公司营业收入较有保障。同期，公司营业成本随营业规模扩大一并提高，为 31.76 亿元，较上年增长 36.50%。2015 年公司营业利润率为 39.41%，较上年提升 4.72 个百分点。

从期间费用来看，公司期间费用水平处于较高水平，2015 年占营业收入的比重为 14.18%，较 2014 年的 14.88%有所下降。2015 年，公司期间费用为 7.84 亿元，较上年增长 41.93%，主要系本期财务费用大幅上升所致。2015 年，公司财务费用为 1.95 亿元，较上年的 0.44 亿元大幅增加，主要原因是 2014 年公司整体财务费用较低（子公司铁投公司的长期借款利息均已资本化，未反映在财务费用科目），同时 2015 年公司的有息债务规模较快增长。

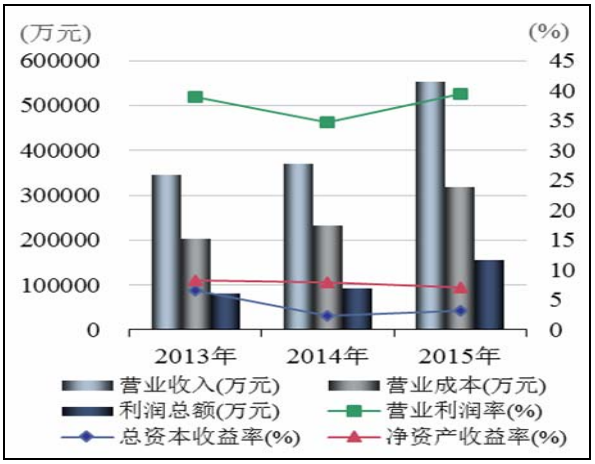
2015 年，公司投资收益为 2.19 亿元，较上年增长 14.79%，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益增长所致。同期，公司营业外收入 0.49 亿元，同比下降 16.73%，其中包含政府补助为 0.35 亿元。2015 年，公司营业利润及利润总额同比大幅增长，同比增长率分别为 75.89%和 71.27%，2015 年分别为 15.19 亿元和 15.62 亿元。2015 年,公司净利润为 12.12 亿元。

从盈利指标来看，2015 年公司总资本收益率为 3.22%，较上年的 2.33%有所增长；同期，公司净资产收益率为 7.08%，较上年的 7.90%有所下降。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.39 亿元，利润总额 4.58 亿元，分别为上年全年水平的 27.83%和 29.33%。公司当期整体营业利润率较 2015 年有所上升，为 42.66%。

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

图 1　2013～2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，随着公司营业规模的扩大，公司经营活动现金流入同比大幅增长 151.97%，为 97.09 亿元，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 51.96 亿元，同比增长 40.19%；收到其他与经营活动有关的现金同比增长 100.02%，主要主要体现在收到的应急周转金，以及往来款项、利息收入及政府补助等。2015 年，公司经营活动现金流出为 84.76 亿元，同比增长 169.98%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 29.74 亿元，较上年增长 48.53%；公司支付其他与经营活动有关的现金为 45.44 亿元，较上年的 2.86 亿元增幅很大，主要体现在应急周转金的支付上。2015 年公司经营活动产生的现金净流同比增长 72.75%，为 12.34 亿元。从收入实现能力看，2015 年公司现金收入比为 94.00%，较 2014 年略有下降，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入同比增长 334.25%，为 93.25 亿元，主要来自收回投资收到的现金和收到的其他与投资活动有关的现金。其中，公司收回投资收到的现金为 80.72 亿元，主要为公司收回对古雷经济开发区的投资本金；收到的其他与投资活动相关的现金为 10.44 亿元，主要体现在募集资金定存期存款转出。公司对外投资力度持续加大，尤其是对漳州古雷港经济开发区产生了较大的投资支出，从而使投资活动现金流出较大，2015 年公司投资活动现金流出为 243.04 亿元，同比增长 62.34%，主要为投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。公司投资支付的现金主要为公司对古雷经济开发区投资款；支付的其他与投资活动有关的现金主要体现在公司将部分闲置的资金转为定期存单。2015 年，公司投资活动现金流量净额为-149.79 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。2015 年公司筹资活动现金流入为 343.98 亿元，主要来自借款、吸收投资及发行债券收到的现金。其中，取得借款收到的现金为 205.37 亿元，主要来自银行借款；吸收投资收到的现金为 67.54 亿元，主要来自发行可续期中期票据、划拨国有资本经营预算补贴资金等。发行债券收到的现金为 55.00 亿元。筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付的现金，2015 年为 175.45 亿元；2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 168.53 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入金额为 29.16 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金；公司现金收入比为 93.88%，与上年基本持平；公司经营活动现金流出金额为 18.84 亿元，主要来自支付的其他与经营活动有关的现金；公司经营活动产生的现金流量净额为 10.33 亿元。投资活动方面，公司投资活动现金流入为 33.50 亿元，主要来自收回投资收到的现金；投资活动现金流出为 49.85 亿元，主要为公司投资古雷经济开发区所支付的现金。投资活动产生的现金流量净额为-16.35 亿元。公司仍保持着较大的对外融资需求，2016 年 1~3 月筹资活动现金流入量为 74.20 亿元，主要来自借款和

发行债券；筹资活动现金流出为 51.59 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 22.61 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流量规模较大，收入质量较好；公司对古雷港经济开发区的持续投资使公司对外融资规模不断扩大。

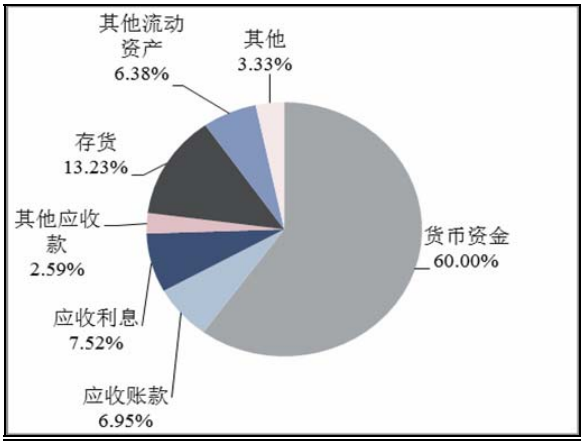
3. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 560.31 亿元，同比大幅增长 55.80%，主要来自货币资金、持有至到期投资和长期应收款的增加；其中流动资产占比 18.01%，非流动资产占比 81.99%，非流动资产增幅较大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 100.90 亿元，同比增长 50.00%，主要来自货币资金和应收账款的增加。从构成看，公司流动资产主要以货币资金（占 60.00%）、存货（占 13.23%）、应收利息（占 7.52%）、应收账款（占 6.95%）和其他流动资产（占 6.38%）为主。

图 2　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 60.54 亿元，同比增长 78.43%，主要由银行存款（占 86.81%）和其他货币资金（占 13.18%）构成，其中受限资金 13.38 亿元，主要存出保证金及房改款。

截至 2015 年底，公司应收账款 7.01 亿元，同比增长 68.87%。公司按照个别认定法和账龄分析法对应收账款计提坏账准备共 2.18 亿元。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年内的应收账款占 71.79%，1～2 年的为 3.90%，其余账龄为 2 年以上。从欠款单位看，前 5 名单位占应收账款的比重为 18.24%，集中度较低。

表 7　2015 年底公司应收账款前 5 名

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
漳龙实业有限公司	7928.28	8.63
漳龙市医院	3478.37	3.79
南京军区联勤部卫生部福州药品器材供应站	2171.37	2.36
漳州华润片仔癀医药贸易有限公司	1895.32	2.06
佳木斯骥驰拖拉机制造有限公司	1285.36	1.40
合计	**16758.71**	**18.24**

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款主要为铁路征迁借款、漳州站房投资款、专项借款、征迁资金借款等。截至 2015 年底，公司其他应收款 2.61 亿元，同比下降 39.15%。按账龄组合计提坏账准备的其他应收款中，1 年内的占 19.76%，1～2 年的占 1.29%，2～3 年的占 8.59%，其余账龄为 3 年以上，账龄较为分散。公司其他应收账款前 5 名合计占比 87.92%，集中度较高。公司按照个别认定法和账龄分析法对其他应收款计提坏账准备共 0.12 亿元。

表 8　2015 年底公司其他应收账款前 5 名

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
漳州站投资款	19201.20	70.19	投资款
福建太尔电子科技股份有限公司	2000.00	7.31	暂借款
应收出口退税	1364.19	4.99	出口退税款
漳浦县中汇创业投资中心（有限合伙）	851.20	3.11	投资款

基本农田开发基金	635.22	2.32	农田开发基金
合计	**24051.81**	**87.92**	

资料来源：公司审计报告

公司存货主要为原材料、在产品及库存商品，主要集中于片仔癀的药品、化妆品板块和龙溪股份的轴承板块。截至 2015 年底，公司存货 13.35 亿元，同比下降 5.08%。公司共计提存货跌价准备 1.27 亿元，主要原因是受经济增速放缓，行业景气度低迷，工程机械、载重汽车等轴承产品重点配套领域大幅低于预期，市场需求萎缩，企业订单不足，存货贬值严重，因此其跌价准备计提较多。

公司其他流动资产主要为结构性存款及待抵扣增值税，2015 年底为 6.43 亿元，其中结构性存款为 6.15 亿元，系子公司龙溪股份及漳州市国有资产投资经营有限公司的结构性存款。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产为 459.41 亿元，同比增长 57.14%，主要由于持有至到期投资、长期应收款和其他流动资产的增加所致。公司非流动资产主要由持有至到期投资、长期应收款、商誉和其他非流动资产资产构成，分别占比 60.92%、14.70%、5.26%和 5.25%。

公司可供出售金融资产主要为公司持有的对兴业银行、兴业证券的股票，2015 年底为 24.09 亿元，同比增长 10.52%，主要为漳州市政府将漳州市旅游投资集团有限公司 20%股权无偿划转给公司、公司新增对华福证券、芗城华兴小贷、长泰华兴小贷、龙海市农村信用合作联社、漳州市农商银行等公司投资所致。公司持有的可供出售金融资产大部分可在股票二级市场交易，其价值具有一定的波动性。

截至 2015 年底，公司持有至到期投资为 279.88 亿元，同比增长 34.04%，主要由于协议投资大幅增加所致。从构成看，公司持有至到期投资主要由委托贷款（占 3.89%）和协议投资（占 95.97%）构成。公司协议投资主要为公司与福建漳州古雷港经济开发区管理委员会签订固定投资回报协议，截至 2015 年底该投资金额为 233.00 亿元，本年公司对古雷经开区的投资继续加大。2015 年底公司委托贷款为 10.90 亿元，较上年略有增长，主要贷款对象为漳州圆山新城建设有限公司、龙文国有资产投资经营有限公司和漳州古城保护开发有限公司。

表 9　2015 年底公司协议投资情况

（单位：亿元）

单位名称	金额
漳州古雷港经济开发区管理委员会	154.00
漳州圆山新城建设有限公司	17.60
漳州市龙文发展有限公司	18.00
福建古雷港口经济开发有限公司	29.14
漳州市古雷交通发展有限公司	49.86
合计	**268.60**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司长期应收款为 67.53 亿元，较上年的 0.01 亿元大幅增加，主要原因是 2015 年，由于古雷石化产业基金项目（项目金额 67.50 亿元）由资金使用方福建古雷港口经济开发有限公司承担全部贷款本息的偿还，公司将该项目形成的负债由长期借款科目调整至长期应付款科目，同时，资产类科目相应调整，将相应款项由持有至到期投资调整至长期应收款，导致长期应收款科目 2015 年末余额增加 67.50 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产原值为 18.90 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备。2015 年固定资产累计折旧 8.35 亿元，计提减值准备 269.25 万元，固定资产净额 10.52 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 7.39 亿元，同比增长 19.51%。公司在建工程主要为铁路征地拆迁费（占 67.02%），其余为车用轴承技改项目、新特种关节项目等；铁路征地拆迁费为子公司铁投公司根据《漳州市人民政府关

于厦深、龙厦铁路（漳州段）项目筹资方案的专题会议纪要》精神，征迁安置资金一部分由公司自筹部分入在在建工程核算。公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2015 年底，公司无形资产为 11.37 亿元，同比下降 8.06%，其中专利权占 69.19%，土地使用权占 30.58%。2015 年公司累计摊销 3.67 亿元。

截至 2015 年底，公司商誉为 24.18 亿元，较上年略有下降，主要原因是公司下属子公司片仔癀（漳州）大酒店被划出所致。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 24.13 亿元，较上年的 0.99 亿元大幅增长，主要系本年新增项目合作款 22.49 亿元，主要系公司作为劣后级有限合伙人对漳浦县古雷经济发展投资中心（有限合伙）、漳浦县中汇创业投资中心（有限合伙）及漳浦县古雷天诚投资管理中心（有限合伙）的投资款，公司不参与上述企业的所有投资收益及利润分配。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 595.48 亿元，较 2015 年底增长 6.28%，主要系货币资金和持有至到期投资增长所致。公司资产结构较 2015 年变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司货币资金 69.51 亿元，较 2015 年底增长 14.81%；同期，公司持有至到期投资增长 23.65 亿元。

总体而言，公司资产以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金充足，应收款项占比尚可；非流动资产中持有至到期投资占比很大，对公司的资产流动性和质量形成较大影响。公司持有至到期投资资金回收依赖于古雷经济开发区未来的发展，联合资信将密切关注资金回流情况。

4. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 171.24 亿元，其中少数股东权益为 78.68 亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 21.61%，资本公积占 43.15%，未分配利润占 15.07%，其他权益工具占 10.77%，其他综合收益占 7.82%。2015 年，公司新增其他权益工具 9.97 亿元，为公司于 2015 年 9 月发行的中期票据“15 九龙江 MTN001”，公司按照发行条款的约定赎回之前长期存续，并依据发行条款的约定赎回时到期。公司资本公积为 39.94 亿元，同比增长 52.59%，变动原因主要是漳州市财政局划拨国有资本经营预算补贴资金及股权划拨等；同期，子公司漳州大酒店在本期无偿划转至漳州市国资委导致本年公司资本公积减少 1.04 亿元。此外，公司未分配利润同比增长 84.60%，2015 年底为 13.95 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 186.06 亿元，较上年底增长 8.66%，主要来自其他权益工具和资本公积的增长。公司资本公积较 2015 年底增加 7.54 亿元，主要来自财政划拨转入；此外，公司其他权益工具较上年底增加 10.00 亿元，主要来自公司于 2016 年 3 月 25 日发行的 10 亿元可续期中期票据。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 389.07 亿元，同比大幅增长 46.39%，主要是应付债券和长期应付款的增加。其中，流动负债占 24.52%，非流动负债占 75.48%。

2015 年，公司流动负债为 95.40 亿元，同比增长 26.00%，主要由短期借款（占 45.36%）、一年内到期的非流动负债（占 29.17%）、其他应付款（占 9.29%）和应付利息（占 5.48%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 43.27 亿元，同比增长 14.15%，主要由信用借款（79.68%）和质押借款（占 16.87%）构成；公司应付账款为 5.00 亿元，较上年增长 33.38%，主要为应付货款；公司其他应付款主要为国开发展基金、省级征迁统筹基金及往来款，2015 年底为 8.86 亿元；公司一年内到期的非流动负债主要为即将到期的银行借款及债券，2015 年底为 27.83 亿元。

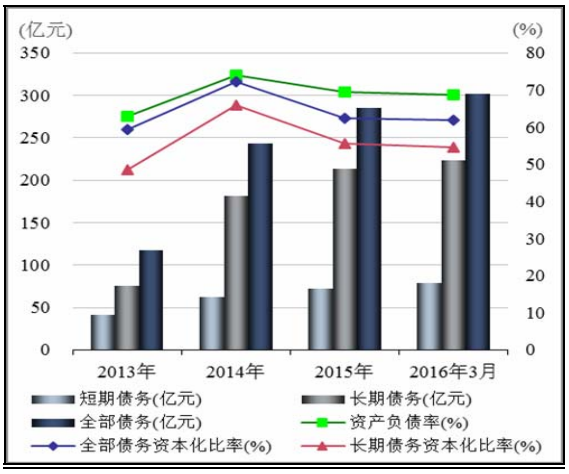
截至 2015 年底，公司非流动负债合计 293.67 亿元，较上年增长 54.51%，主要由应付债券（45.63%）、长期借款（占 26.92%）和长期应付款（占 23.43%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 79.07 亿元，较上年的 82.05 亿元略有下降，构成上以信用借款和质押借款为主；公司应付债券同比增长 35.36%，2015 年底为 133.99 亿元，主要系公司本期新发行多期私募债券及公司债券所致；公司长期应付款为 68.81 亿元，较上年的 1.24 亿元大幅增长，主要原因是由于古雷石化产业基金项目（项目金额 67.50 亿元）由资金使用方福建古雷港口经济开发有限公司承担全部贷款本息的偿还，公司将该项目形成的负债由长期借款科目调整至长期应付款科目，导致长期应付款科目 2015 年末余额增加 67.50 亿元。

公司专项应付款主要为应急周转金、中小微创业引导基金及助保贷风险补偿基金等，2015 年底为 5.61 亿元，较上年的 0.32 亿元增幅较大。

截至 2015 年底，公司有息债务总额为 284.60 亿元，同比增长 17.04%，其中短期债务为 71.55 亿元，长期债务为 213.06 亿元。截至 2015 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 69.44%、62.43%和 55.44%，均较上年有所下降。考虑到公司所有者权益中包含可续期中期票据，公司实际债务指标可能高于上述值。

图 3　公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 409.41 亿元，较上年底增长 5.23%，主要系银行借款的增加所致。从负债结构看，受短期借款及其他应付款增长影响，公司流动负债占比略有上升。公司有息负债为 301.80 亿元，较上年底略有上升，其中短期债务占 25.94%，长期债务占 74.06%。截至 2016 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 68.75%、61.86%和 54.57%，均较 2015 年底有所下降。

整体看，公司负债以非流动负债为主，由于投资古雷港经济开发区需要大量长期资金，公司发行债券和长期借款规模快速增长导致公司债务负担加重，整体债务处于较高水平。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年，公司流动比率和速动比率波动分别为 105.77%和 91.78%，较 2014 年均有所上升。截至 2016 年 3 月底，上述两项指标分别为 100.71%和 88.62%，均较 2015 年底略有下降。2015 年，公司流动负债上升幅度较大，使得公司经营现金流动负债比有所下降，2015 年为 12.93%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015 年公司 EBITDA 为 20.08 亿元，较上年增长 79.95%。受公司盈利能力上升影响，2015 年公司全部债务/EBITDA 为 14.18 倍，较上年的 21.80 倍有所下降。考虑到漳州市对公司的基础设施建设项目支持力度较大，同时公司将继续强化在片仔癀药业及轴承产业方面的经营优势，完善产业链，公司收入规模及资产规模有望稳步增长，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 131.16 亿元人民币和 4000.00 万美元，其中，已使用额度 27.58 亿元人民币，未使用额度 108.18 亿元人民币和 4000.00 万美元。公司间接融资渠道较为畅通。此外，公司拥有两家上市公司，直接融资渠道畅通。总体看，

公司融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保金额 67.73 亿元，占 2016 年 3 月底净资产的比重为 36.40%，担保比率较高。目前，被担保单位均为国有控股企业，经营情况正常。公司担保金额大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表 10　公司对外担保情况（单位：万元）

单位名称	担保金额	担保期限
漳州市古雷交通发展有限公司	65000	2025.01.07
漳州圆山新城建设有限公司	43000	2026.06.18
福建古雷港口经济开发有限公司	40000	2016.05.25
漳州市古雷公用事业发展有限公司	32500	2018.11.13
漳州圆山新城建设有限公司	27000	2026.06.18
漳州市古雷公用事业发展有限公司	26000	2017.12.19
漳州圆山新城建设有限公司	20000	2026.06.18
漳州市古雷公用事业发展有限公司	20000	2019.02.06
漳州市古雷公用事业发展有限公司	20000	2016.08.05
漳州蓝田开发有限公司	20000	2017.02.13
漳州蓝田开发有限公司	12000	2018.11.24
漳州蓝田开发有限公司	12000	2018.09.01
漳州圆山新城建设有限公司	10000	2026.03.25
漳州市古雷公用事业发展有限公司	10000	2016.07.20
漳州市蓝田开发区公共事业管理中心	9800	2017.06.16
漳州市古雷土地收购储备中心	120000	2018.03.23
漳州圆山新城建设有限公司	110000	2026.03.25
漳州市古雷公用事业发展有限公司	80000	2019.02.06
合计	677300	--

资料来源：公司审计报告

公司于 2012 年 5 月发行了期限为 5 年的中期票据“12 九龙江 MTN1”，2012 年 11 月发行了期限为5年的中期票据“12九龙江MTN3”，2013 年 5 月发行了期限为 5 年的中期票据“13 九龙江 MTN1”，2014 年 3 月发行了期限为 5 年的中期票据“14九龙江MTN001”，共19亿元。公司 2015 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期内中期票据的保护倍数分别为 1.06 倍、5.11 倍和 0.65 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据覆盖能力较好。

此外，公司现存各类债务融资工具情况如下表所示，考虑到公司各类债务存续时间及还本安排，公司将于 2019 年达到峰值，当年需偿还 38.40 亿元。公司 2015 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对峰值还本额度的保护倍数分别为 0.52 倍、2.53 倍和 0.32 倍，公司经营活动现金流入量对峰值还本额度的保障能力较好。

表 11　截至 2016 年 5 月底公司存续期各类债务融资工具及公司债、企业债情况

（单位：亿元、年）

债券简称	金额	发行日期	期限
12 九龙江 MTN001	6	2012-05-22	5
12 九龙江 MTN003	6	2012-11-20	5
13 九龙江 PPN002	5	2013-06-13	3
13 九龙江 PPN003	5	2013-06-20	3
13 九龙江 MTN001	4	2013-05-24	5
14 九龙江 MTN001	3	2014-03-25	5
14 九龙江 PPN001	10	2014-06-13	5
14 九龙江 PPN002	10	2014-07-29	5
14 九龙江 PPN003	10	2014-10-14	5
14 九龙江 PPN004	10	2014-09-28	3
14 九龙江 PPN005	10	2014-10-27	3
14 漳九龙债	7	2014-06-20	7
15 九龙江 PPN001	10	2015-03-31	3
15 九龙江 PPN002	10	2015-07-24	3
15 九龙江 PPN003	10	2015-12-25	3
15 九龙江 MTN001	10	2015-09-15	5+N
16 九龙江 MTN001	8	2016-03-14	5
16 九龙江 MTN002	10	2016-03-28	5+N
16 九龙江 SCP002	6	2016-04-29	0.5
11 片仔癀	3	2012-03-15	3+2
15 漳九龙	25	2015-10-26	3+2
16 漳九龙	25	2016-04-07	5+2
合计	203	--	

资料来源：公司审计报告

注：“15 九龙江 MTN001”、“16 九龙江 MTN002”、“11 片仔癀”、“15 漳九龙”和“16 漳九龙”均设置有可续期条款，因还本时间

具有不确定性，在此未计入峰值兑付计算中

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

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G9935060200016210Z），截至2016年5月23日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

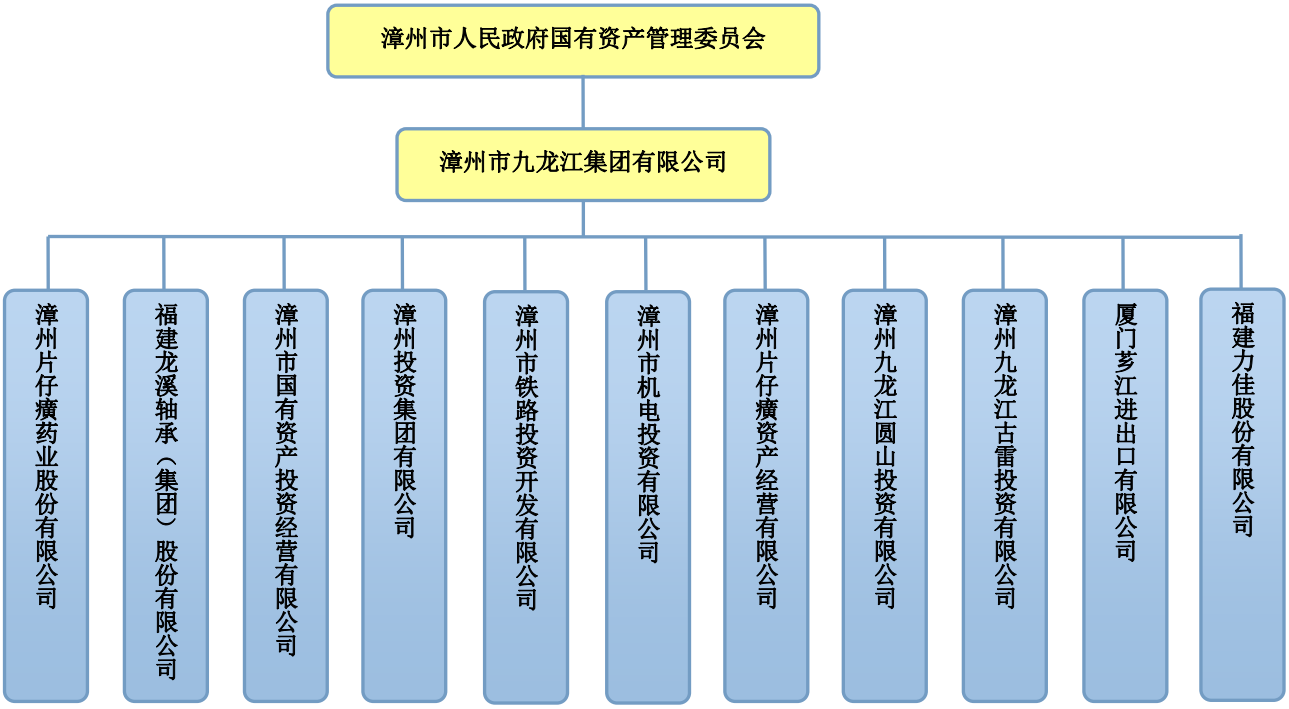
7. 抗风险能力

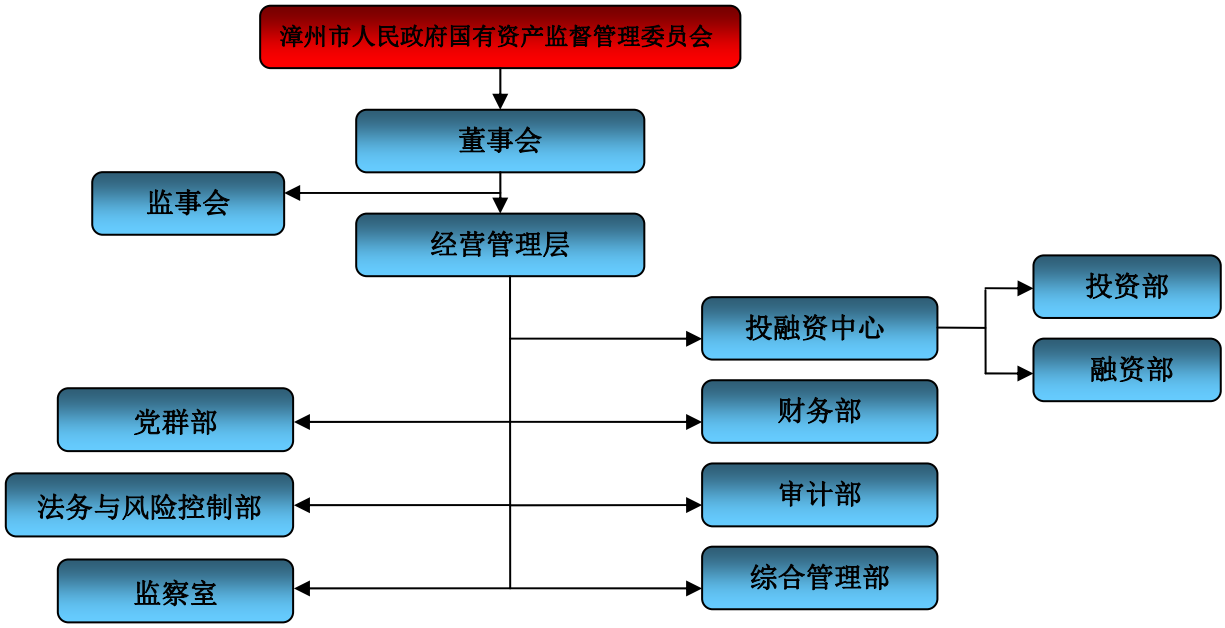
总体看，漳州市经济发展速度较快，公司经营面临较好的外部环境；公司拥有片仔癀及龙溪轴承等优质资产；公司营业收入稳定增长，债务负担较重。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

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

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.26	35.18	62.13	70.49
资产总额(亿元)	215.72	359.63	560.31	595.48
所有者权益(亿元)	80.20	93.85	171.24	186.06
短期债务(亿元)	41.38	62.13	71.55	78.30
长期债务(亿元)	75.73	181.04	213.06	223.50
全部债务(亿元)	117.11	243.16	284.60	301.80
营业收入(亿元)	34.43	37.13	55.28	15.39
利润总额(亿元)	8.10	9.12	15.62	4.58
EBITDA(亿元)	15.31	11.16	20.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.40	7.14	12.34	10.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.34	6.73	8.35	--
存货周转次数(次)	1.67	1.71	2.32	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.13	0.12	--
现金收入比(%)	75.11	99.83	94.00	93.88
营业利润率(%)	38.98	34.69	39.41	42.66
总资本收益率(%)	6.54	2.33	3.22	--
净资产收益率(%)	8.26	7.90	7.08	--
长期债务资本化比率(%)	48.57	65.86	55.44	54.57
全部债务资本化比率(%)	59.35	72.15	62.43	61.86
资产负债率(%)	62.82	73.90	69.44	68.75
流动比率(%)	110.00	88.84	105.77	100.71
速动比率(%)	85.45	70.27	91.78	88.62
经营现金流动负债比(%)	4.49	9.43	12.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	21.80	14.18	--

注：公司 2016 年第一季度财务数据未经审计；公司其他权益工具中的可续期中期票据未计入有息债务。。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用。