跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 900 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的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 九龙江 MTN3”、“13 九龙江 MTN1”、“14 九龙江 MTN001”和“14 漳九龙债/14 漳九龙”的信用等级为 AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十九日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
12 九龙江 MTN3	6 亿元	2012/11/21	5 年	AA	AA
13 九龙江 MTN1	4 亿元	2013/5/27	5 年	AA	AA
14 九龙江 MTN001	3 亿元	2014/3/26	5 年	AA	AA
14 漳九龙债/14 漳九龙	7 亿元	2014/6/20	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产（亿元）	35.18	62.13	68.00	46.69
资产总额(亿元)	359.63	560.31	627.20	578.57
所有者权益(亿元)	93.85	171.24	203.95	207.67
短期债务（亿元）	62.13	71.53	89.09	69.52
长期债务（亿元）	181.04	213.06	226.21	214.12
全部债务(亿元)	243.16	284.58	315.30	283.64
营业收入(亿元)	37.13	55.28	67.32	21.15
利润总额(亿元)	9.12	15.62	19.76	5.45
EBITDA(亿元)	11.16	20.08	24.56	--
经营性净现金流(亿元)	7.14	12.34	4.89	1.00
营业利润率(%)	34.69	39.41	39.26	36.36
净资产收益率(%)	7.90	7.08	7.61	--
资产负债率(%)	73.90	69.44	67.48	64.11
全部债务资本化比率(%)	72.15	62.43	60.72	57.73
流动比率(%)	88.84	105.77	124.90	113.88
经营现金流动负债比(%)	9.43	12.93	4.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.80	14.18	12.84	--

注：公司 2017 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债券未计入有息债务。

分析师

张峻铖　唐立倩

邮箱： lianhe@lhratings.com

电话： 010-85679696

传真： 010-85679228

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

网址： www.lhratings.com

评级观点

漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”）是漳州市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、圆山高新区等县区的投资规模持续加大，对公司资金形成较大占用，债务规模大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。

综合评估，联合资信确定维持漳州市九龙江集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12九龙江MTN3”、“13九龙江MTN1”、“14九龙江MTN001”和“14漳九龙债/14漳九龙”的信用等级为AA。

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，公司在财政补助、资金和资产划拨及税收优惠等方面继续获得政府大力支持。
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债券保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内，公司面临一定的短期支付压力。
2. 公司对古雷港经济开发区、圆山高新区等县区的投资规模持续加大，对公司资金形成较大占用，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。

声　明

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

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

漳州市九龙江集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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

跟踪期内，漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”）股东及实际控制人未发生变化，仍为漳州市人民政府国有资产管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）。截至2017年3月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年3月底，公司直接控股子公司12家，其中2家为上市公司，即漳州片仔癀药业股份有限公司（股票代码600436，以下简称“片仔癀药业”）和福建龙溪轴承（集团）股份有限公司（股票代码600592，以下简称“龙溪股份”）。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年底，公司资产总额627.20亿元，所有者权益合计203.95亿元（其中少数股东权益90.99亿元）；2016年公司实现营业收入67.32亿元，利润总额19.76亿元。

截至2017年3月底，公司资产总为578.57亿元，所有者权益合计207.67亿元（其中少数股东权益91.20亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入21.15亿元，利润总额5.45亿元。

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2017年5月底，公司存续债券相关募投项目均已完工，募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金合计20.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。公司既往还本付息情况良好。

表1　截至2017年5月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
12 九龙江 MTN3	6.00	2012/11/21	5 年	6.00	按年付息，到期一次还本
13 九龙江 MTN1	4.00	2013/5/27	5 年	4.00	按年付息，到期一次还本
14 九龙江 MTN001	3.00	2014/3/26	5 年	3.00	按年付息，到期一次还本
14 漳九龙债/14 漳九龙	7.00	2014/6/20	7 年	7.00	按年付息；从本期债券存续期的第三年末开始，按照每年 20%的比例逐年偿还本金
合计	**20.00**	--	--	**20.00**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）

持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、

欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出

处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

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。工信部消费品司公布的数据显示，2016年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入29635.86亿元，同比增长

9.92%，全年利润总额3216.43亿元，同比增长15.57%。

细分行业方面，从近年增长速度看，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。

未来发展方面，从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

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。

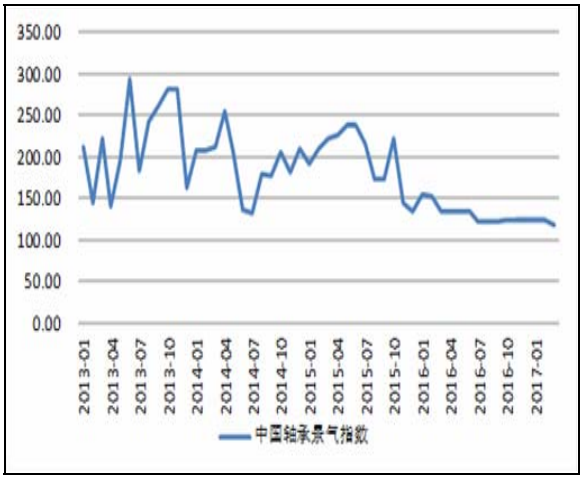
3. 轴承行业

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。2012~2016年，根据海关总署数据，国内轴承出口数量呈上升趋势，由2012年的44.01亿套上升至2016年的53.96万套；同期，轴承出口金额有所波动，2016年出口金额35.07亿美元，同比下降2.28%。

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。

2016年下半年以来，部分机械产品产量有所回升，但整体机械行业依旧低迷。受全球经济低迷和下游机械制造行业景气度下降的影响，国内轴承行业市场趋于饱和，近年轴承行业景气度震荡下降。

图1 2013~2016年及2017年1~3月中国轴承景气指数



资料来源：工商业联合会

近年来，受下游需求低迷及钢铁价格下降影响，轴承产品价格震荡下降。轴承行业主要原材料为钢材，钢材的供给和价格波动对轴承行业产生一定的影响。近年来，我国钢材价格震荡下降，一定程度上缓解了轴承生产企业的成本压力。2016年以来，国内钢材价格综合指数震荡上升，导致国内轴承价格指数有所上升。轴承行业主要上市企业收入有所波动，2016年，行业主要上市企业盈利有所好转。2014年～2016年，行业主要企业收入合计分别为29.21亿元、26.99亿元及34.40亿元，利润总额合计分别为1.97亿元、1.10亿元计2.51亿元，平均毛利率保持在25%左右。

图2　2013~2016年及2017年1~3月中国轴承价格指数



资料来源：工商业联合会

4.　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）。

根据《漳州市2016年国民经济和社会发展统计公报》显示，2016年漳州市全年实现地区生产总值3125.34亿元，比上年增长9.3%。其中，第一产业增加值415.59亿元，增长4.2%；第二产业增加值1461.17亿元，增长7.8%；第三产业增加值1248.58亿元，增长13.1%。人均地区生产总值62196元，比上年增长8.4%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为13.3%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为39.9%。

2016年，漳州市全年全部工业增加值1220.17亿元，比上年增长8.0%，其中，规模以上工业增加值增长8.1%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有企业下降0.3%，集体企业下降2.2%，股份制企业增长13.5%，外商及港澳台商投资企业下降1.2%；私营企业增长14.6%。分轻重看，轻工业增长12.0%，重工业增长3.7%。分门类看，采矿业增长12.4%，制造业增长8.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降6.8%。工业产品销售率97.6%，下降0.9个百分点。

2016年，漳州市全年固定资产投资2827.93亿元，比上年增长12.4%。其中，项目投资2365.08亿元，增长17.5%；房地产开发投资462.85亿元，下降7.9%。分产业看，第一产业投资比上年增长58.4%；第二产业投资增长7.0%，其中，工业投资增长8.5%；第三产业投资增长13.0%。。

从财政收支情况来看，2016年，漳州市全年一般公共预算总收入287.68亿元，比上年增长4.7%。其中：地方一般公共预算收入187.64亿元，增长4.8%；上划中央收入100.04亿元，增长4.6%。。

总体来看，跟踪期内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。

六、基础素质分析

1.　股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为漳州市国资委。截至2017年3月底，公司注册资本及实收资本均为20.00亿元。

2.　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

2016年，公司共计收到漳州市各项政府补贴资金合计0.82亿元。

（2）　资金注入及资产划拨

2016年，公司本部收到漳州市财政局划拨产业股权投资引导基金0.49亿元、注册资本金0.20亿元，计入资本公积；漳州市漳林木材检验中心划拨并入子公司片仔癀资产经营有限公司，形成0.02亿元资本公积；漳州市财政局划拨房产至子公司厦门芗江进出口有限公司，以评估价值0.58亿元入账；子公司漳州投资集团有限公司获得漳州市财政局拨入资本金0.20亿

元、股权投资引导基金1.60亿元、应急周转金1.74亿元及助保贷风险补偿基金0.90亿元，计入资本公积。

（3） 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2017年3月底，公司共收到项目回款75笔，累计回款金额215.53亿元，其中本金146.40亿元，收益69.13亿元。

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。

（4） 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。根据企业提供的说明，片仔癀药业享受的税收优惠政策在到期后将继续申请，目前尚未出具正式结果。

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。

3. 企业信用记录

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2017年6月9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。

七、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。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为福建省漳州市一家从事医药制造、轴承制造、柴油机销售、日用品、化妆品、贸易、洗涤服务等多个行业的多元化国有企业集团，公司收入主要来源于药业、机械制造、柴油机销售、酒店服务、贸易、资金管理等业务。

2016年，公司实现营业收入67.32亿元，同比增长21.79%，主要是药业板块、基础设施建设及产业类投资板块收入增加所致。公司药业收入为主要子公司片仔癀药品销售收入及日用品、化妆品销售收入，2016年同比增长21.82%，实现收入22.84亿元，在营业收入中的占比为33.93%；公司机械制造收入中主要为轴承等商品销售，2016年公司机械制造业务板块实现收入5.80亿元，同比增长7.54%，在营业收入中占比为8.61%；公司柴油机销售等其他业务实现收入8.14亿元，在营业收入中的占比由上年的9.44%上升至12.09%，主要是子公司厦门芗江进出口有限公司贸易收入增加所致；公司其他业务收入主要为资金管理业务，主要系公司对古雷开发区和圆山高新区的基础设施及产业类项目的投资收益，2016年实现收入30.54亿元，同比增长18.85%，占公司营业收入比重为45.37%。整体看，公司营业收入仍以药业收入和轴承及柴油机等商品销售收入为主，资金管理业务收入也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。

2016年，公司药业毛利率为48.51%，较上年有所提升；机械制造业务的毛利率有所下降，2016年为25.58%；柴油机销售等其他业务的毛利率有所回落，2016年为5.81%；其他业务收入的毛利率为47.75%，较上年变动不大。整体看，2016年公司综合业务毛利率由上年的42.54%下降至41.03%。

2017年1~3月，公司实现营业收入21.15亿元，为2016年全年的31.42%。其中，主营业务实现收入14.02亿元，为2016年全年的38.11%；其他业务实现收入7.13亿元，为2016年全年的23.35%。受药业收入毛利率增长影响，公司2017年第一季度综合业务毛利率较上年略有下降，为37.23%。

表 2　2015~2016 年及 2017 年第一季度公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	187515.67	33.92	47.01	228428.37	33.93	48.51	85550.98	40.45	45.02
机械制造	53905.91	9.75	29.24	57970.57	8.61	25.58	18832.90	8.91	26.53
柴油机销售等其他	52173.45	9.44	12.11	81369.28	12.09	5.81	35783.29	16.92	3.80
主营业务合计	**293595.03**	**53.11**	**37.54**	**367768.21**	**54.63**	**35.45**	**140167.18**	**66.28**	**32.01**
资金管理	248664.22	44.99	48.23	291152.28	43.25	47.73	67349.96	31.85	48.62
其他	10495.89	1.90	47.38	14275.64	2.12	48.19	3960.18	1.87	27.92
其他业务合计	**259160.11**	**46.89**	**48.19**	**305427.91**	**45.37**	**47.75**	**71310.14**	**33.72**	**47.47**
合计	**552755.14**	**100.00**	**42.54**	**673196.13**	**100.00**	**41.03**	**211477.32**	**100.00**	**37.23**

资料来源：公司提供

2．经营分析

药业板块

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 3　2015~2016 年及 2017 年第一季度片仔癀公司主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	162924.28	86.89	45.36	201860.15	88.37	48.23	79466.01	93.04	42.74
日用品、化妆品	23338.60	12.45	58.87	26126.42	11.44	50.73	5765.26	6.75	66.95
食品销售	1252.79	0.67	40.32	441.79	0.19	43.51	179.19	0.21	40.47
合计	187515.67	100.00	47.01	228428.37	100.00	48.51	85410.46	100.00	44.37

资料来源：片仔癀公司2015~2016年年报及2017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 80%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，片仔癀国内销售出厂价格在 2007 年 3 月为 150 元/粒，最近一轮价格调整为 2016 年 6 月 29 日，出厂价格已达 500 元/粒。得益于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，2016 年，公司药品销售收入为 20.19 亿元，毛利率为 48.23%。此外，片仔癀药业还开发片仔癀系列化妆品。2016 年日用品及片仔癀系列化妆品销售收入为 2.61 亿元，对营业收入形成重要补充，且该业务毛利率较高，仍维持在 50%以上。

片仔癀药业内销产品采取“以销定产”的生产模式，外销产品则采取“订单定产”的生产模式，制定年度生产计划，并根据市场供求行情，适时调整。从客户集中度来看，2016 年，片仔癀药业对前 5 名客户的销售金额合计 4.38 亿元，占全部药品销售额的 19.19%，集中度较低。从销售区域来看，片仔癀药业主要以境内销售为主，境外主要包括印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、美国和加拿大等国家及中国香港、澳门地区，以东南亚为主。2016 年，片仔癀药业实现境外收入人民币 2.24 亿元，占主营业务收入的 9.79%。

2017 年 1~3 月，片仔癀药业实现主营业务收入 8.54 亿元，占 2016 年全年收入的 37.39%；受药品销售业务毛利率下降影响，公司整体毛利率较上年下降 4.14 个百分点至 44.37%。

整体看，跟踪期内公司药业板块保持很强的盈利能力。

机械制造

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 4　2015~2016 年龙溪股份主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轴承产品	47299.96	78.81	26.66	51855.04	84.71	25.58
齿轮箱	2645.39	4.41	6.81	3302.43	5.40	16.40
针织机	10242.20	17.07	36.38	5636.91	9.21	18.95
其他	3517.89	5.86	17.92	4089.88	6.68	15.85
抵消分部间交易	3689.35	6.15	1.30	3672.17	6.00	0.50
合计	**60016.09**	**100.00**	**28.49**	**61212.10**	**100.00**	**25.33**

资料来源：龙溪股份 2015~2016 年年报

2016 年，受全球经济低迷、地缘政治、汇率波动、贸易保护等负面因素的影响，国际贸易增速放缓，出口市场需求疲软。国内市场呈现前低后高走势，在政策刺激及市场存量周期性更新的双重拉动下，行业形势触底反弹，第四季度起市场需求出现明显的回升；同时，需求转暖导致钢材价格暴涨，推高制造成本。2016 年，龙溪股份轴承业务实现收入 6.12 亿元，较上年有所增长。

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。2016 年，轴承产品实现收入 5.19 亿元，同比增长 9.63%，占龙溪股份营业收入的 84.71%，毛利率为 25.58%。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。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 55 个授权专利，其中 27 个授权发明专利。近年龙溪轴承的产量及产能利用率略有下降，主要原因是国内经济增速显著放缓，行业景气度下降，市场需求萎缩，公司经营环境趋于恶化。

表5　龙溪股份关节轴承产品产能产量情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产能（万套）	1500.00	1500.00	1500.00
产量（万套）	1041.52	903.54	856.04
产能利用率（%）	69.43	60.24	57.07
销量（万套）	1200.99	936.05	1414.95
产销率（%）	115.26	103.60	116.83
平均价格（元/套）	30.48	32.06	30.33

资料来源：公司提供

2016 年，龙溪股份对前 5 大客户的销售额为 1.55 亿元，占全部销售额的 25.35%。龙溪股份生产的产品部分销往国际市场，2016 年，龙溪股份营业收入中 19.21%来自海外市场，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。

2017 年 1~3 月，龙溪股份实现营业收入 1.94 元，占 2016 年全年收入总额的 31.67%；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 27.20%，较上年底有所增长。

柴油机销售

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。

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。

2016 年，福建力佳柴油机年产能降至 5 万台，公司柴油机产量、销量均大幅下降，产能利用率处于较低水平，为 23.60%，较年下降 20.80 个百分点，但产品价格有所增长。2016 年，福建力佳柴油机业务实现营业收入 0.54 亿元，较上年大幅下降。2017 年 1~3 月，福建力佳柴油机业务实现营业收入 0.25 亿元，占上年柴油机营业收入的 46.30%。

表6　公司柴油机产销量情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产能（万台）	10.00	5.00	1.25
产量（万台）	4.44	1.18	0.37
销量（万台）	4.50	0.99	0.44
产能利用率（%）	44.40	23.60	29.60
产销率（%）	101.35	83.90	118.92
平均价格（元/台）	5159.00	5269.00	5678.00
销售额（亿元）	2.35	0.54	0.25

资料来源：公司提供

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 2017 年 3 月底，公司向福建漳州古雷港经济开发区累计投资金额为 364.50 亿元，投资余额为 218.10 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司共收到项目回款 75 笔，累计回款金额 215.53 亿元，其中本金 146.40 亿元，收益 69.13 亿元。公司对古雷开发区等项目 2017 年计划投资 103.90 亿元,公司基础设施投资项目投资金额较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

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，公司对圆山高新区的投资规模较大，对其他县区的投资规模较小。公司承接了圆山高新区 25 个项目，投资总额 32.20 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司累计投资圆山高新区 32.20 亿元，累计回款 16.20 亿元，其中本金 11.20 亿元，收益 5.00 亿元。公司对圆山高新区 2017 年计划投资 20.00 亿元。

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，铁投公司已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。

2017 年 5 月 31 日，漳州市国资委批复同意《漳州市国资委关于同意协议转让漳州市铁路投资开发有限公司 100%股权的批复》（漳国资产权【2017】24 号），公司拟将漳州铁投 100%股权作价 5 亿元转让至漳州市交通发展集团有限公司，转让后漳州铁投的所有债权债务由漳州交通集团承接。漳州铁投净资产占公司 2016 年底净资产比重为 2.45%，占比较小，且采用有价等值协议转让，因此本次股权协议转让事宜不会对公司的生产经营及偿债能力产生不利影响。

3. 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。

截至2017年3月底，公司在建项目主要有7个，计划总投资23.77亿元，已完成投资7.73亿元，预计2017年和2018年计划投资额分别为2.86亿元和0.20亿。其中高端关节轴承技术改造项目、重载耐磨高端轴套技术改造项目、免维护十字轴开发项目及特种重载工程车辆液力自动变速箱项目为机械制造板块项目，其余项目为基础建设投资板块项目。

九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，福建华兴会

计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2017 年第一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2016 年公司合并范围内新增 1 家子公司，系公司收购纳入福建信禾房地产开发有限公司，合并范围的变动对财务数据可比性影响小。

截至2016年底，公司资产总额627.20亿元，所有者权益合计203.95亿元（其中少数股东权益90.99亿元）；2016年公司实现营业收入67.32亿元，利润总额19.76亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额578.57亿元，所有者权益合计207.67亿元（其中少数股东权益91.20亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入21.15亿元，利润总额5.45亿元。

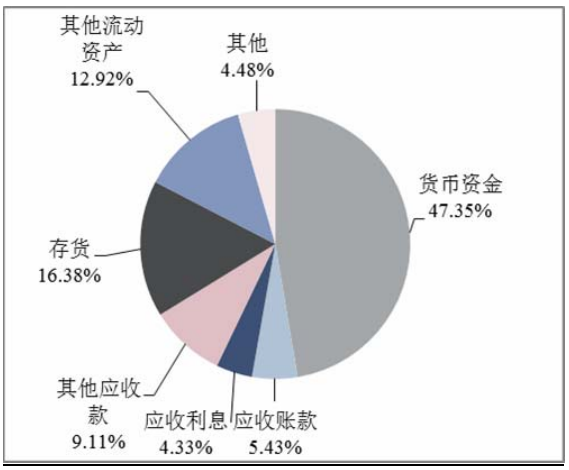
1. 资产质量

资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 627.20 亿元，同比增长 11.94%，其中流动资产占 22.38%，非流动资产占 77.62%。

截至 2016 年底，公司流动资产 140.38 亿元，同比增长 39.13%，主要来自货币资金和存货的增加。从构成看，公司流动资产主要以货币资金（占 47.35%）、存货（占 16.38%）、其他流动资产（占 12.92%）、其他应收款（占 9.11%）和应收账款（占 5.43%）为主。

图 3　2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 66.47 亿元，同比增长 9.78%，主要由银行存款（占 94.48%）和其他货币资金（占 5.52%）构成，其中受限资金 12.06 亿元，主要为存出保证金及房改款。

截至 2016 年底，公司应收账款 7.63 亿元，同比增长 8.77%，主要系片仔癀药业收入增加所致。公司按照个别认定法和账龄分析法对应收账款计提坏账准备共 1.24 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 89.28%，1～2 年的为 2.54%，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 13.37%，集中度较低。

表 7　2016 年底公司应收账款前 5 名

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
香港漳龙实业有限公司	4845.40	5.46
南京军区联勤部卫生部福州药品器材供应站	2628.31	2.96
漳州华润片仔癀医药贸易有限公司	1761.74	1.99
福建康之味食品工业有限公司	1454.32	1.64
漳州市海飞饲料有限公司	1175.09	1.32
合计	**11864.86**	**13.37**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款 12.79 亿元，同比上升 389.63%，主要是新增漳州市瑞信融资担保有限公司新公司注册款 5.00 亿元、港尾铁路公司代付投资款 3.00 亿元、漳浦县土地收购储备中心 0.85 亿元等。按账龄组合计提坏账准备的其他应收款中，1 年内的占 72.77%，1~2 年的占 12.76%，2~3 年的占 0.12%，其余账龄为 3 年以上，账龄较短。公司其他应收账款前 5 名合计占 78.81%，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 1.11 亿元。

表 8　2016 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
漳州市瑞信融资担保有限公司	50000.00	35.98	新公司注册款
港尾铁路公司	30000.00	21.59	代付投资款
漳州站投资款	19201.20	13.82	投资款
漳浦县土地收购储备中心	8500.00	6.12	土地款
应收出口退税	1809.28	1.30	出口退税
合计	**109510.48**	**78.81**	--

资料来源：公司审计报告

公司存货主要为原材料、开发成本、在产品及库存商品和外购半成品，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 2016 年底，公司存货余额 22.99 亿元，同比上升 72.24%，主要子公司片仔癀药业、龙溪股份开发成本增加了 6.98 亿元。公司共计提存货跌价准备 1.14 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，截至 2016 年底为 18.14 亿元，其中结构性存款为 17.26 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；结构性存款被划分为其他流动资产主要原因在于结构性存款因为涉及到附加条款，不适合放入货币资金类资产，而属于金融工具。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 486.82 亿元，同比增长 5.97%，主要由于持有至到期投资、在建工程、长期股权投资和可供出售金融资产的增加所致。公司非流动资产主要由持有至到期投资、长期应收款、可供出售金融资产和商誉构成，分别占比 59.08%、13.88%、5.73%和 5.09%。

公司可供出售金融资产主要为公司持有的对兴业银行、兴业证券的股票，截至 2016 年底为 27.88 亿元，同比增长 15.73%，主要为公司增加对片仔癀丰圆群贤（厦门）创业投资合伙企业（有限合伙）投资 0.38 亿元，增加对漳州城嘉房地产有限公司投资 0.32 亿元，增加对平安赢致嘉树基金投资 0.33 亿元，增加对漳州市旅游投资集团有限公司投资 0.39 亿元和增加对华福证券有限公司投资 2.64 亿元所致。

截至 2016 年底，公司持有至到期投资为 287.60 亿元，同比增长 2.76%。公司根据投资协议约定按季度收取固定利润并到期收回投资本金，其中包括对古雷港经济开发区协议投资 96.00 亿元、对漳州市古雷交通发展有限公司协议投资 49.86 亿元、对福建古雷港口经济开发有限公司协议投资 34.14 亿元、对漳州古雷港投资有限公司委托贷款 25.00 亿元及对漳州市龙文发展有限公司协议投资 17.74 亿元等。

表 9　2016 年底公司持有至到期投资主要构成情况

（单位：亿元）

项目	单位名称	金额
委托贷款	漳州古雷港投资有限公司	25.00
协议投资	古雷港经济开发区	96.00
协议投资	漳州市圆山市政建设有限公司	14.00
协议投资	漳州市龙文发展有限公司	17.74
协议投资	福建漳州城投集团有限公司	7.60
协议投资	漳州市圆山新城建设有限公司（金盏置业）	7.00
协议投资	福建古雷港口经济开发有限公司	34.14
协议投资	漳州市古雷交通发展有限公司	49.86
协议投资	福建漳州古雷港经济开发区管理委员会	13.40
合计	--	**264.74**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司长期应收款为 67.54 亿元，较上年变化不大。公司长期应收款形成的主要原因是 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。

截至2016年底，公司固定资产原值为23.64亿元，主要为房屋建筑物和机器设备。2016年固定资产累计折旧9.55亿元，计提减值准备269.25万元，固定资产净额14.06亿元。

截至2016年底，公司在建工程为14.14亿元，同比增长91.30%，主要系公司本年增加了南江滨公园、高峰生态谷、古雷港码头10#11#泊位、古雷石化启动区污水排污管道工程、古雷区域引水工程等项目。

截至2016年底，公司无形资产为12.58亿元，同比下降10.63%，其中专利权占58.02%，土地使用权占32.97%。2016年公司累计摊销4.53亿元。

截至2016年底，公司商誉为24.76亿元，较上年略有上升（0.38亿元），主要原因是厦门片仔癀宏仁医药有限公司、福建信禾房地产开发有限公司商誉增加所致。

截至2016年底，公司其他非流动资产为23.40亿元，较上年略有下降，主要系预付土地出让金和预付项目开发建设资金的减少。

截至2017年3月底，公司资产总额为578.57亿元，较2016年底下降7.75%，主要系货币资金和长期应收款减少所致。截至2017年3月底，公司货币资金45.16亿元，较2016年底下降32.06%；长期应收款为46.53亿元，较上年底下降31.12%，主要系资金使用方古雷港口经济开发有限公司偿还古雷石化产业基金项目部分本金所致。

总体而言，公司资产以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金较充足，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。

2. 所有者权益及负责

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益为203.95亿元，其中少数股东权益为90.99亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占17.71%，资本公积占40.60%，未分配利润占17.58%，其他权益工具占17.45%，其他综合收益占4.43%。

截至2016年底，公司其他权益工具19.71亿元，同比增长97.73%，主要系公司于2016年3月发行10.00亿元可续期中期票据，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45.86亿元，同比增长14.82%，变动原因主要是漳州市财政局划拨资本金、产业股权投资引导基金、房产等；此外，公司未分配利润同比增长42.33%，2016年底为19.86亿元。

截至2017年3月底，公司所有者权益为207.67亿元，较上年底增长1.82%，主要是未分配利润的增长。公司未分配利润较2016年底增加3.96亿元。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2016年底，公司负债总额为423.25亿元，同比增长8.79%。其中，流动负债占26.55%，非流动负债占73.45%。

截至2016年底，公司流动负债为112.39亿元，同比增长17.82%，主要由短期借款（占44.78%）、一年内到期的非流动负债（占33.25%）、其他应付款（占6.72%）和其他应付款（占6.72%）构成。

截至2016年底，公司短期借款为50.33亿元，同比增长16.31%，主要由信用借款（72.92%）和质押借款（占13.91%）构成；公司应付账款为6.41亿元，较上年增长28.22%，主要为应付货款；公司其他应付款7.55亿元，同比下降14.82%，主要为省统筹支付给福建铁路投资有限责任公司龙厦、厦深铁路漳州段建设征迁款及漳州铁投的铁路投资专项基金。

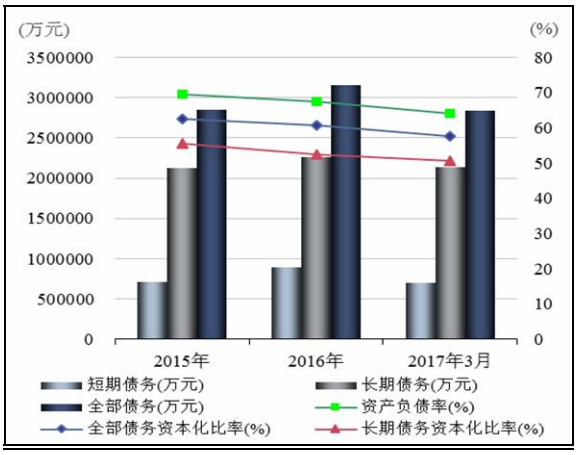
截至 2016 年底，公司非流动负债合计 310.86 亿元，较上年增长 5.85%，主要由应付债券（46.55%）、长期借款（占 26.22%）和长期应付款（占 23.17%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 81.51 亿元，较上年的 79.07 亿元略有上升，构成上以保证借款和质押借款为主；公司应付债券 2016 年底为 144.70 亿元，同比增长 7.99%，主要系本年偿还部分到期债券后，又新增发行 42.70 亿元债券所致；公司长期应付款为 75.14 亿元，较上年增长 9.21%，主要原因是新增国开发展基金有限公司有 4.90 亿元及古雷区域饮水工程 0.90 亿元长期应付款等。

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，2016 年底为 3.26 亿元，较上年的 5.61 亿元减少 41.76%，主要系部分产业基金、助保贷基金和应急周转金转入所有者权益所致。

截至 2016 年底，公司有息债务总额为 315.30 亿元，同比增长 10.79%，其中短期债务占 28.26%，长期债务占 71.74%。截至 2016 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 67.48%、60.72%和 52.59%，均较上年有所下降。考虑到公司所有者权益中包含可续期债券，公司实际债务指标可能高于上述值。

图 4　公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 370.90 亿元，较上年底下降 12.37%，主要系应付债券和长期应付款的减少导致，其中公司流动负债占 25.46%，非流动负债占 74.54%。公司有息负债为 283.64 亿元，较上年底下降 10.04%，其中短期债务占 24.51%，长期债务占 75.49%。截至 2017 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 64.11%、57.73%和 50.76%，均较 2016 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。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 67.32 亿元，同比增长 21.79%，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 39.70 亿元，较上年增长 24.98%。2016 年公司营业利润率为 39.26%，较上年下降了 0.15 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，2016 年占营业收入的比重为 13.49%，较 2015 年的 14.18%有所下降。2016 年，公司期间费用为 9.08 亿元，较上年增长 15.82%，主要系本期销售费用和管理费用上升所致。受促销、业务宣传及广告费大幅增加影响，2016 年公司销售费用为 3.19 亿元，同比增长 47.57%；公司财务费用为 1.63 亿元，较上年下降 16.13%。

2016 年，公司投资收益为 2.18 亿元，较上年下降 0.49%，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

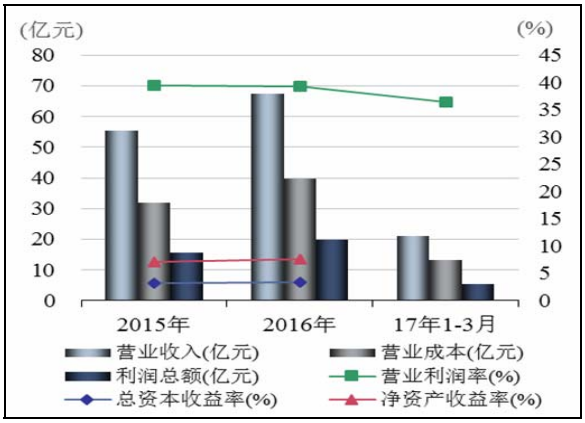
外收入 0.85 亿元，同比上升 72.06%，其中包含政府补助为 0.82 亿元。2016 年，公司利润总额为 19.76 亿元，同比增长 26.47%。

从盈利指标来看，2016 年公司总资本收益率为 3.42%，较上年的 3.22%有所增长；同期，公司净资产收益率为 7.61%，较上年的 7.08%有所上升。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.15 亿元，利润总额 5.45 亿元，分别为上年全年水平的 34.41%和 27.57%。公司当期整体营业利润率较 2016 年有所下降，为 36.36%。

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 5　2014～2017 年一季度公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

4. 现金流分析

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入同比下降 1.01%，为 96.11 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 73.93 亿元，同比增长 42.28%；收到其他与经营活动有关的现金同比下降 51.11%，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。2016 年，公司经营活动现金流出为 91.23 亿元，同比增长 7.63%。其中，支付各项税费 9.8 亿元，同比增长 85.53%；购买商品、接受劳务支付的现金为 44.96 亿元，较上年增长 51.17%。2016 年公司经营活动产生的现金净流同比下降 60.38%，为 0.49 亿元。从收入实现能力看，2016 年公司现金收入比为 109.81%，较 2015 年增长 15.81%，公司收入实现质量有了较快提升。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入同比增长 121.83%，为 206.85 亿元，主要来自收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金。其中，公司收回投资收到的现金为 202.23 亿元，主要为公司收回对古雷经济开发区的投资本金。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。2016 年公司投资活动现金流出为 250.93 亿元，同比增长 3.25%，其中取得子公司等支付的现金净额为 3.19 亿元；购建固定资产、无形资产等支付的现金为 5.32 亿元，同比增长 139.61%。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-44.08 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。2016 年公司筹资活动现金流入为 244.05 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 173.17 亿元，主要来自银行借款；吸收投资收到的现金为 17.74 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 42.74 亿元。筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付的现金，2016 年为 197.68 亿元；2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 46.36 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入金额为 22.05 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；公司经营活动现金流出金额为 21.04 亿元，主要来自购买商品、接受劳务支付的现金；公司经营活动产生的现金流量净额为 1.00 亿元。投资活动方面，公司投资活动现金流入为 27.83 亿元，主要来自收回投资收到的现金；投资活动现金流出为 15.52 亿元，主要为公司投资古雷经济开发区所支付的现金。投资活动产生的现金流量净额为 12.31 亿元。公司仍保持着较大的对外融资需求，2017 年 1~3 月筹资活动现

金流入量为 8.60 亿元，主要来自借款和发行债券；筹资活动现金流出为 43.54 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-34.94 亿元。

总体看，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016 年，公司流动比率和速动比率波动分别为 124.90%和 104.45%，较 2015 年均有所上升。截至 2017 年 3 月底，上述两项指标分别为 113.88%和 89.91%，均较 2016 年底略有下降。2016 年，受公司流动负债上升及经营性现金流下降影响，公司经营现金流动负债比大幅下降，2016 年为 4.35%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2016 年公司 EBITDA 为 24.56 亿元，较上年增长 22.32%。受公司盈利能力上升影响，2016 年公司全部债务/EBITDA 为 12.84 倍，较上年的 14.18 倍有所下降。

截至 2017 年 3 月底，公司本部及子公司已获得包括工商银行、中国农业银行、中国银行、兴业银行、汇丰银行等银行共计 184.74 亿元的银行授信，其中已使用授信额度 24.64 亿元，未使用授信额度 157.10 亿元。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。

6. 对外担保

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额 46.54 亿元，相当于 2017 年 3 月底净资产的比重为 22.41%，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。

十、存续期内债券偿债能力

截至跟踪日，公司存续期内债券余额20.00亿元，2016年公司经营活动现金流入量为债券余额合计的4.81倍，保障能力好。截至2016年底，公司EBITDA为债券余额合计的1.23倍，保障能力一般。

若考虑到公司及下属子公司存续期内的其他债券，公司将于 2018 年达到偿付峰值，当年需偿还债券本金 42.00 亿元，以 2016 年财务数据为依据，公司经营活动现金流入量为峰值兑付额度的 2.29 倍，保障能力尚可；EBITDA 为峰值兑付额度的 0.58 倍，保障能力弱。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。

表 10 截至 2017 年 5 月底公司存续期其他债务融资工具及公司债、企业债情况

（单位：亿元、年）

债券名称	债券余额	发行日期	期限
14 九龙江 MTN001	3	2014/3/25	5
14 九龙江 PPN001	10	2014/6/13	5
14 九龙江 PPN002	10	2014/7/29	5
14 九龙江 PPN003	10	2014/10/14	5
14 九龙江 PPN004	10	2014/9/28	3
14 九龙江 PPN005	10	2014/10/27	3
15 九龙江 PPN001	10	2015/3/31	3
15 九龙江 PPN002	10	2015/7/24	3
15 九龙江 PPN003	10	2015/12/25	3
16 九龙江 MTN001	8	2016/3/14	5
16 九龙江 PPN001	10	2016/12/1	5
17 九龙江 PPN001	2	2017/2/23	3
合计	108	--	--

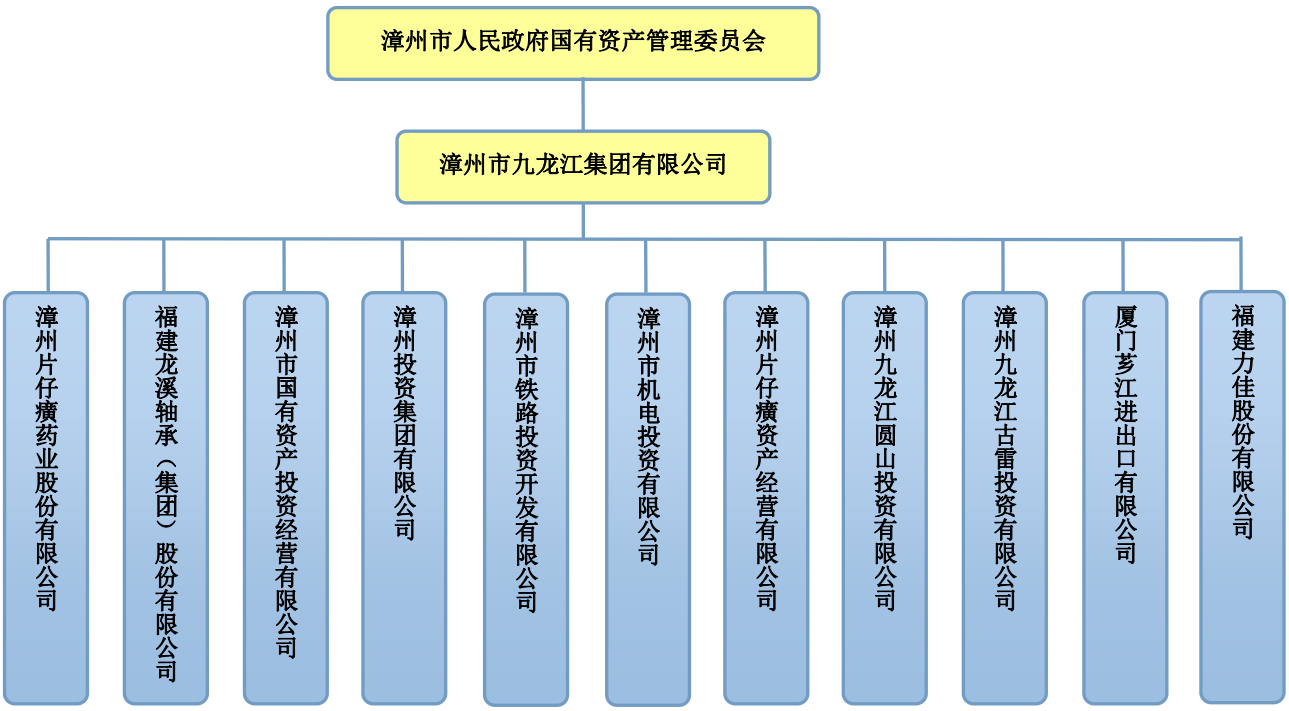
资料来源：公司审计报告

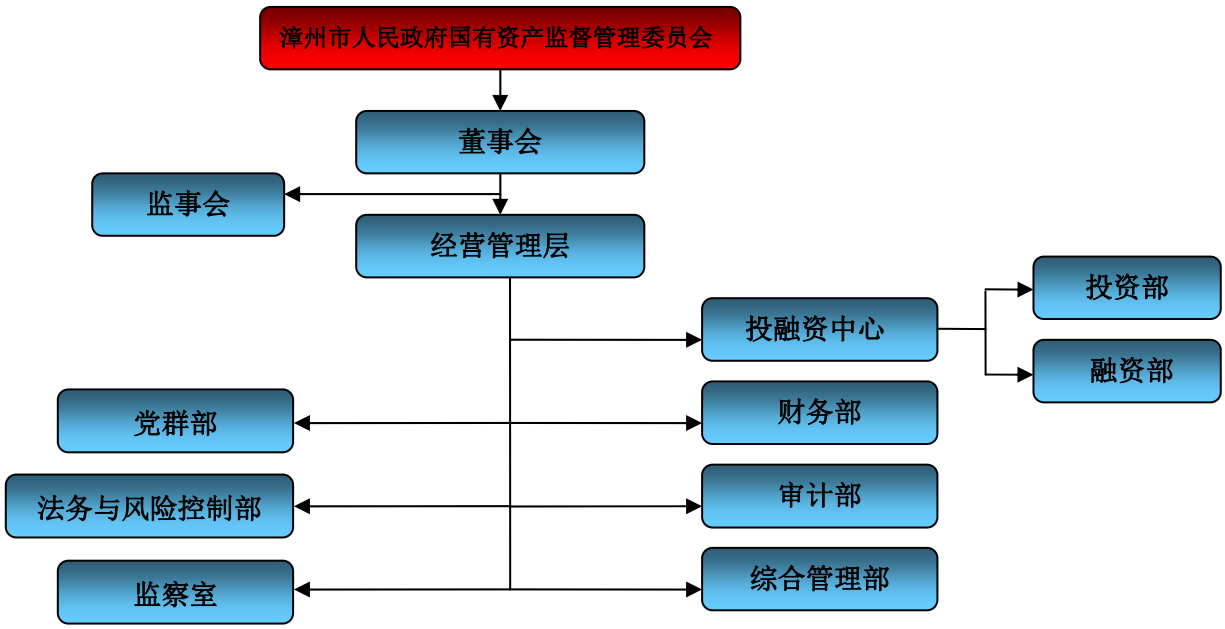
注：公司存在部分存续债券因设置有可续期条款，因还本时间具有不确定性，未列入表中。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持漳州市九龙江集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12九龙江MTN3”、“13九龙江MTN1”、“14九龙江MTN001”和“14漳九龙债/14漳九龙”的信用等级为AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.18	62.13	68.00	46.69
资产总额(亿元)	359.63	560.31	627.20	578.57
所有者权益(亿元)	93.85	171.24	203.95	207.67
短期债务(亿元)	62.13	71.53	89.09	69.52
长期债务(亿元)	181.04	213.06	226.21	214.12
全部债务(亿元)	243.16	284.58	315.30	283.64
营业收入(亿元)	37.13	55.28	67.32	21.15
利润总额(亿元)	9.12	15.62	19.76	5.45
EBITDA(亿元)	11.16	20.08	24.56	--
经营性净现金流(亿元)	7.14	12.34	4.89	1.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.73	8.35	8.03	--
存货周转次数(次)	1.71	2.32	2.18	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.12	0.11	--
现金收入比(%)	99.83	94.00	109.81	87.09
营业利润率(%)	34.69	39.41	39.26	36.36
总资本收益率(%)	2.33	3.22	3.42	--
净资产收益率(%)	7.90	7.08	7.61	--
长期债务资本化比率(%)	65.86	55.44	52.59	50.76
全部债务资本化比率(%)	72.15	62.43	60.72	57.73
资产负债率(%)	73.90	69.44	67.48	64.11
流动比率(%)	88.84	105.77	124.90	113.88
速动比率(%)	70.27	91.78	104.45	89.91
经营现金流动负债比(%)	9.43	12.93	4.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.80	14.18	12.84	--

注：公司 2017 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债券未计入有息债务。

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%
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 4-1　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　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

附件 4-3　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