信用等级公告

联合[2018] 1201 号

联合资信评估有限公司通过对漳州市九龙江集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持漳州市九龙江集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 九龙江 MTN001”和“14 漳九龙债/PR 漳九龙”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

漳州市九龙江集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

上次主体长期信用等级：AA
本次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 九龙江 MTN001	3 亿元	2019/03/26	AA	AA
14 漳九龙债/PR 漳九龙	5.6 亿元	2021/06/20	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	62.13	68.00	67.27	86.75
资产总额(亿元)	560.31	627.20	653.60	677.61
所有者权益(亿元)	171.24	203.95	223.65	228.09
短期债务（亿元）	71.53	89.06	110.86	136.42
长期债务(亿元)	213.06	226.21	235.35	257.01
全部债务(亿元)	284.58	315.30	346.21	393.43
营业收入(亿元)	55.28	67.32	103.23	33.13
利润总额(亿元)	15.62	19.76	22.12	6.67
EBITDA(亿元)	20.08	24.56	29.89	--
经营性净现金流(亿元)	12.34	4.89	20.71	5.96
营业利润率(%)	39.41	39.26	33.27	30.21
净资产收益率(%)	7.08	7.61	7.86	--
资产负债率(%)	69.44	67.48	65.78	66.34
全部债务资本化比率(%)	62.43	60.72	60.75	63.30
流动比率(%)	105.77	124.90	93.11	91.57
经营现金流动负债比(%)	12.93	4.35	15.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.18	12.84	11.58	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张峻铖　霍正泽

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，公司资产总额快速上升，受益于子公司的良好发展，公司整体收入规模持续增大。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。

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，维持“14九龙江MTN001”和“14漳九龙债/PR漳九龙”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

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，盈利能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司对古雷港经济开发区、圆山高新区等县区的投资规模持续加大，对公司资金形成较大占用，一定程度上影响公司资产流动性。
2. 公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。
3. 跟踪期内，公司债务负担持续加重。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

漳州市九龙江集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为漳州市人民政府国有资产管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）。截至2018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2018年3月底，公司直接控股子公司11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”）。公司内设财务部、审计部、综合部、投融资中心、党建人事部、监事会工作办公室、法务与风险控制部及监察室8个职能部门。

2017年底，公司资产总额653.60亿元，所有者权益合计223.65亿元（其中少数股东权益89.20亿元）；2017年公司实现营业收入103.23亿元，利润总额22.12亿元。

2018年3月底，公司资产总额677.61亿元，所有者权益合计228.09亿元（其中少数股东权益90.97亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入33.13亿元，利润总额6.67亿元。

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

截至跟踪日，联合资信所评“14九龙江MTN001”和“14漳九龙债/PR漳九龙”尚需偿还债券余额7.20亿元。跟踪期内，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，公司均已按期足额支付存续债券利息及本金。

表1　联合资信跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14九龙江MTN001	3.00	3.00	2014/3/26	5年
14漳九龙债/PR漳九龙	7.00	4.20	2014/6/20	7年
合计	**10.00**	**7.20**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 医药产业

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。

据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017年医药产业经济运行分析》，2017年中国规模以上医药企业实现主营业务收入29826.0亿元，同比提高2.3个百分点，全年利润总额3519.7亿元，同比增长16.6%。

总体看，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，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升。

表 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.7	436.1
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.6	1170.3
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.3	153.4
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.8	707.2
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.0	499.0
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.8	213.9
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.7	14.7
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.1	325.1
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635.86**	**3216.43**	**29826.0**	**3519.7**

资料来源：联合资信整理

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

表 3　2016 年以来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016 年 4 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。

			共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。
2017 年 4 月	国务院办公厅	《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力加强组织实施6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017 年 12 月	CFDA	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017 年 12 月	国务院办公厅	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018 年 4 月	国务院	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显

资料来源：联合资信整理

2. 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。

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。受全球经济疲

软，制造业持续低迷，国内国际市场需求下滑的影响，轴承行业出现了一定的供过于求局面，行业竞争日趋激烈，行业增速有所放缓。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，我国钢材产量保持连续高速增长，目前仍处于产能过剩状态。充足的产能一方面保证了轴承行业所需特种钢材的供应，另一方面能充分满足轴承生产对原材料的质量要求。

2017年以来，全球经济持续回暖，国内经济稳中向好，在国家投资政策、“一带一路”辐射效应及主机更新换代等多重利好因素的拉动下，行业景气度拐点确立，工程机械、载重汽车等传统配套市场需求大幅反弹。

综合来看，受全球经济低迷和下游机械制造行业景气度下降的影响，轴承行业增速有所放缓，但轴承应用范围较广，潜在需求较大，未来具有较大的发展空间。同时，国家产业政策的鼓励与扶持，也将加速高端装备机械基础件国产化配套进程，为行业持续、健康、快速发展创造有利的条件。

3. 基础设施建设行业分析

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在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。特别是随着《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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

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，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；以投资古雷开发区和圆山开发区的资金管理业务板块。漳州市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

漳州市经济水平保持快速发展态势，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《漳州市2017年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年漳州市全年实现地区生产总值3563.48亿元，比上年增长9.1%。其中，第一产业增加值430.44亿元，增长4.0%；第二产业增加值1695.87亿元，增长7.5%；第三产业增加值1437.17亿元，增长12.7%。人均地区生产总值70216元，比上年增长8.1%。

2017年，漳州市全年固定资产投资3328.10亿元，比上年增长17.7%。其中，项目投资2823.55亿元，增长19.4%；房地产开发投资504.55亿元，增长9.0%。新开工项目4267个，增长23.9%。其中，亿元以上新开工项目415个，增长11.0%。分产业看，第一产业投资额202.60亿元，增长26.3%；第二产业投资额1245.33亿元，增长14.1%，其中，工业投资额1234.33亿元，增长13.2%；第三产业投资额1880.17亿元，增长19.3%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为漳州市国资委。

2. 外部支持

2017年漳州市财政收入持续增长，财政实力较强。跟踪期内，漳州市国资委作为公司实际控制人，对公司的支持主要体现为税收优惠。

根据《漳州市2017年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年，漳州市全年一般公共预算总收入318.08亿元，比上年增长10.6%。其中：地方一般公共预算收入204.04亿元，增长8.7%，同口径增长11.1%；上划中央收入114.04亿元，增长14.0%。一般公共预算支出430.71亿元，增长16.3%。全年财政用于民生支出346.25亿元，比上年增支54.15亿元，增长18.5%，占公共财政支出比重为80.4%。其中，城乡社区支出78.53亿元，增长67.3%；社会保障和就业支出45.41亿元，增长12.4%；教育支出73.89亿元，增长11.6%；医疗卫生和计划生育支出46.21亿元，增长5.2%。2017年，漳州市财政自给率47.37%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较低。

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2018年3月底，公司累计回款金额261.39亿元，其中本金164.48亿元，收益96.91亿元。

此外，公司子公司享受税收优惠政策，其中片仔癀药业和龙溪股份被认定为高新技术企业，享受15%企业所得税优惠税率；子公司福建龙冠贸易有限公司、长沙波德冶金材料有限公司2017年度享受小型微利企业的所得税税收优惠，企业所得税按20%的税率缴纳。

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2018年5月15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。

截至2018年6月21日，公司未被列入全

国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度、高层管理人员无重大变化。

七、经营分析

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，跟踪期内主营业务收入增长明显，收入构成有所变化。

2017年，公司实现营业收入103.23亿元，同比大幅增长53.34%，主要是药业板块、机械制造及柴油机销售等其他业务收入增加所致。公司药业收入为主要子公司片仔癀药品销售收入及日用品、化妆品销售收入，2017年实现收入36.95亿元，同比增长61.77%，在营业收入中的占比为35.80%；公司机械制造收入中主要为轴承等商品销售，2017年公司机械制造业务板块实现收入8.28亿元，同比增长42.78%，在营业收入中占比为8.02%；公司柴油机销售等其他业务实现收入28.15亿元，在营业收入中的占比由上年的12.09%上升至27.27%，主要是子公司厦门芗江进出口有限公司化工产品贸易收入增加所致；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，2017年实现收入28.00亿元，同比下降3.84%，占公司营业收入比重为27.12%。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，资金管理业务收入是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。2017年，公司药业毛利率为43.02%，较上年有所下降；机械制造业务的毛利率有所上升，2017年为28.98%；柴油机销售等其他业务的毛利率有所回落，2017年为3.34%，主要系毛利较低的贸易收入占比较高所致；其他业务收入的毛利率为53.36%，较上年有所增长。整体看，2017年公司综合业务毛利率由上年的41.03%下降至34.06%。

2018年1~3月，公司实现营业收入33.13亿元，相当于2017年全年的32.09%。其中，主营业务实现收入24.60亿元，相当于2017年全年主营业务收入的33.52%；其他业务实现收入8.53亿元，相当于2016年全年其他业务收入的28.59%。受贸易业务收入占比上升影响，公司2018年第一季度综合业务毛利率较上年有所下降，为30.99%。

表 4　2016~2017 年及 2018 年第一季度公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	228428.37	33.93	48.51	369537.73	35.80	43.02	121892.00	36.79	46.41
机械制造	57970.57	8.61	25.58	82772.43	8.02	28.98	24975.94	7.54	28.34
柴油机销售等其他	81369.28	12.09	5.81	281497.53	27.27	3.34	99098.88	29.91	1.12
主营业务合计	**367768.21**	**54.63**	**35.45**	**733807.69**	**71.09**	**26.22**	**245966.82**	**74.25**	**26.32**
资金管理	291152.28	43.25	47.73	279981.37	27.12	54.75	79331.10	23.95	45.37
其他	14275.64	2.12	48.19	18464.73	1.79	32.31	5982.87	1.81	32.33
其他业务合计	**305427.91**	**45.37**	**47.75**	**298446.10**	**28.91**	**53.36**	**85313.98**	**25.75**	**44.46**
合计	**673196.13**	**100.00**	**41.03**	**1032253.79**	**100.00**	**34.06**	**331280.79**	**100.00**	**30.99**

资料来源：公司提供

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

公司药业主要是中成药的生产及销售，并涉及少量化妆品生产业务，由其下属子公司片仔癀药业经营。片仔癀药业成立于1999年12月，主营业务为医药制造，其所产的“片仔癀系列”药品是福建省内名优品牌，片仔癀药业于2003年6月在上海证券交易所主板上市。

表 5　2016~2017 年及 2018 年第一季度片仔癀公司主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	201860.15	88.37	48.23	336474.21	91.05	41.04	157756.50	90.43	42.48
日用品、化妆品	26126.42	11.44	50.73	31757.01	8.59	64.85	16303.80	9.35	58.04
食品销售	441.79	0.19	43.51	1306.51	0.35	23.41	389.91	0.22	32.13
合计	**228428.37**	**100.00**	**48.51**	**369537.73**	**100.00**	**43.02**	**174450.21**	**100.00**	**43.92**

资料来源：片仔癀公司2016~2017年年报及2018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，公司对该产品具有很强的定价能力，片仔癀最近一轮价格调整为 2017 年 5 月 27 日，片仔癀国内销售出厂价格已达 530 元/粒。2017 年，公司药品销售收入为 33.65 亿元，较上年大幅增长 66.69%，毛利率为 41.04%；日用品及片仔癀系列化妆品销售收入为 3.18 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。

从客户集中度来看，当年片仔癀药业对前 5 名客户的销售金额合计 4.51 亿元，占全部药品销售额的 12.20%，集中度较低。从销售区域来看，2017 年，片仔癀药业实现境外收入人民币 2.46 亿元，占主营业务收入的 6.66%。

2018 年 1~3 月，片仔癀药业实现主营业务收入 17.45 亿元，占 2017 年全年收入的 47.21%；毛利率较为 43.92%，较上年略有上升。

跟踪期内，轴承行业景气度上升，公司机械制造业务收入有所增长。

公司轴承业务主要由下属子公司龙溪股份经营，主要经营关节轴承等特种轴承及汽车配件等机械基础件、配套件产品的生产及销售。龙溪股份在关节轴承领域建立了较强的研发能力及核心竞争力，目前是中国关节轴承最大的制造商和出口商。

表 6　2016~2017 年及 2018 年第一季度龙溪股份主营业务情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	42804.69	81.12	28.88	60760.53	80.68	33.69	17634.36	79.00	33.46
齿轮件	2952.90	5.60	15.23	5129.37	6.81	18.80	1572.77	7.05	26.96
齿轮箱	211.94	0.40	9.44	318.50	0.42	22.34	87.48	0.39	22.90
针织机	5569.58	10.55	19.91	5664.99	7.52	22.46	2079.94	9.32	20.80
粉末冶金	326.97	0.62	36.89	716.71	0.95	36.72	179.52	0.80	33.26
汽车配件	574.06	1.09	37.98	655.32	0.87	35.48	134.74	0.60	32.43
滚动功能部件	328.60	0.62	8.59	2069.53	2.75	10.23	633.57	2.84	10.23
合计	**52768.74**	**100.00**	**27.11**	**75314.95**	**100.00**	**31.19**	**22322.38**	**100.00**	**31.11**

资料来源：龙溪股份 2016~2017 年年报及 2018 年第一季度报表

2017 年，全球经济持续回暖，国内经济稳中向好，行业景气度拐点确立，2017 年，龙溪股份轴承业务实现收入 7.53 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。2017 年，轴承产品实现收入 6.08 亿元，同比增长 41.95%，占龙溪股份营业收入的 80.68%，毛利率为 33.69%。

表7 龙溪股份主要轴承产品产能产量情况

项目	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
关节轴承和轴套、大齿圈	产能（万套）	1500.00	1500.00	1500.00
	产量（万套）	856.04	1168.05	336.78
	产能利用率（%）	57.07	77.87	89.81
AG 轴承和精密圆锥滚子轴承	产能（万套）	800.00	800.00	800.00
	产量（万套）	353.67	439.20	114.48
	产能利用率（%）	44.21	54.90	57.24
齿轮和变速箱	产能（万套）	120.00	120.00	120.00
	产量（万套）	14.26	22.73	7.38
	产能利用率（%）	11.88	18.99	24.60

资料来源：公司提供

2017 年，龙溪股份对前 5 大客户的销售额为 2.57 亿元，占全部销售额的 34.34%。龙溪股份生产的产品部分销往国际市场，2017 年，龙溪股份营业收入中 32.10%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。

2018 年 1~3 月，龙溪股份实现营业收入 2.23 元，相当于 2017 年全年收入总额的 29.64%；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 31.11%，与上年基本持平。

由于国内市场竞争激烈、发展空间逐步缩小，柴油机销售业务收入持续亏损。

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。

2017 年，福建力佳柴油机年产能为 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 1.29%，较年下降 22.31 个百分点，但产品价格有所增长。2017 年，福建力佳柴油机业务实现营业收入 0.76 亿元，较上年有所回升，但净利润由正转负，为-0.24 亿元。2018 年 1~3 月，福建力佳柴油机业务实现营业收入 0.27 亿元，净利润-638.00 万元。

表8 公司柴油机产销量情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能（万台）	5	5	1.25
产量（万台）	1.18	1.18	0.36
销量（万台）	0.99	21.4	28.8
产能利用率（%）	23.60	1.29	0.45
产销率（%）	83.90	121	125
平均价格（元/台）	5269.00	5523.00	5443..00
销售额（亿元）	0.54	0.71	0.25

资料来源：公司提供

公司对漳州古雷港经济开发区及漳州市下属各县区的的项目投资金额较大，跟踪期内投资回报和本金收回情况良好，但由于公司目前投资的项目尚处于前期投资阶段，公司未来面临较大的资本支出压力。

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

（1）古雷港经济开发区

公司与漳州古雷港经济开发区的合作主要为漳州市古雷港口陆域和加工物流区域填海造地工程及周边区域土地开发、配套设施建设项目，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。

截至 2018 年 3 月底，公司已投资总额为 516.18 亿元，计划 2018~2019 年每年平均投资 60 亿元。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 2018 年 3 月底，公司收到累计回款金额 261.39 亿元，其中投资本金 164.48 亿元，投资收益 96.91 亿元。2018~2020 年预计每年回收到期本金 62 亿元，预计每年收到投资收益 21 亿元。公司基础设施投资项目投资金额较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

（2）圆山高新区、龙文经济开发区及其他县区

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

公司从 2015 年开始对各县区投入资金，其中，公司对圆山高新区的投资规模较大，对其他县区的投资规模较小。公司承接了圆山新城项目 25 个，投资总额 32.20 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司累计投资圆山新城项目开发建设项目 43.70 亿元，项目累计回款 18.20 亿元，其中本金 11.20 亿元年，收益 7 亿元。公司对圆山新城项目 2018 年计划投资 10 亿元。

跟踪期内，漳州市国资委将子公司漳州铁投公司（以下简称“漳州铁投”）全部股权转让给漳州市交通发展集团有限公司，对公司影响较小。

2017 年 5 月 31 日，经漳州市国资委批复同意，公司将其持有的漳州铁投公司 100%的股权作价 5 亿元，转让给漳州市交通发展集团有限公司（以下简称“漳州交通集团”），从 2017 年 6 月 1 日起，漳州铁投所有的债权债务、人员及安全生产等事项均由漳州交通集团承接，公司于 2017 年 6 月 1 日履行了相关信息披露义务，于上海清算所等网站披露相关的股权转让事宜的公告。

漳州铁投作为厦深、龙厦铁路（漳州段）项目（该项目为部省合资投建项目）的投资主体，并参与铁路营运管理和利益分成。截至 2016 年底，漳州铁投总资产 12.37 亿元，总负债 7.37 亿元，净资产 5.00 亿元。截至被划出日，铁投公司未产生收益。

八、财务分析

公司提供了 2017 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围内减少 1 家子公司，即铁投公司，对财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

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

2017 年底，公司资产总额 653.60 亿元，同比增长 4.21%，其中流动资产占 31.67%，公司资产以非流动资产为主。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	66.47	10.60	64.55	9.88	84.21	12.43
应收账款	7.63	1.22	7.89	1.21	8.76	1.29
预付款项	2.74	0.44	4.45	0.68	7.79	1.15
存货	22.99	3.67	27.33	4.18	28.01	4.13
其他流动资产	18.14	2.89	8.82	1.35	6.35	0.94
流动资产合计	**140.38**	**22.38**	**126.77**	**19.40**	**148.71**	**21.95**
可供出售金融资产	27.88	4.44	25.51	3.90	24.38	3.60
持有至到期投资	287.60	45.85	336.47	51.48	364.41	53.78
长期应收款	67.55	10.77	46.66	7.14	18.66	2.75
长期股权投资	11.24	1.79	29.61	4.53	29.96	4.42
商誉	24.76	3.95	24.97	3.82	24.97	3.69
其他非流动资产	23.40	3.73	24.31	3.72	27.20	4.01
非流动资产合计	**486.82**	**77.62**	**526.83**	**80.60**	**528.90**	**78.05**
资产总额	**627.20**	**100.00**	**653.60**	**100.00**	**677.61**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 126.77 亿元，同比下降 9.69%，主要系其他应收款和其他流动资产减少所致。2017 年底，公司货币资金 64.55 亿元，同比下降 2.89%，其中受限资金 12.93 亿元，主要为定期存款、存出保证金及房改款。公司应收账款 7.89 亿元，同比增长 3.42%，主要系片仔癀药业收入增加所致，1 年内的应收账款占 88.63%，账龄较短，前 5 名单位占应收账款的比重为 12.52%，集中度低。公司其他应收款 2.60 亿元，同比下降 79.64%，主要系往来款和代付投资款减少所致。公司存货余额 27.33 亿元，同比上升 18.88%，主要子公司片仔癀药业、龙溪股份开发成本增加所致。公司其他流动资产主要为结构性存款及待抵扣增值税，2017 年底为 8.82 亿元，同比大幅增减少 51.37%。

2017 年底，公司非流动资产为 526.83 亿元，同比增长 8.22%。2017 年底，公司可供出售金融资产为 25.51 亿元，同比下降 8.48%，主要原因是公司对漳州市旅游投资集团有限公司增资后将其从可供出售金融资产转入长期股权投资并按权益法核算，此外本期减少了对华福证券有限公司投资 2.64 亿元。公司持有至到期投资为 336.47 亿元，同比增长 16.99%，其中委托贷款和协议投资分别为 89.00 亿元和 246.52 亿元，投资单位主要为古雷港经济开发区、福建古雷港口经济开发有限公司、漳州古雷港投资有限公司以及漳州市龙文发展有限公司、漳州城投集团有限公司、圆山新城建设有限公司、漳州市龙文发展有限公司等。2017 年底，公司长期应收款为 46.66 亿元，较上年下降 30.92%。公司长期应收款形成的主要来自 2015 年古雷石化产业基金项目（项目金额 67.50 亿元）的资金使用方福建古雷港口经济开发有限公司，其承担全部贷款本息的偿还，2017 年底该部分资金账面价值为 46.50 亿元。公司长期股权投资

为 29.61 亿元，同比增长 163.43%，主要系公司追加对福建福化古雷石油化工有限公司 15.00 亿元和漳州市旅游投资集团有限公司 3.79 亿元的股权投资所致。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，固定资产净额 15.43 亿元。公司在建工程为 8.83 亿元，同比下降 37.55%，主要系公司本年合并范围变动导致在建工程的铁路征地拆迁费减少所致。公司无形资产为 10.98 亿元，同比下降 12.70%，其中专利权占 60.31%，土地使用权占 30.75%。2017 年公司累计摊销 5.48 亿元。公司其他非流动资产为 24.31 亿元，较上年增长 3.88%，主要系预付房屋、设备款增加所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额为 676.61 亿元，较 2017 年底增长 3.67%，主要系货币资金增加所致。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 84.21 亿元，较 2017 年底增长 30.46%，主要新发行债券及银行借款增加所致；其他科目较上年底变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定；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；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益为 223.65 亿元，同比增长 9.66%，主要系资本公积、未分配利润及其他权益工具的增加所致。公司其他权益工具 29.57 亿元，同比增长 50.01%，主要系公司于 2017 年 9 月发行 10.00 亿元可续期中期票据“17 九龙江 MTN001”，公司按照发行条款的约定赎回之前长期存续。公司资本公积为 50.50 亿元，同比增长 10.14%，变动原因主要是公司对子公司增资后新增长期股权投资成本与净资产份额之间的差额和收到漳州市财政局政策性担保金。公司未分配利润为 26.28 亿元，同比增长 32.33%。

2018 年 3 月底，公司所有者权益为 228.09 亿元，较上年底增长 1.98%，主要是未分配利润的增长。公司未分配利润较 2017 年底增加 3.03 亿元。

表 10 公司负债和所有者权益主要构成情况 （单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	50.33	8.02	73.27	11.21	105.54	15.57
一年内到期的非流动负债	37.37	5.96	36.33	5.56	29.32	4.33
流动负债合计	**112.39**	**17.92**	**136.15**	**20.83**	**162.40**	**23.97**
长期借款	81.51	13.00	80.58	12.33	80.32	11.85
应付债券	144.70	23.07	154.77	23.68	176.69	26.08
长期应付款	75.14	11.98	49.47	7.57	21.46	3.17
非流动负债合计	**310.86**	**49.56**	**293.81**	**44.95**	**287.13**	**42.37**
负债合计	**423.25**	**67.48**	**429.95**	**65.78**	**449.53**	**66.34**
实收资本	20.00	3.19	20.00	3.06	20.00	2.95
其他权益工具	19.71	3.14	29.57	4.52	29.57	4.36
资本公积	45.86	7.31	50.50	7.73	50.50	7.45
未分配利润	19.86	3.17	26.28	4.02	29.31	4.33
少数股东权益	90.99	14.51	89.20	13.65	90.97	13.42

所有者权益合计	203.95	32.52	223.65	34.22	228.09	33.66
负债和所有者权益合计	627.20	100.00	653.60	100.00	677.61	100.00

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司负债总额为 429.95 亿元，同比增长 1.58%。其中，流动负债占 36.13%。

2017 年底，公司流动负债为 136.15 亿元，同比增长 21.14%。2017 年底，公司短期借款为 73.27 亿元，同比增长 45.58%，主要由信用借款（83.43%）和质押借款（占 10.17%）构成；公司应付账款为 7.05 亿元，较上年增长 10.05%，主要为应付的货款及工程设备款；公司其他应付款 5.32 亿元，同比下降 29.56%，主要为铁投公司被划出后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减少所致。

2017 年底，公司非流动负债合计 293.81 亿元，较上年下降 5.49%%。2017 年底，公司长期借款为 80.58 亿元，较上年略降 1.14%，构成上以保证借款（占 80.38%）和质押借款（14.89%）为主。公司应付债券 2017 年底为 154.77 亿元，同比增长 6.96%，主要系本年偿还部分到期债券后，又新增发行 49.82 亿元债券所致。公司长期应付款为 49.47 亿元，较上年下降 34.17%，主要原因是古雷石化产业基金项目偿还资金贷款所致。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，2017 年底为 3.00 亿元，同比下降 8.19%，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。

2018 年 3 月底，公司负债合计 449.53 亿元，较上年底增长 1.58%，主要系应付债券和短期借款增加所致。其中，公司短期借款为 105.54 亿元，较 2017 年底增长 44.04%，系银行借款增加所致；公司应付债券为 176.69 亿元，系新发行债券所致。

2017 年底，公司有息债务总额为 346.21 亿元，同比增长 9.82%，其中短期债务占 32.02%。2017 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 65.78%和 51.27%，较上年分别下降 1.70 和 1.32 个百分点；全部债务资本化比率为 60.75%，较上年略有上升。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。2018 年 3 月底，公司有息负债为 393.43 亿元，较上年底增长 13.64%，其中短期债务占 34.67%。截至 2018 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 66.34%、63.30%和 52.98%，均较 2017 年底均有所上升。

3. 盈利能力

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

2017 年，公司实现营业收入 103.23 亿元，同比增长 21.79%；同期，公司营业成本随营业规模扩大一并提高，为 68.06 亿元，较上年增长 71.45%。2017 年公司营业利润率为 33.27%，较上年下降了 5.99 个百分点。

公司期间费用水平处于较高水平，2017 年占营业收入的比重为 14.02%，较上年的 13.49%略有上升。2017 年，公司期间费用为 14.47 亿元，较上年增长 59.34%，主要系三费均大幅增加所致。其中，受促销、业务宣传及广告费大幅增加影响，2017 年公司销售费用为 4.71 亿元，同比增长 47.81%；公司财务费用为 4.39 亿元，较上年大幅增长 168.89%。

2017 年，公司投资收益为 1.03 亿元，较上年下降 52.68%，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益下降所致。同期，公司营业外收入 0.06 亿元，其中包含政府补助为 0.01 亿元；其他收益 1.44 亿元，主要为政府补助。2017 年，公司利润总额为 22.12 亿元，同比增长 16.68%。

从盈利指标来看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.00%和 7.86%，分别

较上 0.58 和 0.25 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.13 亿元，利润总额 6.67 亿元，分别相当于上年全年水平的 32.09%和 30.14%。公司当期整体营业利润率较 2017 年有所下降，为 30.21%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营性现金流量规模较大，收入实现质量较好；公司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。

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入同比大幅增长 52.80%，为 146.86 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 117.65 亿元，同比增长 59.15%；收到其他与经营活动有关的现金同比下降 31.86%，主要体现在收到的应急周转金，以及往来款项和利息收入等。2017 年，公司经营活动现金流出为 126.16 亿元，同比增长 38.29%。其中，支付各项税费 9.96 亿元，同比增长 1.66%；购买商品、接受劳务支付的现金为 79.09 亿元，较上年增长 75.90%。2017 年公司经营活动产生的现金净流同比增长 323.66%，为 20.71 亿元。从收入实现能力看，2017 年公司现金收入比为 113.98%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入同比下降 19.64%，为 166.23 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 156.41 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。2017 年公司投资活动现金流出为 221.31 亿元，同比下降 11.81%；购建固定资产、无形资产等支付的现金为 4.77 亿元，同比下降 10.40%；投资支付的现金 210.62 亿元，主要为对漳州古雷港经济开发区等的投资支出。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-55.08 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。2017 年公司筹资活动现金流入为 178.73 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 112.57 亿元，主要来自银行借款；吸收投资收到的现金为 15.29 亿元，主要来自发行可续期中期票据、收到国有资本经营预算补贴资金等。发行债券收到的现金为 49.79 亿元。筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付的现金，2017 年为 147.10 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为 31.62 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入金额为 37.69 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 31.73 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 5.96 亿元。投资活动方面，公司投资活动现金流入为 23.80 亿元，主要来自收回投资收到的现金；投资活动现金流出为 53.49 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-29.69 亿元。公司仍保持着较大的对外融资需求，2018 年 1~3 月筹资活动现金流入量为 116.87 亿元，主要来自借款和发行债券；筹资活动现金流出为 73.54 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 43.33 亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模大，公司现金类资产对其保障能力差，公司短期债务支付能力尚可；由于公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，但间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

2017 年，公司流动比率和速动比率波动分别为 93.11%和 73.04%，较 2016 年分别下降 31.79 和 31.41 个百分点。2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 91.57%和 74.32%，均较 2017 年底略有上升。2017 年底，公司非受限类现金

资产为54.34亿元，为公司短期债务的0.49倍。受公司经营性现金流增长影响，公司经营现金流动负债比有所回升，2017年为15.21%。

从长期偿债能力看，2017年公司EBITDA为29.89亿元，较上年增长21.73%。受公司盈利能力上升影响，2017年公司全部债务/EBITDA为11.58倍，较上年的12.84倍有所下降。

2018年3月底，公司本部及子公司已获得共计216.39亿元的银行授信，其中已使用授信额度110.81亿元，未使用授信额度105.58亿元。此外，公司拥有两家上市公司，直接融资渠道畅通。

2018年3月底，公司对外担保金额27.68亿元，担保比率22.41%，担保比率较高。被担保单位均为国有控股企业，目前经营情况正常。公司担保金额大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

九、存续期内债券偿债能力

截至跟踪日，公司存续债券余额243.60亿元；一年内到期的应付债券25.40亿元，存续债券的短期偿债压力尚可，未来偿债压力集中度较高。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券25.40亿元，2023年将达到存续债券待偿本金峰值58.00亿元。2017年底，公司非受限类现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别对公司存续债券保障情况如下表。公司非受限类现金资产对一年内到期债券余额保障能力较好；经营活动现金流入量对未来待偿付峰值保障能力较好；EBITDA对未来待偿付峰值的保证能力弱。

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017年
一年内到期债券余额	25.40
未来待偿债券本金峰值	58.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.65
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.53
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.36
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.52

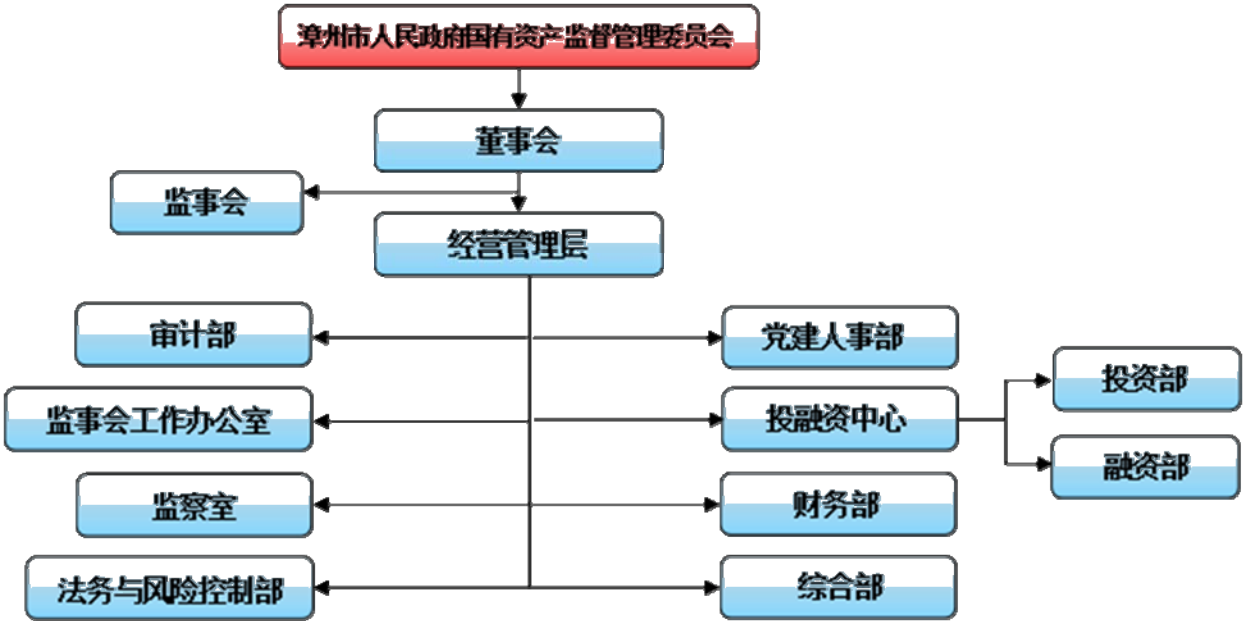
资料来源：联合资信整理

十、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，维持“14九龙江MTN001”和“14漳九龙债/PR漳九龙”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	62.13	68.00	67.27	86.75
资产总额(亿元)	560.31	627.20	653.60	677.61
所有者权益(亿元)	171.24	203.95	223.65	228.09
短期债务(亿元)	71.53	89.09	110.86	136.42
长期债务(亿元)	213.06	226.21	235.35	257.01
全部债务(亿元)	284.58	315.30	346.21	393.43
营业收入(亿元)	55.28	67.32	103.23	33.13
利润总额(亿元)	15.62	19.76	22.12	6.67
EBITDA(亿元)	20.08	24.56	29.89	--
经营性净现金流(亿元)	12.34	4.89	20.71	5.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.35	8.03	10.62	--
存货周转次数(次)	2.32	2.18	2.70	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.11	0.16	--
现金收入比(%)	94.00	109.81	113.98	108.37
营业利润率(%)	39.41	39.26	33.27	30.21
总资本收益率(%)	3.22	3.42	4.00	--
净资产收益率(%)	7.08	7.61	7.86	--
长期债务资本化比率(%)	55.44	52.59	51.27	52.98
全部债务资本化比率(%)	62.43	60.72	60.75	63.30
资产负债率(%)	69.44	67.48	65.78	66.34
流动比率(%)	105.77	124.90	93.11	91.57
速动比率(%)	91.78	104.45	73.04	74.32
经营现金流动负债比(%)	12.93	4.35	15.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.18	12.84	11.58	--

注：公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （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	
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

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。