

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0395号

漳州市九龙江集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及相关债项的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“18 九龙江 MTN003”、“19 漳九 01”、“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN001”、“20 九龙江 MTN002”、“20 九龙江 MTN004”、“22 漳九 Y1”、“22 漳九 Y3”、“22 九龙江 MTN001”、“22 九龙江 MTN002”债项信用等级为 AAA，维持“23 九龙江 CP001”债项信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十一日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月21日至2024年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年6月21日

漳州市九龙江集团有限公司 主体及相关债项2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2023/6/21	AAA/稳定	黄艺明	宋馨

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
18 九龙江 MTN003	AAA	AAA
19 漳九 01	AAA	AAA
19 漳九 03	AAA	AAA
20 九龙江 MTN001	AAA	AAA
20 九龙江 MTN002	AAA	AAA
20 九龙江 MTN004	AAA	AAA
22 漳九 Y1	AAA	AAA
22 漳九 Y3	AAA	AAA
22 九龙江 MTN001	AAA	AAA
22 九龙江 MTN002	AAA	AAA
23 九龙江 CP001	A-1	A-1

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”或“九龙江集团”）是漳州市政府重要的产业投融资主体，主要从事中成药制造、轴承制造等业务，同时参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资。漳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）是公司控股股东和实际控制人。

评级模型			
一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业收入	20.00	18.53
	市场地位	20.00	20.00
盈利能力	竞争优势	10.00	10.00
	多样性	8.00	6.11
债务负担与保障程度	EBITDA/收入	7.00	4.18
	总资产收益率	10.00	5.75
调整因素	资产负债率	7.00	6.64
	经营性净现金流/流动负债	9.00	5.30
	EBITDA/利息支出	9.00	3.53
全部债务/EBITDA			

调整因素	财务弹性+1
个体信用状况	aaa
外部支持	-
评级模型结果	AAA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

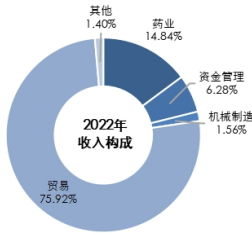
评级观点

东方金诚认为，跟踪期内漳州市经济实力与财政实力依然很强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；公司片仔癀产品市场地位高，业务获利能力仍很强；公司融资渠道畅通，持有的上市子公司的未质押股份市值很高，财务弹性较好；公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东很大支持。同时，东方金诚也关注到公司投资收益为亏损，对净利润形成侵蚀；公司有息债务持续增长，短期内到期债务规模较大。

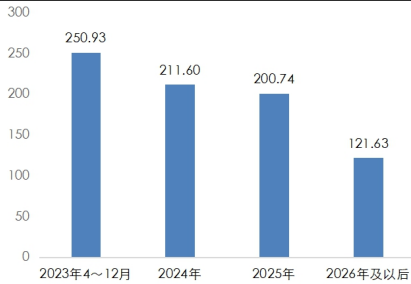
综合分析，东方金诚维持九龙江集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“18 九龙江 MTN003”、“19 漳九 01”、“19 漳九 03”、“20 九龙江 MTN001”、“20 九龙江 MTN002”、“20 九龙江 MTN004”、“22 漳九 Y1”、“22 漳九 Y3”、“22 九龙江 MTN001”、“22 九龙江 MTN002”债项信用等级为 AAA，维持“23 九龙江 CP001”债项信用等级为 A-1。

主要指标及依据

2022年营业收入构成



2023年3月末有息债务期限结构 (亿元)¹



主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额 (亿元)	865.43	1007.68	1183.56	1225.77
所有者权益 (亿元)	317.40	357.46	389.55	377.31
全部债务 (亿元)	476.67	548.83	651.85	689.23
营业总收入 (亿元)	217.15	344.73	584.56	148.13
利润总额 (亿元)	26.64	36.76	28.46	11.11
经营性净现金流 (亿元)	22.68	41.66	121.24	-9.84
营业利润率 (%)	21.71	17.95	10.94	13.03
资产负债率 (%)	63.33	64.53	67.09	69.22
流动比率 (%)	81.93	73.52	80.99	86.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.13	6.29	3.22	-
全部债务/EBITDA (倍)	13.20	11.49	16.24	-

注：数据来源于公司2020年~2022年的审计报告及2023年1~3月财务报表。

优势

- 跟踪期内漳州市经济实力与财政实力依然很强，食品、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业体系日趋完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；
- 公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，药品市场地位高，2022年药业收入保持增长，业务获利能力仍很强；
- 公司融资渠道畅通，子公司片仔癀药业和龙溪股份均为上市公司，截至2023年3月末，公司所持两家上市公司未质押股份市值为725.13亿元，财务弹性较好；
- 公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东有力支持。

关注

- 跟踪期内，公司股权投资项目福化古雷盈利能力仍较弱，投资收益为亏损，对净利润形成一定侵蚀；
- 公司资金管理业务以债权投资方式对漳州古雷经开区、圆山高新区等地区的基础设施及产业进行投资，投资规模很大，有息债务持续增长，短期到期债务规模较大。

评级展望

公司评级展望为稳定。漳州市经济实力与财政实力很强，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境，公司药业核心产品市场地位高、盈利能力强，作为漳州市政府重要的产业投融资主体，预计未来公司能持续得到股东及相关各方的有力支持。

评级方法及模型

《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC027202208）》

历史评级信息

主体信用等级	债项简称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	23 九龙江 CP001	A-1	2023/4/6	黄艺明、宋馨	《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC027202208）》	阅读原文
AAA/稳定	20 九龙江(疫情防控债)MTN003	AAA	2020/9/27	高君子、罗修	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》 《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型（RTFC020202004）》	阅读原文
AA+/稳定	-	-	2014/10/15	葛新景、张睿婧、曲泽毅	《工商企业信用评级方法》（2014年5月）	阅读原文

注：以上为不完全列示，2020年9月27日，九龙江集团主体信用等级调升至AAA。

¹ 此处债务结构将计入所有者权益的其他权益工具纳入有息债务考虑，同时假设其到期全部行权。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级 /展望
18 九龙江 MTN003	2022/6/7	6.00	2018/7/12~2023/7/12	无	-
19 漳九 01	2022/6/7	20.00	2019/3/14~2024/3/14	无	-
19 漳九 03	2022/6/7	10.00	2019/12/9~2025/12/9	无	-
20 九龙江 MTN001	2022/6/7	10.00	2020/3/6~2025/3/6	无	-
20 九龙江 MTN002	2022/6/7	10.00	2020/4/3~2025/4/3	无	-
20 九龙江 MTN004	2022/6/7	11.00	2020/10/20~2025/10/20	无	-
22 漳九 Y1	2022/2/18	13.90	2022/4/25~2024/4/25	无	-
22 漳九 Y3	2022/6/29	16.10	2022/6/29~2024/6/29	无	-
22 九龙江 MTN001	2022/9/7	10.00	2022/9/7~2025/9/7	无	-
22 九龙江 MTN002	2022/10/27	10.00	2022/10/27~2025/10/27	无	-
23 九龙江 CP001	2023/4/14	10.00	2023/4/14~2024/4/14	无	-

注：“22 漳九 Y1”、“22 漳九 Y3”、“22 九龙江 MTN001”和“22 九龙江 MTN002”均依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在九龙江集团依据发行条款的约定赎回时到期。

跟踪评级原因

按照相关监管要求及漳州市九龙江集团有限公司（以下简称“公司”或“九龙江集团”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

漳州市九龙江集团有限公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，主要从事中成药制造、资金管理、轴承制造、贸易等业务，同时参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资。漳州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“漳州市国资委”）是公司控股股东和实际控制人。

公司由漳州片仔癀集团公司（以下简称“片仔癀集团”）改制而成。片仔癀集团前身为漳州制药厂，始建于1956年，1993年1月以漳州制药厂为核心成立片仔癀集团，注册资本6905万元。2010年12月，片仔癀集团改制，将经评估净资产44.46亿元中的20亿元作为改制后的注册资本，其余计入资本公积，并于2011年3月更名为漳州市九龙江建设有限公司（以下简称“九龙江建设”）。2014年12月，九龙江建设更为现名。2019年6月，公司以资本公积转增注册资本20.00亿元，注册资本变更为40.00亿元。2021年7月，漳州市国资委将持有的10%股权无偿划转给福建省财政厅。截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均为40.00亿元，漳州市国资委持有公司90.00%股权，是公司控股股东和实际控制人。

2023年3月末，九龙江集团直接控股子公司9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，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，简称“龙溪股份”）。

截至2023年3月末，公司（合并）资产总额1225.77亿元，所有者权益377.31亿元，资产负债率69.22%。2022年和2023年1~3月，公司实现营业总收入分别为584.56亿元和148.13亿元，利润总额分别为28.46亿元和11.11亿元。

相关债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2023年3月末，公司发行的“18九龙江MTN003”、“19漳九01”、“19漳九03”、“20九龙江MTN001”、“20九龙江MTN002”、“20九龙江MTN004”、“22漳九Y1”到期利息已按期偿付，“22漳九Y3”、“22九龙江MTN001”、“22九龙江MTN002”和“23九龙江CP001”暂未到还本付息日。上述债券募集资金均已按募集说明书约定用途使用完毕，其中“18九龙江MTN003”、“20九龙江MTN001”、“20九龙江MTN002”、“22九龙江MTN001”、“22九龙江MTN002”、“23九龙江CP001”用于偿还债务融资工具，“20九龙江MTN004”用于偿还银行借款和债务融资工具，“19漳九01”、“19漳九03”用于偿还公司债务及补充流动资金，“22漳九Y1”、“22漳九Y3”用于偿还公司债券本金。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023年一季度GDP同比增速达4.5%，大幅高于上年四季度的2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

行业分析

九龙江集团主要从事中成药制造、轴承制造等业务，同时参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资，分别属于医药制造行业、轴承制造行业。

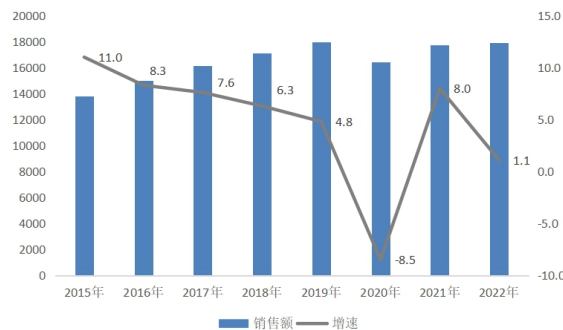
医药制造行业

2022年医药行业需求有所增加，但增速有所减缓，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

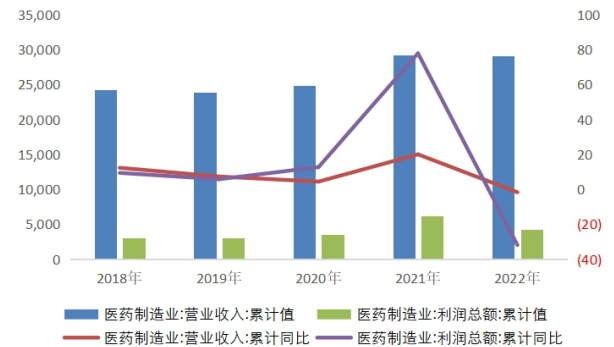
随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长，但增速逐年下降。2015~2019年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓；2020年外部冲击短期内对防护需求的医械产品需求增加，其他药械产品受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降，我国三大终端六大市场药品销售额16437亿元，同比下降8.5%。2021年，受延迟医疗需求释放影响，医药行业需求增加。2022年，我国三大终端六大市场药品销售额为17936亿元，同比增长1.1%，增速有所减缓。预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长。

虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速承压。根据国家统计局数据，2020年，医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，随着外部冲击得到控制，行业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长4.50%，增速进一步缩窄。2021年，规模以上医药制造企业营业收入为21291.00亿元，同比增长24.40%。2022年受外部环境因素影响，医药制造行业收入和利润均有下降，盈利承压。预计未来在国家经济稳增长背景下，行业整体将恢复性增长。

图表1 我国医药终端市场销售情况(亿元、%)



图表2 我国医药制造行业盈利情况(亿元、%)



数据来源：米内网，wind，东方金诚整理

随着医疗卫生体制改革深化，药品价格呈下降趋势，行业集中度提高，并驱动企业向创新转型，利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业，中药注射剂收入占比较大、药品结构单一的中药企业经营压力将增加

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源，提高行业整体竞争实力，国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策，不断提升制药行业准入门槛，引导和鼓励落后产能择机退出。

近年新医保目录调整，集采政策落地扩面，药品价格呈下降趋势。2020年，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出“1+4+2”的总体改革框架，指出要完善医保目录动

态调整机制，将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围；深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革，坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。随着医疗卫生体制改革的不断深化，医药企业进一步延续以价换量的模式，化药降价预期不变，中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制。2020年《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》正式施行，质量体系进一步健全。在带量采购等政策实行、行业监管趋严、行业准入门槛提高的背景下，短期内造成相关药品价格降低，龙头企业通过原料药制剂一体化等优势来降本增效，小企业市场份额受到进一步挤占，一批中小企业退出市场，行业集中度提升。2015年到2021年，百强企业营收从6131.0亿元升至10762.0亿元，在集中度方面，百强企业的营业收入占比由22%左右提升32.6%，产业集中度进一步提升。

为鼓励研究和创制具有明显临床优势的药品，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，规范临床急需短缺药品等优先审评审批，2020年国家药监局关于发布《突破性治疗药物审评工作程序（试行）》、《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）》、《药品上市许可优先审评审批工作程序（试行）》，原《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》同时废止。随着审批制度的改革，医保谈判进程加快，创新药呈现“审评快、上市快、上量快”的趋势。医药创新活跃，企业研发管理储备丰富，药品上市申报数量增多。随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。预计未来行业政策将继续向研发实力强，创新能力高的企业倾斜，创新驱动发展将更加突出。

近年来，中药注射剂面临医保受限、辅助用药重点监控、注射剂上市后再评价等政策方面的挑战。2019新版医保目录对中药注射剂使用进行了进一步严格的限制，2019年7月，国家卫健委、国家中医药管理局发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，随即部分省市公布区域内重点监控合理用药药品目录，这将极大限制医疗机构和医生对于目录中药品的临床应用范围，辅助用药重点监控目录中药品销量将受较大影响。

预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化将进一步加剧，利好研发实力强，药品质量好具有成本优势的企业。但中药注射剂受到医保受限、辅助用药重点监控、注射剂上市后再评价政策的影响，对于中药注射剂收入占比大、药品单一的企业经营压力将进一步增加。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于药业、资金管理和贸易等业务，毛利润主要来源于药业和资金管理业务，2022年公司收入增长较快，毛利润有所增加，但毛利率较低的贸易业务收入占比提高、药业及资金管理业务毛利率下降导致综合毛利率继续下滑

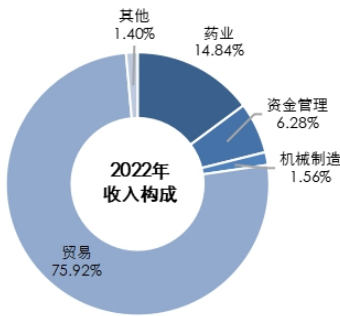
作为漳州市政府重要的产业投融资主体，跟踪期内，公司收入仍主要来源于药业、资金管理和贸易业务，毛利润主要来自于药业和资金管理业务。2022年公司实现营业总收入584.56亿元，同比增长69.57%，具体看，公司贸易业务仍扩张较快，2022年贸易业务收入同比增长

109.42%；药业、基金管理和其他业务收入均同比有所增长；因龙溪股份贸易业务收入不再计入机械制造板块，机械制造业务收入同比下降 34.93%。2022 年公司的毛利润为 66.09 亿元，同比增长 3.41%；由于毛利率较低的贸易收入占比提高和药业、资金管理业务毛利率下降，公司综合毛利率同比下降 7.23 个百分点。

2023 年 1~3 月，公司药业、资金管理和贸易业务收入同比均有所增加，营业收入和毛利润同比分别增长 2.65%和 7.73%，毛利率同比提高 0.63 个百分点。

图表 3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
药业	64.93	29.90	80.04	23.22	86.74	14.84	26.28	17.74
资金管理	34.09	15.70	32.08	9.31	36.70	6.28	9.32	6.29
机械制造	11.59	5.34	14.03	4.07	9.13	1.56	2.66	1.80
贸易	104.92	48.32	211.91	61.47	443.78	75.92	108.27	73.09
其他	1.63	0.75	6.66	1.93	8.20	1.40	1.59	1.08
合计	217.15	100.00	344.73	100.00	584.56	100.00	148.13	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
药业	29.23	45.02	40.61	50.73	39.61	45.66	12.71	48.35
资金管理	14.78	43.35	14.85	46.30	15.42	42.02	3.73	40.08
机械制造	2.96	25.51	3.52	25.08	3.91	42.83	1.23	46.12
贸易	0.79	0.76	1.79	0.84	1.71	0.39	0.64	0.59
其他	0.71	43.97	3.14	47.17	5.44	66.33	1.49	93.31
合计	48.48	22.32	63.91	18.54	66.09	11.31	19.80	13.37



数据来源：公司提供，东方金诚整理

药业业务

公司药业业务运营主体为上市子公司片仔癀药业，跟踪期内仍主要从事中成药生产和销售、日用品、化妆品的生产销售及少量食品销售业务，其中药品生产和销售收入占片仔癀药业收入的比例超过 85%。2023 年 3 月末，片仔癀药业资产总额 150.68 亿元，所有者权益 126.32 亿元，资产负债率 16.17%。2022 年和 2023 年 1~3 月，片仔癀药业实现营业总收入分别为 86.94 亿元和 26.30 亿元，利润总额分别为 29.78 亿元和 9.40 亿元。

公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，跟踪期内片仔癀系列产品仍保持很高的市场地位，2022 年药业收入保持增长，受毛利率相对较低的医药流通业务收入占比提升和原材料价格上涨影响，毛利润和毛利率有所下降，但获利能力仍很强

片仔癀药业的主要产品包括片仔癀系列产品和其他中成药产品，片仔癀系列产品主要有片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等 20 多种中成药产品。总体来看，公司产品主要为片仔癀系列产品，对单一药品系列依赖较高。片仔癀通过传统生产工艺秘制而成，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，1994 年被列为国家重要一级保护品种，片仔癀药业享有独家生产权。

片仔癀药业主要原材料中麝香取自于麝，麝已被列为国家濒危物种。随着麝香资源的日益紧缺，片仔癀药业逐步加大在人工养麝、活体取麝、麝香种类群繁殖研究项目的投入。截至 2023 年 3 月末，片仔癀药业拥有 2 个养麝基地，均已获得国家林业局颁发的野生动物驯养许可证。

跟踪期内，公司的销售渠道仍分为国内销售和海外销售，其中国内销售占比较高，2022 年境内销售 82.72 亿元，占比 95.37%。国内销售模式主要为药房销售和院线销售，以药房销售为主。药房销售模式主要包括片仔癀体验馆、连锁药店、区域经销以及零售药店等，片仔癀体验馆主要销售公司及子公司的系列产品，通过设立体验馆，提高消费者对片仔癀品牌的认知度和忠诚度，提高产品购买欲；连锁药房主要是与头部连锁企业建立双方全品类直供合作，加强零售终端建设；区域经销是通过选择当地实力强大、有一定营销网络的经销商作为基本网点；零售药店模式除通过主流药房销售外，公司也加大对自营药房的销售力度，同时运营天猫和京东线上平台的片仔癀大药房旗舰店，更好满足消费者对片仔癀及系列产品的零售需求。院线销售模式主要是通过各地的药品集中采购平台向医院销售和供应公司的院线品种。公司海外销售主要采取经销制模式，产品通过直运或转运等方式出口到香港、印尼、泰国、新加坡、马来西亚、加拿大、澳门等国家或地区。2023 年 5 月，公司将主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格从 590 元/粒上调到 760 元/粒，供应价格相应上调约 170 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。提价有利于药业业务毛利率的提升，但同时需要关注提价对片仔癀锭剂销量的影响。

2022 年，公司药业业务收入 86.74 亿元，同比增长 8.37%，主要系公司继续拓展延伸医药配送产业链上下游，医药流通收入增加；同期，毛利润 39.61 亿元，同比下降 2.46%，毛利率为 45.66%，同比下降 5.07 个百分点，一方面是原材料价格上涨导致医药制造业务毛利率下降，另一方面是毛利率相对较低的医药流通业务收入占比提升，整体看公司药业业务获利能力仍很强。2023 年一季度，公司药业业务收入、毛利润分别同比增长 12.21%和 10.52%，毛利率同比提升 15.07 个百分点。

图表 4 片仔癀药业区域销售收入情况² (单位：亿元)

产品名称	2020 年	2021 年	2022 年
境内	61.34	76.50	82.72
境外	3.59	3.72	4.02
合计	64.93	80.22	86.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内公司加快肝、胆等领域新药研发进展，未来拟投资建设片仔癀大健康智造园和片仔癀健康美妆园，项目投产将有利于公司进一步扩大医药制造和化妆品制造的生产规模

公司于 2020 年 7 月并购了龙晖药业有限公司（以下简称“龙晖药业”），龙晖药业拥有中西药品批准文号 100 余个，其中在产中成药产品以安宫牛黄丸、西黄丸及养阴清肺糖浆等传统中药名方为主，在生化药以乙酰水杨酸片、复方氨酚苯海拉明、去痛片等为主。通过控股龙晖药业，片仔癀药业获得安宫牛黄丸（双天然）和西黄丸（双天然）等高价值传统经典中成药，有利于丰富其产品线。跟踪期内，公司加快肝、胆等领域新药研发进展，新增两个品种获批生产许可，并完成首次批量生产，两个品种分别为用于预防静脉血栓栓塞的化药 4 类药品阿派沙

² 此处为子公司片仔癀药业的销售收入情况，由于合并抵消等原因，与公司药业收入不完全相等。

班片和用于缓解慢性特发性荨麻疹及过敏性鼻炎的全身及局部症状的化药 3 类药品地氯雷他定口服溶液。公司新增立项 4 个新药项目，加快推进在研新药开发；另有 3 个化药 1 类新药、3 个中药 1.1 类新药和 1 个中药 1.2 类新药进入临床研究阶段；用于治疗轻、中度广泛性焦虑障碍(痰热内扰证)的温胆片完成 II 期临床试验；公司已初步形成具有片仔品牌特色的研发布局和管线。

2022 年 1 月，片仔癀药业发布《漳州片仔癀药业股份有限公司关于投资新建产业园的公告》，公司拟投资建设片仔癀大健康智造园和片仔癀健康美妆园，其中片仔癀大健康智造园工程建设投资约 28 亿元，资金来源为公司自筹，项目建设期为 3 至 5 年，主要生产复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏、茵胆平肝胶囊等系列产品；片仔癀健康美妆园工程建设投资约 16.80 亿元，资金来源为公司自筹，项目建设期为 3 至 5 年，项目产品为养肤美白雪肌无瑕润白系列、抗初老凝时素颜紧致系列、屏障修护御润鲜妍保湿系列等特色功效护肤产品；皇后系列（膏霜类）。截至 2023 年末，该项目尚在筹划阶段，预计未来项目投产后可为公司进一步发展医药制造业务和化妆品制造业务等提供相应的生产及配套设施，有利于公司进一步扩大生产规模，但投资金额较大，需关注公司未来资金支出压力。

机械制造业务

公司机械制造板块主要为轴承制造业务，由子公司龙溪股份负责运营。2023 年 3 月末，龙溪股份资产总额 35.93 亿元，所有者权益 22.92 亿元，资产负债率 36.20%。2022 年和 2023 年 1~3 月，龙溪股份实现营业总收入分别为 17.19 亿元和 4.88 亿元，利润总额分别为-0.39 亿元和 0.78 亿元，2022 年利润总额为亏损主要系持有兴业证券等股票公允价值变动产生公允价值变动净收益-1.68 亿元所致。

公司是国内领先的关节轴承供应商和出口商，品种齐全、制造链完整，2022 年轴承制造业务部分产品受下游行业需求下滑影响，产能和产能利用率有所下降

龙溪股份是国内领先的关节轴承供应商和出口商，是关节轴承细分市场的龙头企业。龙溪股份关节轴承品种齐全，制造链完整。公司是关节轴承国家行业标准的主起草单位，是国家滚动轴承标准化委员会关节轴承分技术委员会秘书处单位，承担关节轴承国家、行业标准的制修订工作，现有关节轴承国家标准共 10 项，公司参与制修订 6 项（其中主持制修订 5 项）；现有行业标准共 6 项全部由公司主持制修订；作为国内关节轴承行业龙头企业，公司代表中国参加关节轴承国际标准制订，提出关节轴承静载荷、动载荷及寿命两项提案并获得通过，提升行业国际话语权。

公司轴承主打产品关节轴承凭借质量稳定和性价比优势突出远销欧美等四十多个国家地区。公司关节轴承主要配套国内知名工程机械、载重汽车主机市场及航空航天等战略性应用领域，承担航空关节轴承共性技术研究及多项国内航天航空关节轴承国产化研制任务，配套 C919、AG600、MA700、神舟、天宫、昆仑号、天眼、上海中心大厦、北京大兴国际机场、和谐号、复兴号等国家重点科研及工程项目；成功进入卡特彼勒、林德公司、沃尔沃等跨国公司全球采购体系。

公司轴承制造产能充足，截至 2023 年 3 月末，关节轴承和轴套、大齿圈年产能 1500.00

万套，AG轴承和精密圆锥滚子轴承年产能500.00万套，齿轮和变速箱年产能120.80万套，跟踪期内无变化。2022年，公司轴承制造产品中关节轴承和轴套、大齿圈的产量和产能利用率有所提高，AG轴承和精密圆锥滚子轴承、齿轮和变速箱的产量和产能利用率均同比下降，主要系下游行业机械工程需求大幅下滑。2023年1~3月，公司AG轴承和精密圆锥滚子轴承、齿轮和变速箱产品产能利用率较2022年有所下降。

图表5 轴承制造业务主要产品产销情况(单位:万套(件)、元/套(件)、%)

产品名称	项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
关节轴承和轴套、大齿圈	产能	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
	产量	1105.12	1356.62	1391.29	348.64
	产能利用率	73.67	90.44	92.75	92.97
	销量	1071.34	1399.78	1232.73	289.28
	出口量	544.86	939.22	904.61	191.12
	均价	51.94	47.99	58.45	68.34
AG轴承和精密圆锥滚子轴承	产能	800.00	500.00 ³	500.00	500.00
	产量	423.92	459.32	316.26	72.51
	产能利用率	52.99	91.86	63.25	58.01
	销量	478.16	474.21	382.38	119.95
	出口量	28.20	34.92	37.43	3.14
	均价	36.08	34.83	32.86	28.54
齿轮和变速箱	产能	120.00	120.80	120.80	120.80
	产量	28.03	30.94	21.46	5.12
	产能利用率	23.36	25.61	17.76	16.95
	销量	29.84	32.04	19.97	4.54
	均价	221.30	198.48	235.16	226.59

资料来源:公司提供,东方金诚整理

跟踪期内,受经济环境和行业周期下行影响,下游工程机械等行业需求减少,公司机械制造业务主要产品销量和业务收入有所下降

受经济环境和行业周期下行影响,下游工程机械等行业需求减少,2022年公司机械制造主要产品销量同比均有所下降。同期,公司轴承主要产品关节轴承和轴套、大齿圈、齿轮和变速箱价格较2021年均有所提高,其中齿轮和变速箱的价格涨幅较大,主要系销售产品结构不同导致的价格差异;受客户压价影响,AG轴承和精密圆锥滚子轴承价格有所下降。2022年和2023年1~3月,公司机械制造业务收入分别为9.13亿元和2.66亿元,分别同比下降34.93%和36.97%,主要是当期龙溪股份贸易业务不再计入机械制造板块所致,剔除贸易业务收入调整因素影响,2022年机械制造业务收入同比下降1.40%。

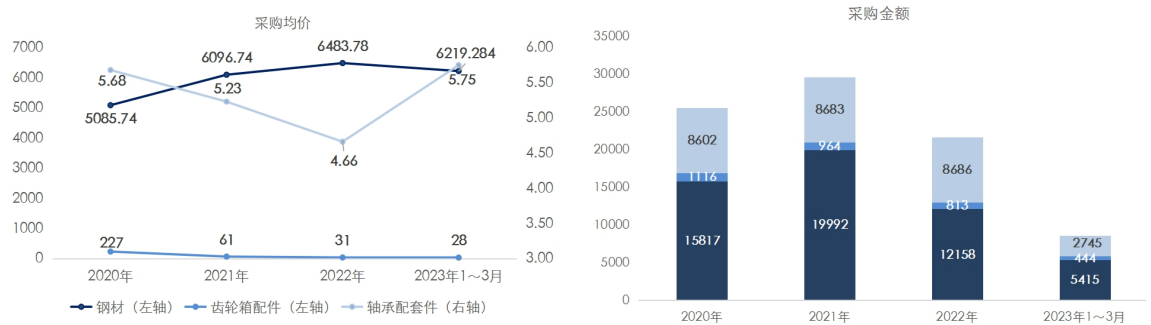
2022年公司大力拓展航空航天等高端市场及国内战略性新兴领域,产品溢价力及盈利水平提升,机械制造毛利率有所提高,但主要原材料钢材价格仍维持高位,公司成本控制压力较大

公司机械产品所使用的原材料主要为钢材、齿轮箱配套、轴承配套件等,合计占轴承生产

³ 2019年和2020年AG轴承和精密圆锥滚子轴承年产能为800万套,2021年AG轴承和精密圆锥滚子轴承年产能调整为500万套。

成本 65%左右，其他材料包括油料、砂轮、刀、刃、量具、五金等。龙溪股份对钢材进行集中采购，齿轮箱配件及轴承配套件采取外购半成品的方式，通常以邀标竞价、三方比价来确定采购价格。公司原材料结算方式为货到付款。2022 年，公司主要原材料钢材价格较上年上涨，齿轮箱配套、轴承配套件的价格下降，主要系不同产品结构所需配件不同形成的差异。同年，机械制造业务毛利率同比提高 17.75 个百分点，剔除低毛利率的贸易业务不计入机械业务的影响，机械制造业务毛利率仍同比提高 5.53 个百分点，主要系公司大力拓展航空航天等高端市场及国内战略性新兴领域，产品溢价力及盈利水平提升。

图表 6 公司轴承制造主要原材料采购情况（单位：元/吨（套）、万元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

资金管理业务

跟踪期内，公司以债权投资方式对漳州重要区域产业投资项目提供投融资服务，资金管理业务不断扩大，为公司收入及利润的重要来源

作为漳州市政府重要的产业投融资主体之一，九龙江集团主要以债权投资方式参与漳州市产业园区开发和产业类项目投资，包括漳州古雷港经济开发区开发、漳州圆山新城、诏安县、金峰开发区、漳浦县等地区的开发和相关产业投资。目前，资金管理业务已成为公司主要经营业务之一。

1. 漳州市古雷港经济开发区债权投资

公司在漳州市古雷港经济开发区（以下简称“古雷港经开区”）的债权投资主要以公司与福建漳州古雷经济开发区管理委员会（以下简称“古雷管委会”）及其权属企业合作开发的模式进行。公司主要负责提供开发建设资金，采用收取固定管理费并到期收回出资的方式参与建设项目开发建设，古雷管委会及其权属企业独资运作具体项目的建设、实施和运营，自行承担盈亏及风险。公司投资方式主要为协议投资和委托贷款，投资期限通常为 1~3 年，投资资金分期到位，投资收益按季度收取，投资收益率随当期资金获取成本波动。公司投资古雷港经开区的资金来源主要为对外融资，包括但不限于银行贷款、发行债务融资工具、设立产业基金等。

截至 2023 年 3 月末，公司对古雷港经开区的债权投资存续规模为 360.43 亿元，投资对手方以古雷管委会为主，同时包括漳州古雷港投资有限公司、福建古雷港口经济开发有限公司等。

图表7 截至2023年3月末公司对古雷港经开区债权投资对手方情况（单位：亿元）

合同类型	投资对手方	存续债权投资
合作协议	福建漳州古雷经济开发区管理委员会	176.30
合作协议	漳州古雷港投资有限公司	89.85
合作协议	福建古雷港口经济开发有限公司	67.50
合作协议	漳州市古雷港建设开发有限公司	17.89
合作协议	漳州市古雷公用事业发展有限公司	8.89
合计	-	360.43

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年和2023年1~3月，公司对古雷港经开区的债权投资到期金额分别为112.60亿元、8.00亿元，同期新增债权投资金额分别为120.78亿元和10.16亿元。截至2023年3月末，公司向古雷港经开区累计投资金额1064.37亿元（含石化基金），公司累计收到回款853.86亿元。

图表8 公司对古雷港经开区债权投资到期和新增投资情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
投资到期金额	60.52	163.62	112.60	8.00
新增投资金额	47.78	174.32	120.78	10.16
投资净增加额	-12.74	10.70	8.18	2.16

资料来源：公司提供，东方金诚整理

项目投资方面，截至2023年3月末，公司以债权投资方式参与古雷港经开区投资的主要项目共计7个，总投资规模为496.04亿元，已投资金额496.04亿元。

图表9 截至2023年3月末公司以债权投资方式参与古雷港经开区投资的主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	开工年份	完工年份
古雷区域土地征收	60.10	60.10	2010	2016
古雷区域海域征收	45.00	45.00	2010	2016
古雷区域拆迁安置项目	272.40	272.40	2010	2016
漳州市古雷港口路域和加工物流区域建设项目	36.94	36.94	2011	2016
疏港公路主干道及周边配套项目	56.40	56.40	2011	2016
纬五路道路工程	15.20	15.20	2015	2018
沿海大通道古雷开发区段工程	10.00	10.00	2015	2018
合计	496.04	496.04	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.漳州圆山高新区债权投资

公司在圆山高新区的债权投资模式与古雷港经开区相似。截至2023年3月末，公司对圆山高新区的债权投资存续规模为140.55亿元，投资对手方包括漳州圆山新城建设有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高新区靖城建设有限公司等。

图表 10 截至 2023 年 3 月末公司对圆山高新区债权投资对手方情况（单位：亿元）

合同类型	投资对手方	存续债权投资
合作协议	漳州圆山新城建设有限公司	57.32
合作协议	漳州市圆山市政建设有限公司	19.20
合作协议	漳州靖圆发展有限公司	18.10
合作协议	漳州圆山发展有限公司	13.30
合作协议	漳州圆新建设集团有限公司	12.30
合作协议	漳州圆新运营管理有限公司	9.00
合作协议	漳州市金盏置业有限公司	8.00
合作协议	漳州圆山水仙花发展有限公司	3.33
合计	-	140.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年和 2023 年 1~3 月，公司对圆山高新区的债权投资到期金额分别为 49.04 亿元和 4.13 亿元，同期新增债权投资金额分别为 101.15 亿元和 5.76 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司累计对圆山高新区开发建设债权投资 243.89 亿元，累计回款 142.42 亿元。

图表 11 公司对圆山高新区债权投资到期和新增投资情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
投资到期金额	6.17	9.50	49.04	4.13
新增投资金额	14.13	30.40	101.15	5.76
投资净增加额	7.96	20.90	52.11	1.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

项目投资方面，截至 2023 年 3 月末，公司以债权投资方式在圆山高新区参与投资的主要项目共计 5 个，总投资规模为 100.51 亿元，已投资金额 74.01 亿元，尚需投资 26.50 亿元。

图表 12 截至 2023 年 3 月末公司以债权投资方式参与圆山高新区投资的主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	开工年份	完工年份
漳州市圆山大道道路工程（廊前大道至纵十路）	35.70	16.10	2015	2019
漳州高新科技城（一期）工程	2.01	2.01	2017	2019
武林棚户区改造项目	4.30	3.00	2017	2020
廊前棚户区改造项目	8.00	2.40	2017	2020
“一药一智”产业园、南湖“双创”产业园和站前总部经济产业园三大片区投资工程	50.50	50.50	2021	2025
合计	100.51	74.01	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

3.其他地区债权投资

截至 2023 年 3 月末，公司对古雷经开区、圆山高新区外的漳州市其他地区债权投资存续规模为 20.27 亿元，投资对手方包括福建龙睿投资有限公司、福建诏安金都资产运营有限公司、龙海市路桥建设开发有限公司等。

图表 13 截至 2023 年 3 月末公司对漳州市其他地区债权投资对手方情况（单位：亿元）

合同类型	投资对手方	投资区域	存续债权投资
委贷协议	福建龙睿投资有限公司	漳浦县	4.91
委贷协议	诏安城投集团有限公司	诏安县	4.00
委贷协议	福建诏安金都资产运营有限公司	诏安县	3.40
合作协议	龙海市路桥建设开发有限公司	龙海区	3.36
委贷协议	漳州金峰市政建设有限公司	芗城区	2.80
委贷协议	漳州市芗城城市建设开发有限公司	芗城区	1.80
合计	-	--	20.27

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年公司资金管理业务收入 36.70 亿元，同比增长 14.40%，毛利润为 15.42 亿元，同比增长 3.84%，仍为公司收入及利润的重要来源，毛利率同比下降 4.28 个百分点。2023 年 1~3 月，资金管理业务收入 9.32 亿元，同比增长 4.84%，毛利润和毛利率均有所下降。

贸易

公司主要贸易产品是石油化工产品，2022 年依托古雷港经济开发区石油炼化项目的发展，公司贸易业务收入大幅增加，毛利润有所下降，毛利率仍处于较低水平

公司贸易业务由公司贸易部及下属子公司厦门芗江进出口有限公司（以下简称“芗江进出口”）负责运营。依托公司产业投资项目形成的贸易机会，开展进出口业务和国内贸易，采取锁住下游客户订单并收取保证金，自营进口并掌控货权，客户付全款提货的贸易模式。目前公司已形成以油品、化工及工矿产品等大宗商品为主的贸易业务。

跟踪期内，依托投资产业项目和优势，公司油品、化工及工矿产品贸易业务规模增长迅速。2022 年公司贸易收入为 443.78 亿元，同比大幅增长，其中化工品贸易收入为 407.48 亿元，占比较高；同年公司贸易业务实现毛利润 1.71 亿元，同比下降 4.47%，毛利率为 0.39%，同比下降 0.45 个百分点。2023 年 1~3 月，公司贸易业务收入 108.27 亿元，同比小幅增加，其中化工品贸易收入为 100.89 亿元，一季度贸易毛利润为 0.64 亿元，受贸易毛利率较去年同期下降影响，毛利润有所下降，整体看，公司贸易业务毛利率仍处于较低水平。

2022 年，公司贸易业务前五大供应商采购比例为 32.45%，同比有所提高。公司大宗商品贸易业务采购产品均为石化产品，采购运输距离较近。采购价格根据市场价格确定，采购货款结算方式一般为先款后货，结算方式为电汇和银行承兑汇票。

图表 14 2022 年公司贸易业务前五大供应商情况 (单位: 亿元、%)

供应商名称	采购金额	采购金额占比	采购产品类型
第一名	46.93	10.62	石油化工产品、精对苯二甲酸
第二名	35.83	8.11	对二甲苯、苯酚
第三名	30.09	6.81	石油化工产品
第四名	16.44	3.72	石油化工产品
第五名	14.11	3.19	石油化工产品
合计	143.40	32.45	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

销售方面, 公司要求下游客户缴存一定比例的保证金以控制销售风险, 如果贸易品价格波动较大, 公司会根据实际情况提高保证金比例要求或者让下游客户补交保证金。对于出口业务, 公司一般要求采用信用证结算, 但对于交易量大、资信较好的老客户或已投保足额出口信用险、签订保理协议等的客户, 获得相关权限批准后可采用其他结算方式。2022 年和 2023 年 1~3 月, 公司贸易业务前五大下游客户销售额占比分别为 38.29%和 49.75%。

图表 15 2022 年公司贸易业务前五大客户情况 (单位: 亿元、%)

客户名称	销售金额	销售金额占比	销售产品类型
第一名	50.28	11.33	石油化工产品
第二名	49.08	11.06	精对苯二甲酸、石油焦
第三名	32.42	7.31	石油化工产品
第四名	20.98	4.73	石油化工产品
第五名	17.14	3.86	精对苯二甲酸
合计	169.90	38.29	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外投资

跟踪期内, 公司股权投资项目福化古雷盈利能力仍较弱, 公司投资收益为亏损, 对净利润形成一定侵蚀

2017 年 2 月, 公司与福建石油化工集团有限责任公司合资成立福建福化古雷石油化工有限公司 (以下简称“福化古雷”), 注册资本 81 亿元, 公司占股 49%, 实际出资 39.69 亿元。同时, 公司通过福化古雷间接持有福建福海创石油化工有限公司 (以下简称“福海创石化”) 44.10% 股权。其后福海创石化经多次股东增资, 截至 2023 年 3 月末, 公司通过福化古雷间接持有福海创石化 37.84% 股权⁴。

福海创石化主要经营石油炼化产品 PX 和 PTA 生产、销售, 位于漳州市古雷经济开发区, 建有 PX 生产装置两套, 单套产能为 80 万吨, 满负荷年产能为 160 万吨, PTA 三条氧化线, 两条精制线, 满负荷年产能为 450 万吨。2022 年福海创石化持续亏损, 亏损原因是 PX 原材料原油价格上涨较 PTA 价格快, 导致成本上升, 同时与国内先进的化工企业相比, 福海创石化目前的生产工艺能耗消耗比较大。另外古雷开发区上下游的产业链尚未配套齐全, 福海创石化原材料进口依赖较大, PX、PTA 产品均对园区外销售运输费用、装卸费用等较高, 也是导致福海创

⁴ 福化古雷持有福海创石化 77.23% 的股权。

石化亏损原因之一。2022年和2023年1~3月，公司对福化古雷确认投资收益分别为-9.97亿元和-2.76亿元，对公司净利润形成一定侵蚀。目前中石化炼化一体化一期已经建成投产，中沙乙烯、中石化炼化一体化二期项目正稳步推进，随着古雷开发区的上下游产业链逐步完善，将有利于福海创石化盈利能力提升。海创石化经营已基本稳定，正在计划实施下一步原料适应性技改项目，主要为解决中沙（古雷）项目必需的乙烯原料需求，拓宽福海创石化原油种类。该原料适应性技术改造项目完成后凝析油加工能力改造提升至500万吨/年，并新建500万吨/年原油加工装置，形成1000万吨/年炼油能力；根据可行性研究报告，项目总投资82.04亿元，主要建设内容涉及17套主要生产装置，资金来源为30%的资金由公司自筹，70%的资金通过银行融资，截至2023年3月末已投资18.64亿元。项目建设期为2022年~2025年，建设期为3年。

同时，中沙（古雷）项目于2019年10月份正式签约，获批进入国家石化产业规划布局方案储备项目，已完成可行性研究报告论证评审。该项目将以九龙江集团（持股占比49%）、福建石化集团（持股占比51%）合资成立的福化古雷和沙特基础工业公司（SABIC）指定的关联公司按49%：51%股比合资建设。按照可研报告数据，该项目总投资421.77亿元，于2021年3月进行工程设计、采购和施工，2024年部分装置投产，2025年实现全面投产。2021年8月18日中沙双方签订合资协议，合资公司注册资本为项目总投资的三分之一，即约为140.60亿元，其中公司出资约为33.75亿元。2022年3月10日，福建中沙石化有限公司注册成立。福建中沙石化有限公司将在古雷石化基地投资建设并运营一座世界级大型石化联合体——中沙古雷乙烯项目。项目将建设一套年产150万吨乙烯装置，同时配套建设一系列下游生产装置，采用多项全球先进技术，多项专利技术为国内首次采用。该项目投产后将为公司带来新增的投资收益。2023年4月，项目前期工程正式开工，先行实施的中沙古雷乙烯项目前期工程，总投资11亿元，工程内容主要包括项目场地平整、围挡、IPMT（工程一体化项目管理部）、厂区内主干道及配套道路、一级地管及厂内管线敷设以及其他临设等。

此外，公司通过参股的形式进行产业类项目投资，参股企业包括漳州市配电网有限责任公司、福建福化古雷石油化工有限公司、福能（漳州）融资租赁股份有限公司、福化工贸（漳州）有限公司和漳州市福化环保科技有限公司等。

未来发展

古雷开发区已满足产业项目落地要求，公司为古雷开发区基础设施运营主体，随着投产化工项目稳步推进，以及下游项目配套产业加速集聚建设，有望成为公司新的收入及利润来源

公司在建项目主要为漳州古雷港经济开发区配套设施工程，建成后将由公司运营，资金来源主要为自筹。截至2023年3月末，公司在建项目计划总投资额60.50亿元，已投资金额33.18亿元，未来尚需投资金额为27.32亿元，存在一定融资需求。随着公司所投资建设的古雷开发区基础设施项目中疏港公路、沿海大通道纵横跨境，码头、水厂、固废废场、污水处理厂、报关报验、救援中心、环保监测等配套逐步到位，古雷开发区已满足产业项目落地需求。古雷开发区现主要投产项目福海创PX、PTA项目、海顺德特种油品项目、春达化工增塑剂项目和康普化工催化剂项目，项目生产运行安全平稳。根据《漳州古雷石化基地总体规划修编（2020~2030）》，古雷开发区至2030年总炼油能力达每年5000万吨，乙烯每年500万吨，

对二甲苯每年 580 万吨，实现规模工业产值 6872 亿元。古雷开发区一批重点产业项目紧密跟踪推进，将充分发挥石化龙头带动，构筑产业集群，推动形成功能塑料产业链以及丙烯产业链。公司为古雷开发区基础设施运营主体，随投产化工项目稳步推进，下游项目配套产业加速集聚建设，基础设施运营有望成为公司新的收入及利润来源。

图表 16 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况⁵（单位：亿元）

项目名称	开工时间	计划完工时间	总投资	已投资额	2023 年 4~12 月投资计划
盐场项目	2020 年 6 月	2025 年 12 月	50.00	30.70	1.06
古雷城乡供水一体化	2018 年 10 月	2025 年 12 月	10.50	2.48	0.80
合计	-	-	60.50	33.18	1.86

资料来源：公司提供，东方金诚整理

关联方分析

公司下属上市子公司片仔癀药业和龙溪股份分别负责公司药业业务及机械制造业运营，截至 2023 年 3 月末，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值为 725.13 亿元，未质押股权市值很高

上市子公司片仔癀药业主要负责公司药业业务运营。截至 2023 年 3 月 31 日，公司持有片仔癀药业 309522643 股，占其总股本的 51.30%，其中公司将其持有的 5868.00 万股无限售条件流通股质押给人保资本投资管理有限公司，占持有股份比例为 18.96%。以 2023 年 3 月 31 日收盘价计算，公司未质押片仔癀药业股权市值为 713.35 亿元。

上市子公司龙溪股份主要负责公司机械制造业运营。截至 2023 年 3 月 31 日，公司持有龙溪股份 151233800 股，占其总股本的 37.85%，股权未质押，未质押股票市值为 11.78 亿元。

关联方交易方面，公司与关联方交易金额占交易总额比例较小，2022 年，公司与关联方采购商品、接受劳务的关联交易金额为 5.15 亿元，同比大幅下降，占当年公司采购商品、接受劳务交易总额的 1.05%，主要是向关联方福建片仔癀医疗器械科技有限公司采购商品 3.57 亿元。同期，公司与关联方出售商品、提供劳务的关联交易金额为 1.72 亿元，占当年公司出售商品、提供劳务交易总额的 0.29%。

2022 年公司收到片仔癀药业 2021 年度分红 3.76 亿元，收到龙溪股份 2021 年度分红 0.18 亿元；截至 2023 年 3 月 31 日，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值为 725.13 亿元，未质押股权市值很高；公司与关联方交易金额占交易总额比例较小。

公司治理与战略

跟踪期内，公司部分高级管理人员、董事、监事有变更，党委书记、董事长因涉嫌严重违纪接受纪律审查和监察调查

2022 年，曾毓前辞任公司总经济师，陈杰华辞任董事、副总经理，吴跃泉、陈东、陈志言

⁵ 由于主要在建项目在项目建设过程中分步结转确认，已投资金额与当期末在建工程余额之间的差额系此原因所致。

辞任副总经理，林柳强辞任总经理、董事，曾凡沛辞任公司董事，林志华、许建宗辞任公司监事；同时聘任赖文宁、李伟国、陈左耘、曾毓前为公司副总经理，周泽辉为总审计师，叶向阳、骆向阳为外部董事，何建国为董事，何惠川为董事、总经理，蔡少斌为职工董事，周艺真、张雪凝为监事。2023年5月10日，公司接到纪检监察部门通知，公司党委书记、董事长、法定代表人潘杰因涉嫌严重违纪违法，正接受漳州市纪委监委纪律审查和监察调查，漳州市委决定由公司党委副书记、总经理何惠川临时负责全面工作。根据公司公告，公司其他董事、监事及高级管理人员均正常履职，公司生产经营情况正常。

公司在治理结构、内部管理与发展战略等方面无其他重大变化。

公司未来将继续承担医药、机械制造业和基础设施及市政府批准的其他重大项目投资、建设与管理任务

在公司发展战略方面，未来公司将继续承担医药、机械制造业和基础设施及市政府批准的其他重大项目投资、建设与管理任务。在药业业务方面，公司构建以传统中药生产为龙头，以保健药品、保健食品、功能饮料和特色功效化妆品、日化产品为两翼，以药品流通为补充的健康产业集群，把片仔癀药业打造成拥有厚重中医药文化价值的健康养生品牌，另外，片仔癀药业及时响应国家“碳中和”和“双碳”的国家战略，积极推动企业低碳转型，制定了《能源管理手册》、《能源评审控制程序》、《能源运行控制程序》、《能源绩效监视测量和分析控制程序》等多项制度，形成完善的能源管理体系；在机械制造业务方面，公司将以创新驱动发展，立足高端制造，构建核心竞争力，围绕提质与增效，调整优化业务布局，推进转型升级，继续开发航空航天等领域新产品；在资金管理方面，公司将继续通过古雷开发区、漳州高新区的建设与投资推动漳州市新增长区域发展。

财务分析

财务质量

公司提供了2022年合并财务报告和2023年1~3月合并财务报表。华兴会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2022年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2023年1~3月合并财务报表未经审计。截至2022年末，公司纳入报表合并范围全资及控股子公司9家，跟踪期内无变化。

资产构成与质量

跟踪期内，公司资产规模仍保持增长，资产结构以非流动资产为主，其中债权投资占比较高

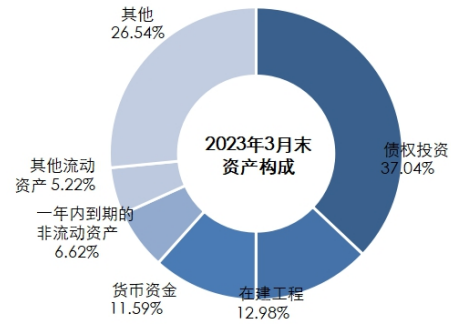
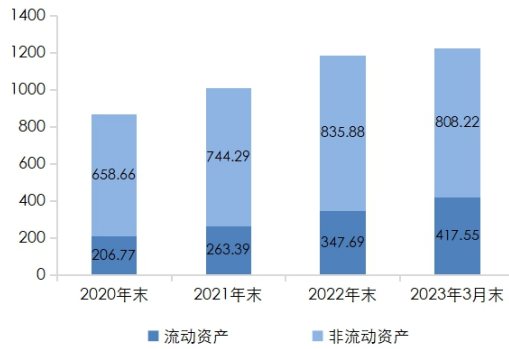
跟踪期内，公司资产总额保持增长，资产结构仍以非流动资产为主。截至2023年3月末，公司资产总额增长至1225.77亿元，其中非流动资产占比为65.94%。

2022年末，公司流动资产同比增长32.01%至347.69亿元，主要由货币资金、其他流动资产、一年内到期的非流动资产、存货、预付款项和应收账款等构成。2022年末公司货币资金同比下降27.54%，主要是主要系子公司片仔癀药业对暂未有资金使用规划、预计持有至到期的定期存款划分为其他流动资产，不再以货币资金列示所致，因此公司其他流动资产大幅增加，主

要为结构性存款等理财产品；2023年3月末，因发行债券、银行贷款和贸易回款增加，公司货币资金较上年末增长较快。公司一年内到期的非流动资产为一年内到期的债权投资，2023年3月末为81.20亿元。2022年末存货主要为药业、机械制造业务生产所需原材料以及产生的在产品、半成品和库存商品等，其中原材料同比变化不大，受因贸易规模扩大库存商品大幅增加，由于划出子公司福建信禾房地产开发有限公司，开发成本和开发产品减少；2022年公司存货周转率为9.73次，同比提高4.19次。公司预付款项主要系开展贸易业务形成的预付款，2022年末有所下降；2023年一季度随着公司贸易规模大幅扩大相应增加贸易的预付款项，期末预付款项增长较快。跟踪期内，随着贸易业务规模扩大，公司应收账款增长较快，2022年末，公司应收账款账面价值为22.37亿元，1年以内占比97.99%，前五大欠款方期末余额8.30亿元，合计占比为35.51%，其中对浙江恒逸集团有限公司应收款项4.79亿元，对绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司应收款项3.21亿元；2023年3月末，公司应收账款为26.85亿元，较年初增长20.03%。

2022年末，公司非流动资产同比增长12.31%，主要由债权投资、在建工程、长期股权投资、固定资产和其他权益工具投资构成，其中债权投资占比仍较高。债权投资由资金管理业务产生，主要是协议投资和委托贷款，公司根据投资协议约定按季度收取固定收益并到期收回投资本金，2022年末债权投资同比略有增长，重要的债权投资包括对古雷港经济开发区管理委员会协议投资84.42亿元、漳州古雷港投资有限公司协议投资83.20亿元、福建古雷港口经济开发有限公司协议投资54.46亿元、漳州市古雷交通发展有限公司协议投资44.46亿元、福建漳州古雷港经济开发区管理委员会协议投资38.35亿元；2023年3月末因部分债权投资因即将到期转入一年内到期的非流动资产，期末规模较年初有所下降。跟踪期内，公司在建工程增长较快，2022年末在建工程为153.91亿元，同比增长85.62%，其中古雷乡村振兴精细化富民示范产业园一期新增投资26.61亿元、石化管廊工程新增投资12.43亿元、天辰项目新增投资13.09亿元、炼化一体化二期项目新增投资7.77亿元；2023年3月末在建工程进一步增长至159.09亿元。长期股权投资主要为对福化古雷、漳州市旅游投资集团有限公司、福建省福化环保科技有限公司等联营企业的投资款，跟踪期内随着福化古雷等联营企业投资损益的变化有所下降，2023年3月末为50.52亿元。固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，2022年末同比基本持平；2023年3月末较年初有所增加。跟踪期内其他权益工具投资小幅波动，2022年末为26.50亿元，包括对兴业证券股份有限公司6.08亿元、华福证券有限公司2.96亿元、招商局漳州开发有限公司2.21亿元、兴业银行股份有限公司1.84亿元、福建广电网络集团股份有限公司1.70亿元等的投资。

图表 17 公司资产构成情况 (单位: 亿元) 图表 18 2023 年 3 月末公司资产构成



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
货币资金	103.58	141.68	102.67	142.12
应收账款	9.58	11.30	22.37	26.85
预付款项	10.32	29.80	16.34	29.07
其他应收款	3.71	12.18	9.72	11.67
存货	49.12	52.24	54.28	47.69
一年内到期的非流动资产	0.00	1.55	57.23	81.20
其他流动资产	1.90	2.60	65.33	63.96
流动资产	206.77	263.39	347.69	417.55
可供出售金融资产	22.73	-	-	-
其他权益工具投资	4.70	27.99	26.50	27.51
持有至到期投资	434.59	-	-	-
债权投资	-	470.55	471.89	454.06
长期股权投资	59.11	54.13	52.84	50.52
在建工程	49.54	82.92	153.91	159.09
非流动资产	658.66	744.29	835.88	808.22
资产总额	865.43	1007.68	1183.56	1225.77

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

从资产受限情况来看, 截至 2022 年末, 公司受限资产为 4.42 亿元, 其中受限货币资金 2.20 亿元, 主要为保证金、冻结账户等; 受限资产占资产总额的比例为 0.37%, 占净资产比例为 1.13%。从股权质押方面来看, 截至 2023 年 3 月 31 日, 公司持有上市子公司片仔癀药业 309522643 股, 占其总股本的 51.30%, 其中, 公司将其持有的 5868.00 万股无限售条件流通股质押给人保资本投资管理有限公司⁶, 占持有股份比例为 18.96%, 股权质押登记日为 2021 年 12 月 3 日。

图表 19 截至 2022 年末公司受限资产情况 (单位: 亿元、%)

受限资产	账面价值	受限金额	受限比例	受限原因
货币资金	102.67	2.20	2.14	保证金、冻结账户等
应收票据	3.50	0.35	10.00	质押开具汇票
固定资产	30.19	1.97	6.53	办理产权变更登记、抵押贷款担保等

⁶ 原人保资本投资管理有限公司。

合计	136.36	4.42	-	-
----	--------	------	---	---

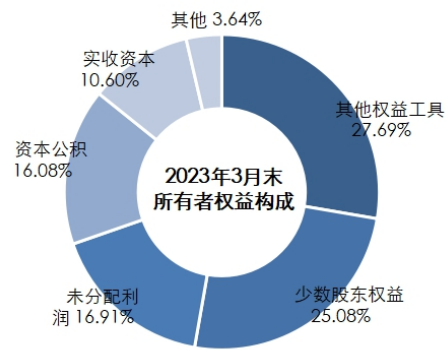
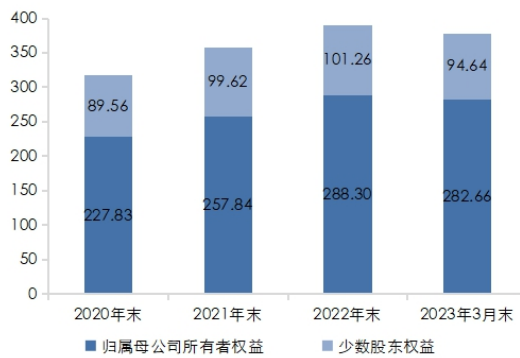
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受经营积累、发行永续债和资本公积等增加影响，公司所有者权益有所增长

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，主要由实收资本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。公司实收资本无变化，2022年末和2023年3月末均为40亿元。其他权益工具主要为公司发行的永续债和资金信托计划等，受2022年公司发行“22漳九Y1”、“21漳九Y3”、“22九龙江MTN001”、“22九龙江MTN002”以及通过资金信托计划借款10亿元影响，2022年末其他权益工具同比增长15.32%。2022年末公司资本公积同比增长15.82%，主要系本年公司减持1.14%片仔癀药业股票视为权益性交易导致资本公积增加，2023年3月末资本公积较年初变化不大。受益于经营积累，跟踪期内公司未分配利润保持增长态势。2022年末由于归属于少数股东的损益增加，公司少数股东权益保持增加；2023年3月末受少数股东漳浦县古雷天诚投资管理中心(有限合伙)退出影响，少数股东权益有所下降。

图表 20 公司权益构成情况 (单位: 亿元) 图表 21 2023年3月末公司权益构成



项目	2020年末	2021年末	2022年末	2022年3月末
实收资本	40.00	40.00	40.00	40.00
资本公积	35.77	52.39	60.68	60.67
其他权益工具	89.61	98.77	113.90	104.47
未分配利润	50.80	53.01	60.20	63.79
少数股东权益	89.56	99.62	101.26	94.64
所有者权益	317.40	357.46	389.55	377.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司资金管理业务以债权投资方式对漳州古雷经开区、圆山高新区等地区的基础设施及产业进行投资，投资规模很大，有息债务持续增长，短期内到期债务规模较大

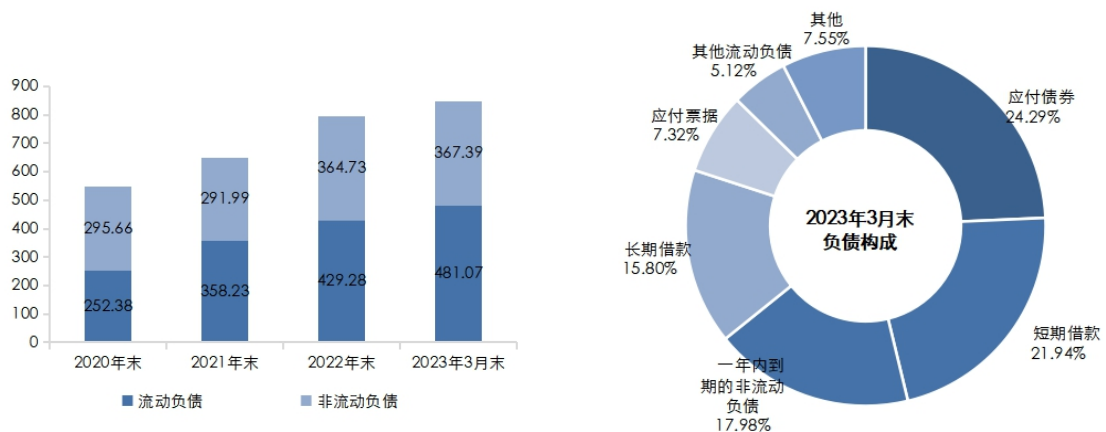
跟踪期内，公司负债总额持续增长，2023年3月末流动负债和非流动负债占比分别为56.70%和43.30%，负债结构相对均衡。

公司流动负债保持增长，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据和其他流动负债构成。公司短期借款以信用借款为主，跟踪期内增长较快，主要用于补充营运资金和置

换债务。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券，跟踪期内受长期债务转入和到期债务兑付影响有所波动，2023年3月末为152.58亿元。跟踪期内，随着公司贸易规模扩大相应增加贸易付款，2022年末公司应付票据74.55亿元，同比增长84.07%，其中信用证53.01亿元、商业承兑汇票12.90亿元、银行承兑汇票8.64亿元。其他流动负债主要为短期应付债券和待转销项税，2022年末其他流动负债为32.39亿元，其中短期应付债券29.51亿元；2023年3月末，因新增短期供应链ABS融资，其他流动负债较年初增长34.16%。

2022年末，公司非流动负债为364.73亿元，同比增长24.91%，主要由长期借款和应付债券构成。跟踪期内，公司长期借款增长较快，主要用于资金管理业务中对漳州古雷港经济开发区开发、漳州圆山新城开发和相关产业投资，以信用借款和保证借款为主，2023年3月末为134.05亿元。公司应付债券规模仍较大，2022年末公司应付债券同比增长8.93%。

图表 22 公司负债总额构成情况(单位: 亿元) 图表 23 2023年3月末公司负债总额构成



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期借款	103.80	122.61	163.51	186.12
应付票据	15.35	40.50	74.55	62.13
一年内到期的非流动负债	89.65	121.35	117.81	152.58
其他流动负债	0.55	32.57	32.39	43.45
流动负债	252.38	358.23	429.28	481.07
长期借款	70.68	84.64	135.48	134.05
应付债券	211.17	188.91	205.78	206.10
非流动负债	295.66	291.99	364.73	367.39
负债总额	548.04	650.21	794.01	848.46

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

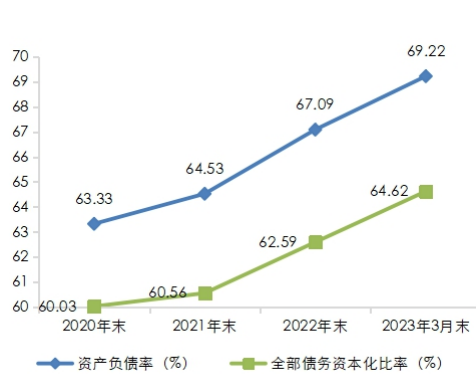
跟踪期内, 公司资金管理业务以债权投资方式对漳州古雷经开区、圆山高新区等地区的基础设施及产业进行投资, 投资规模很大, 有息债务持续增长, 短期内到期债务规模较大。2022年末, 公司全部债务⁷规模为651.85亿元, 同比增长18.77%, 其中短期债务占比为47.58%, 资产负债率和全部债务资本化比率分别同比均有所上升。2023年3月末, 公司全部债务增长至689.23亿元, 资产负债率和全部债务资本化比率为69.22%和64.62%。

⁷ 全部债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债(付息项)、长期借款、应付债券和长期应付款(付息项)。

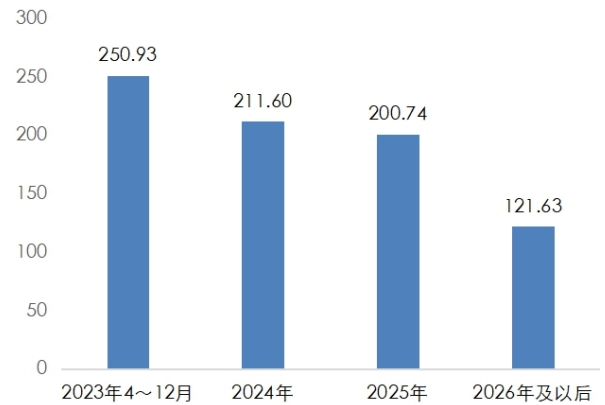
若考虑到计入权益中的其他权益工具的债务属性，2022年末，公司全部债务规模将增加至766.45亿元，资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至76.71%和73.55%。公司融资主要用于漳州古雷经开区开发、漳州圆山高新区开发和相关产业投资，随着项目投资规模增大，未来公司债务规模或将进一步增加。

未来债务压力方面，以公司2023年3月末债务⁸为基础，公司2023年4~12月、2024年、2025年和2026年及以后到期债务规模分别为250.93亿元、211.60亿元、200.74亿元和121.63亿元，短期内到期债务规模较大。

图表 24 公司债务情况 (单位: 亿元、%)



图表 25 公司债务期限结构情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至2023年3月末, 公司对外担保余额8.99亿元, 担保比率2.38%, 主要为对漳州圆山新城建设有限公司担保余额5.77亿元、对漳州市古雷交通发展有限公司担保余额为2.34亿元、对漳州蓝田开发有限公司担保余额0.88亿元, 被担保企业均为国有控股企业。

盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入增长较快, 受期间费用增加、投资收益和公允价值变动收益亏损影响, 利润总额有所下降, 总体盈利能力仍然很强

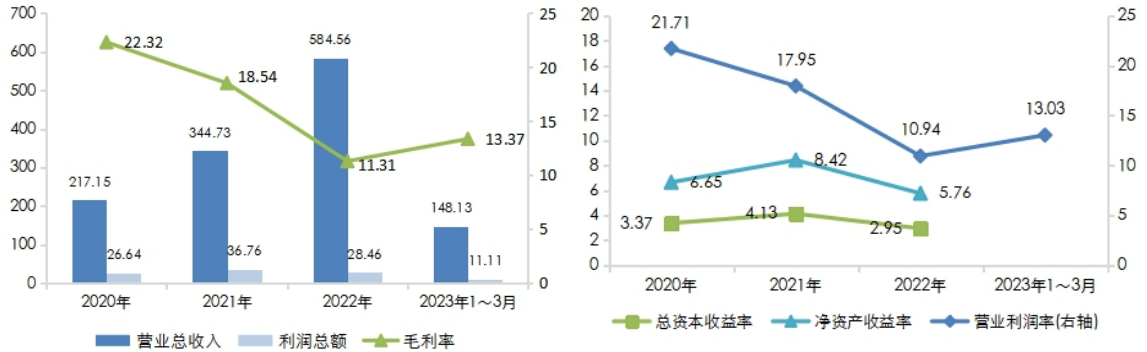
2022年公司贸易业务仍扩张较快, 药业、基金管理和其他业务收入均同比增长, 因龙溪股份贸易业务收入不再计入机械制造板块, 机械制造业务有所下降, 全年营业收入同比增长69.57%。由于毛利率较低的贸易收入占比提高, 公司营业利润率有所下降。公司期间费用为28.00亿元, 同比增长14.29%, 主要系公司债务规模扩大利息支出增加和汇兑损益增加导致财务费用增长, 期间费用率为4.79%, 随着营业收入增长期间费用率有所下降。

2022年公司投资收益为-7.40亿元, 同比亏损增加3.28亿元, 主要系因联营企业福化古雷经营亏损, 公司对福化古雷确认的投资损益。其他收益主要为政府补助, 2022年同比变化不大。公允价值变动收益为-1.66亿元, 主要系子公司龙溪股份持有兴业证券等股票公允价值变动形成。受期间费用增加、投资收益和公允价值变动收益亏损影响, 2022年公司利润总额和净利润分别同比下降22.58%和25.50%, 但公司总体盈利能力仍然很强。

⁸ 此处债务结构包括计入其他权益工具的永续债券, 总数与财务报表数字略有差异主要原因为由外币借款的汇兑损益导致短期借款本金差异以及应付债券采用债券面值进行统计所致。

2023年1~3月,公司药业、资金管理和贸易业务收入均有所增加,营业收入为148.13亿元,同比增长2.65%;毛利率为13.37%,同比提高0.63个百分点;利润总额同比增长12.99%。

图表 26 收入和盈利情况 (单位: 亿元、%) 图表 27 公司盈利能力指标 (单位: %)



项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
期间费用	17.89	24.50	28.00	5.89
其中: 销售费用	7.91	7.51	5.70	1.70
管理费用	5.72	6.60	7.07	1.90
研发费用	2.06	3.08	3.61	1.17
财务费用	2.20	7.31	11.62	1.12
投资收益	-6.25	-4.12	-7.40	-2.38
其他收益	2.46	2.34	2.37	0.12
营业外收入	0.39	0.44	0.28	0.01
利润总额	26.64	36.76	28.46	11.11

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

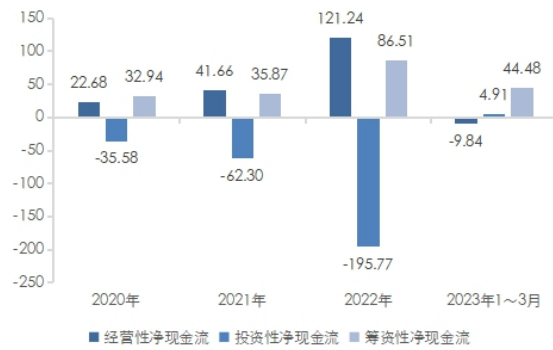
现金流

跟踪期内, 公司经营性净现金流持续净流入, 受对古雷开发区、圆山高新区投资支出较大影响, 投资活动现金流持续净流出且规模较大, 投资所需资金主要依靠外部融资

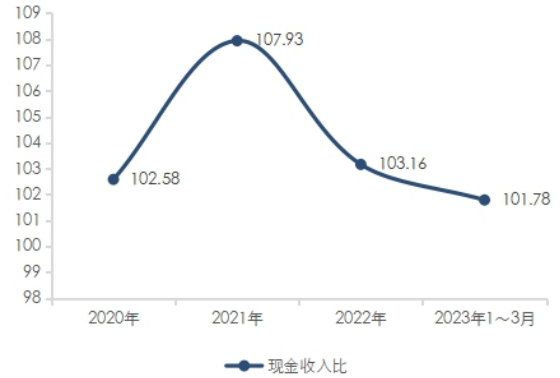
2022年, 公司经营性净现金流持续呈现净流入且流入规模进一步扩大。2022年公司现金收入比为103.16%, 同比有所下降但仍处于较高水平。同期, 公司投资性现金流表现为净流出状态且保持较大规模, 主要是漳州古雷港经济开发区和漳州圆山高新区投资支出较大所致。公司投资所需资金主要依靠外部融资, 跟踪期内筹资性净现金流仍然维持较大规模。

2023年1~3月, 公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-9.84亿元、4.91亿元和44.48亿元。

图表 28 公司现金流情况 (单位: 亿元)



图表 29 公司现金收入比 (单位: %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

公司短期有息债务规模较大, 货币资金对短期有息债务的保障程度较弱, 同时筹资活动前现金流始终净流出, 对融资有所依赖; 但公司融资渠道畅通且备用流动性较为充足, 截至 2023 年 3 月 31 日, 公司所持两家上市公司子公司未质押股份市值为 661.48 亿元, 变现能力强, 财务弹性较好

从短期偿债能力指标来看, 跟踪期公司流动比率和速动比率有所提升, 但整体处于较低水平。2022 年, 受益于经营性净现金流入规模增加, 经营现金流动负债比同比提高 16.61 个百分点。截至 2022 年末, 公司货币资金为 102.67 亿元, 其中未受限的货币资金为 100.47 亿元, 短期有息债务为 310.83 亿元, 未受限货币资金对短期债务覆盖率为 32.32%。

2022 年公司 EBITDA 为 40.14 亿元, 同比下降 15.98%, EBITDA 对利息保障程度有所下降; 全部债务/EBITDA 为 16.38 倍, 同比有所提高。

截至 2022 年末, 公司 (合并) 短期有息债务为 310.83 亿元; 截至本报告出具日, 公司未来一年到期的债券 (含行权) 本金为 191.80 亿元, 2022 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 41.98 亿元。2022 年公司经营性净现金流为 121.24 亿元, 投资性净现金流为 -195.77 亿元, 筹资活动前净现金流为 -74.53 亿元。预计 2023 年, 公司药业、机械制造、贸易等业务保持较好增长, 对盈利能力提供保障; 公司资本支出主要为各类产业类投资, 预计投资规模仍较大。预计公司 2023 年筹资活动前净现金流仍为净流出状态, 对短期有息债务的保障能力较弱。

公司本部方面, 截至 2022 年末, 公司本部短期有息债务⁹为 295.51 亿元; 同期, 公司本部未来一年到期的债券 (含回售) 本金为 191.80 亿元, 2022 年公司本部分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 31.41 亿元。2022 年公司本部经营性净现金流为 -11.21 亿元, 投资性净现金流为 -79.67 亿元, 筹资活动前净现金流为 -90.88 亿元。预计未来一年, 公司本部的贸易等业务保持较好增长, 但贸易的毛利率仍处于较低水平; 公司本部资本支出主要为各类产业类投资, 预计投资规模仍较大。预计公司本部 2023 年筹资活动前净现金流仍为净流出状态, 对短期有息

⁹ 包括短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的付息项。

债务的保障能力较弱。

截至 2023 年 3 月末，公司共取得银行授信 676.93 亿元，未使用额度 375.49 亿元。截至 2023 年 3 月 31 日，公司合计持有两家上市子公司未质押股权市值为 725.13 亿元，未质押股权市值很高，变现能力强，财务弹性较好。2022 年公司收到片仔癀药业 2021 年度分红 3.76 亿元，收到龙溪股份 2021 年度分红 0.18 亿元。

图表 30 公司偿债能力主要指标

指标名称	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 3 月(末)
流动比率 (%)	81.93	73.52	80.99	86.80
速动比率 (%)	62.46	58.94	68.35	76.88
经营现金流流动负债比 (%)	8.99	11.63	28.24	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.13	6.29	3.22	-
全部债务/EBITDA (倍)	13.20	11.49	16.24	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2023 年 6 月 7 日，公司本部已结清和未结清信贷不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的存续债券已按期支付利息，到期债券均已按时兑付本息。

外部支持

地区经济

漳州市地区经济实力较强，已形成食品加工、装备制造、新材料三大千亿产业集群，食品、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业体系日趋完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境

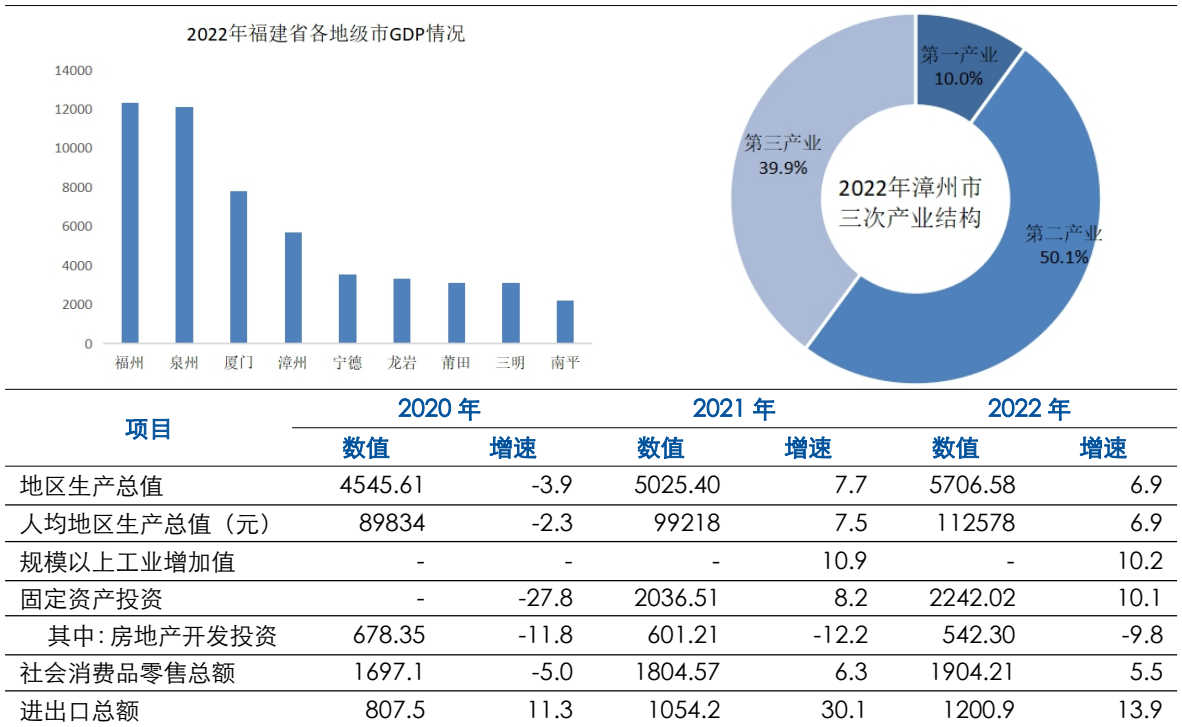
2020 年~2022 年，漳州市保持较强经济实力，经济总量在福建省 9 个地级市中排名保持在第 4 位。根据《漳州市 2022 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2022 年全市地区生产总值达 5706.58 亿元，增长 6.9%，三次产业结构为 10.0:50.1:39.9，以第二产业为主。全区人均地区生产总值 112578 元，增长 6.9%。“十四五”期间，漳州市将发展经济的着力点放在实体经济上，加快向工业新城、农业强市迈进，力争到 2025 年全市生产总值超过 6500 亿元，规模工业总产值突破万亿，服务业增加值比重超 42%，数字经济规模达到 3000 亿元，农业全产业链总产值超 4000 亿元。

漳州市主要工业生产行业有纺织、机械、电子、食品、包装、建材、医药等 15 个门类，确立了食品、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业。2022 年规模以上工业的 34 个行业大类中有 12 个行业增加值增速在两位数以上。其中，石油、煤炭和其他燃料加工业增长 143.5%，化学纤维制造业增长 83.2%，通用设备制造业增长 34.1%，水的生产和供应业增长 27.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 26.6%，医药制造业增长 21.0%。2022 年全年规模以上工业企业营业收入 7438.1 亿元，增长 9.5%，实现利润总额 577.9 亿元，下降 8.0%。全市已形成食品加工、装备制造、新材料三大千亿产业

集群，四大主导产业加四大新兴产业“4+4”产业体系日趋完善。

根据 2023 年漳州市《政府工作报告》，2023 年将继续举全市之力加快古雷石化基地建设，确保实现工业产值超 1 千亿元、在建产业项目总投资超 1 千亿元、新签约和在谈项目总投资超 1 千亿元。攻坚突破“油头”，力争古雷炼化一体化二期项目正式开工、中沙古雷乙烯项目加快建设，打造世界级大炼油、大芳烃、大乙烯石化基地。延伸发展“化尾”，围绕“芳烃-聚酯”“烯烃-塑料”筑链，布局高端聚酯、聚烯烃和电子化学等产业，推动盛桐碳四等项目投产、中沙工程改性材料等项目签约，促进精细化工产业沿链聚合。

图表 31 2022 年漳州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



数据来源：漳州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

财政状况

2022 年漳州市的一般公共预算收入保持较好增长，综合财政实力很强，财政自给程度有所下降

近年随着经济的快速发展，漳州市财政实力不断增强。根据《关于漳州市 2022 年预算执行情况 2023 年预算草案的报告》，2022 年，漳州市一般公共预算收入为 250.54 亿元，同口径增长 16.7%，超过年初预算目标增幅，主要系资产资源盘活处置增收；其中税收收入 129.81 亿元，同口径下降 4.2%，非税收入 120.73 亿元，同比增长 72.5%。政府性基金预算收入 225.22 亿元，增长 1.7%，完成代编预算 67.9%，主要是县区土地出让不达预期。整体看，漳州市财政实力很强。

财政支出方面，2022 年，漳州市地方一般公共预算支出 497.76 亿元，增长 18.4%，公共财政预算支出主要用于农林水务、教育、医疗卫生、公共安全以及社会保障与就业等关系社会民生领域。2022 年漳州市财政自给率为 50.33%，较上年有所下降。

图表 32 漳州市财政收支情况 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
一般公共预算收入	218.56	246.18	250.54
其中: 税收收入	142.82	176.19	129.81
非税收入	75.74	70.00	120.73
政府性基金收入	233.69	221.37	225.22
上级补助收入	132.09	138.31	90.41
财政收入¹⁰	584.34	605.86	566.17
一般公共预算支出	447.76	421.50	497.76
政府性基金支出	266.71	255.65	373.45
上解上级支出	29.00	27.00	26.00
财政支出¹¹	743.47	704.15	897.21
财政自给率 ¹²	48.81	58.41	50.33

数据来源: 公开资料, 东方金诚整理

漳州市的经济财政实力很强, 公司是漳州市政府重要的产业投融资主体, 预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面可得到股东很大支持

九龙江集团是漳州市政府重要的产业投融资主体, 主要职能为对漳州市国有资产进行投资、经营和管理, 同时参与漳州市基础设施建设和产业类项目投资。公司接受漳州市人民政府委托, 承担着漳州市国有资产经营管理和基础设施建设任务, 在资产划拨、债务化解、开发区基础设施运营等方面能够得到股东很大支持。

资产划拨方面, 为了充分支持公司发挥国企核心作用, 促进地方经济发展建设, 2011 年~2015 年, 漳州市国资委分别将漳州市机电投资有限公司 100% 国有股权、漳州市国有资产投资经营有限公司 100% 国有股权、漳州市旅游投资集团有限公司 20% 国有股权和龙海角美开发区供水 13.29% 国有股权等无偿划转给漳州市九龙江集团有限公司。得益于股东的大力支持, 公司整体实力不断提升。政府补助方面, 2021 年公司收到政府补助 1.91 亿元。

债务化解方面, 根据中发〔2018〕27 号《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》、财预〔2017〕50 号文件《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》及省、市有关会议精神, 针对公司在 2017 年以前形成的债务, 按最新财政部、银保监会的相关政策, 将通过银行贷款延长还款期限来置换, 达到延缓期限、降低利率成本逐步化解。

开发区基础设施运营方面, 公司负责漳州古雷港经济开发区配套设施工程投资建设, 建成后将由公司运营, 具有专营性。运营项目包括水厂、固废场、污水处理厂、热电厂等。根据规划, 古雷开发区至 2030 年总炼油能力达每年 5000 万吨, 乙烯每年 500 万吨, 对二甲苯每年 580 万吨, 实现规模工业产值 6872 亿元。随投产化工项目稳步推进, 下游项目配套产业加速集聚建设, 未来将成为公司利润的补充。

漳州市人民政府正在统筹整合区域内国有资产, 并落实针对古雷开发区债务化解方案, 进一步提升公司的核心竞争力, 减轻公司债务压力, 预计未来在债务化解、开发区基础设施运营

¹⁰ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

¹¹ 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。

¹² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

等方面可得到股东有力支持。

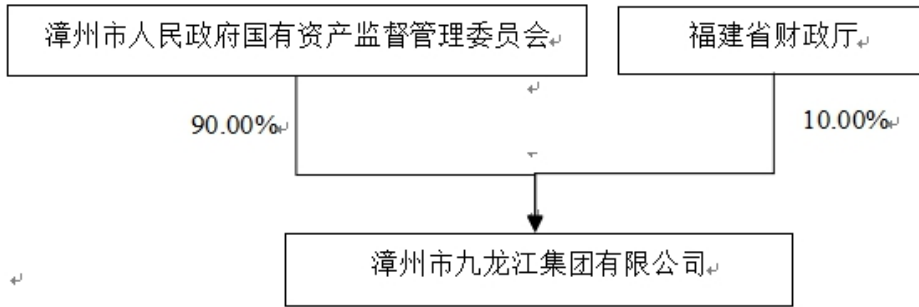
抗风险能力及结论

跟踪期内漳州市经济实力与财政实力依然很强，食品、装备制造、特殊钢铁、石化工业四大主导产业和生物医药、新材料、电子信息、新能源四大新兴产业体系日趋完善，为公司业务发展提供了良好的区域经济环境；公司片仔癀产品是国家一级保护品种，具有独家生产权，药品市场地位高，2022年药业收入保持增长，业务获利能力仍很强；公司融资渠道畅通，子公司片仔癀药业和龙溪股份均为上市公司，截至2023年3月末，公司所持两家上市子公司未质押股份市值为725.13亿元，财务弹性较好；公司是漳州市政府重要的产业投融资主体，预计未来在债务化解、开发区基础设施运营等方面仍可得到股东有力支持。

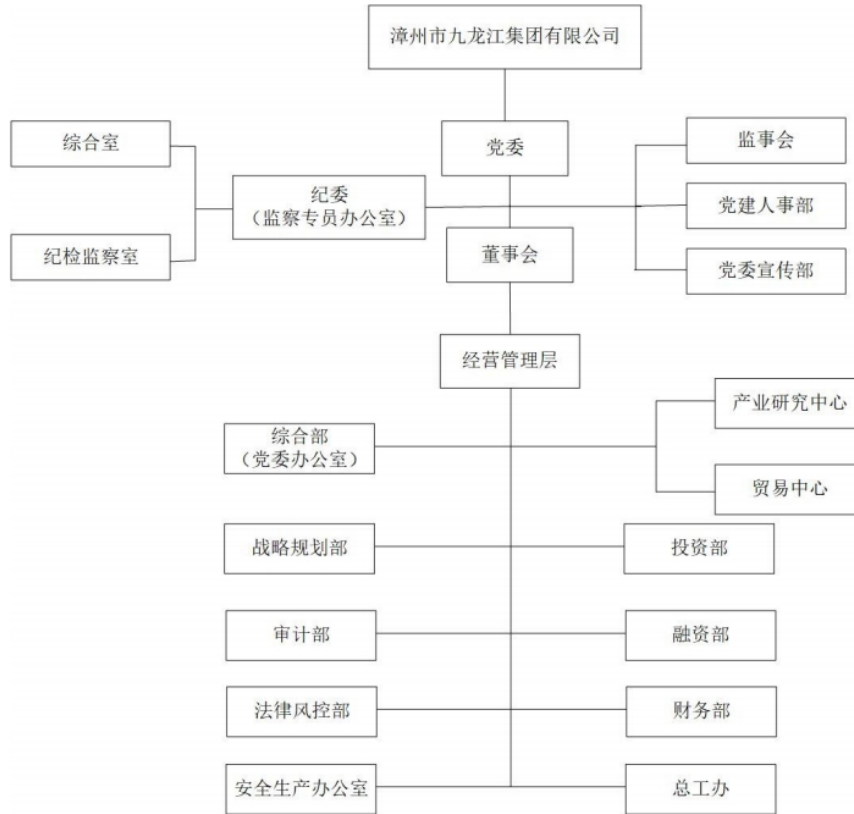
同时，东方金诚也关注到跟踪期内，公司股权投资项目福化古雷盈利能力仍较弱，投资收益为亏损，对净利润形成一定侵蚀；公司资金管理业务以债权投资方式对漳州古雷港经济开发区、圆山高新区等地区的基础设施及产业进行投资，投资规模很大，有息债务持续增长，短期到期债务规模较大。

综合分析，东方金诚维持九龙江集团主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“18九龙江MTN003”、“19漳九01”、“19漳九03”、“20九龙江MTN001”、“20九龙江MTN002”、“20九龙江MTN004”、“22漳九Y1”、“22漳九Y3”、“22九龙江MTN001”、“22九龙江MTN002”债项信用等级为AAA，维持“23九龙江CP001”债项信用等级为A-1。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2023 年 3 月末公司合并范围直接控股子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
漳州片仔癀资产经营有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	资产管理运营	100.00		设立
漳州市国有资本运营集团有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	金融投资及资产管理	100.00		设立
厦门萝江进出口有限公司	福建省厦门市	福建省厦门市	自营和代理各类货物及技术的进出口业务	100.00		划拨
漳州九龙江圆山投资有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	基础设施和市政公用设施的投资建设	80.00		设立
漳州信息产业集团有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	软件和信息技术服务业	70.00		购买
漳州国药房地产有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	房地产投资	60.00		设立
漳州片仔癀药业股份有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	生产	51.30	3.48	划拨
漳州九龙江古雷发展集团有限公司	福建省漳浦县	福建省漳浦县	对工业、农业、服务业的投资；基础设施和市政公用设施的投资、建设、经营和管理等	46.85		设立
福建龙溪轴承（集团）股份有限公司	福建省漳州市	福建省漳州市	生产销售	37.85		划拨

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年3月(末)
主要财务数据及指标				
资产总额(亿元)	865.43	1007.68	1183.56	1225.77
所有者权益(亿元)	317.40	357.46	389.55	377.31
负债总额(亿元)	548.04	650.21	794.01	848.46
短期债务(亿元)	193.45	273.96	310.13	348.70
长期债务(亿元)	283.22	274.86	341.73	340.53
全部债务(亿元)	476.67	548.83	651.85	689.23
营业收入(亿元)	217.15	344.73	584.56	148.13
利润总额(亿元)	26.64	36.76	28.46	11.11
净利润(亿元)	21.10	30.11	22.44	8.45
EBITDA(亿元)	36.10	47.78	40.14	-
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	22.68	41.66	121.24	-9.84
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-35.58	-62.30	-195.77	4.91
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	32.94	35.87	86.51	44.48
毛利率(%)	22.32	18.54	11.31	13.37
营业利润率(%)	21.71	17.95	10.94	13.03
销售净利率(%)	9.72	8.74	3.84	5.70
总资本收益率(%)	3.37	4.13	2.95	-
净资产收益率(%)	6.65	8.42	5.76	-
总资产收益率(%)	2.44	2.99	1.90	-
资产负债率(%)	63.33	64.53	67.09	69.22
长期债务资本化比率(%)	47.16	43.47	46.73	47.44
全部债务资本化比率(%)	60.03	60.56	62.59	64.62
货币资金/短期债务(%)	53.54	51.71	33.10	40.76
非筹资性现金净流量债务比率(%)	-2.71	-3.76	-11.43	-
流动比率(%)	81.93	73.52	80.99	86.80
速动比率(%)	62.46	58.94	68.35	76.88
经营现金流流动负债比(%)	8.99	11.63	28.24	-
EBITDA 利息倍数(倍)	5.13	6.29	3.22	-
全部债务/EBITDA(倍)	13.20	11.49	16.24	-
应收账款周转率(次)	22.53	33.03	34.72	-
销售债权周转率(次)	16.90	23.69	28.47	-
存货周转率(次)	3.58	5.54	9.73	-
总资产周转率(次)	0.26	0.37	0.53	-
现金收入比(%)	102.58	107.93	103.16	101.78

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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。

注：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。

短期融资券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不能进行微调。