

信用等级公告

联合[2013] 101 号

江中药业股份有限公司：



联合信用评级有限公司通过对江中药业股份有限公司主体长期信用状况和发行的 2012 年 12 亿元公司债券进行跟踪评级,确定:

江中药业股份有限公司主体长期信用等级为 AA

江中药业股份有限公司发行的 2012 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任: 

分析师:  

二零一三年六月十六日

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

江中药业股份有限公司

2012 年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

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

本期债券信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 16 日

上次评级时间: 2012 年 5 月 15 日

主要财务数据

项目	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	25.89	32.29	33.56
所有者权益(亿元)	19.18	20.53	21.38
长期债务(亿元)	0	5.25	5.25
全部债务(亿元)	2.06	7.35	7.07
营业收入(亿元)	26.47	31.92	6.48
净利润(亿元)	2.32	2.27	0.85
EBITDA(亿元)	3.59	3.69	--
经营性净现金流(亿元)	1.68	2.26	0.47
主营业务毛利率(%)	33.36	37.81	--
净资产收益率(%)	12.55	11.43	4.06
资产负债率(%)	25.92	36.41	36.28
全部债务资本化比率(%)	9.71	26.35	24.84
流动比率	2.19	3.01	3.05
EBITDA 全部债务比	1.74	0.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.58	16.02	--

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

金磊 袁媛

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

跟踪期内, 江中药业股份有限公司(以下简称“公司”或“江中药业”)作为国内知名制药企业, 经营情况良好, 主营业务中成药收入规模有所增长, 毛利率显著提升, 中成药业务所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势依然明显; 保健食品作为公司新增业务, 收入规模有所增长, 利润水平相对稳定, 毛利率继续维持在较高水平。跟踪期内, 公司财务结构稳健, 资产质量较好, 盈利能力较强, 经营活动现金流状况良好, 偿债能力依旧较强。

综上, 联合评级维持江中药业的主体长期信用等级为 AA, 评级展望为“稳定”, 同时维持“12 江药债”AA 的信用等级。

优势

1. 近年来, 中药行业受政府大力支持, 行业规模、工业化水平显著提高, 随着相关规划和政策的出台与落实, 中药行业发展前景广阔。
2. 跟踪期内, 公司品牌知名度、产销规模、主导产品市场占有率均维持较高水平, 整体竞争力较强。
3. 跟踪期内, 公司非公开发行募集投资项目建成并达到可使用状态, 随着产能的扩大, 公司整体盈利能力有望进一步提升。

关注

1. 国内非处方药市场进入壁垒较低, 企业众多, 集中度低, 市场竞争激烈。
2. 跟踪期内, 中成药原材料市场价格波动剧烈, 公司成本控制面临挑战。

一、主体概况

江中药业股份有限公司（以下简称“公司”或“江中药业”）前身为江西东风药业股份有限公司（以下简称：东风药业），东风药业于1996年4月由江西东风制药有限责任公司独家发起，采取募集方式设立。1996年9月，东风药业完成首次公开发行股票并上市，股票代码为“600750”。1999年10月，东风药业实施配股。2002年2月，东风药业更名为“江西江中药业股份有限公司”，股票简称随之变更为“江中药业”，股票代码未变。2004年10月，公司名称变更为“江中药业股份有限公司”，股票简称和股票代码均不变。

截至2012年底，公司股本总额为31,115万股，全部为无限售条件流通股。公司控股股东为江西江中制药（集团）有限责任公司，持股比例为42.15%，实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会。

公司所属行业为制药行业，经营范围：硬胶囊剂、原料药（蚓激酶）、糖浆剂、片剂、颗粒剂、口服液、膏滋剂的生产及销售（许可证有效期至2015年12月31日）；糖类、巧克力和糖果（糖果），饮料（其他饮料）（蛋白饮料类、固定饮料类）的生产和销售；保健食品的生产和销售（以上经营项目凭许可证经营）。消毒剂的生产、销售（许可证有效期至2014年5月9日）；皮肤粘膜卫生用品（卫生湿巾）的生产销售（卫生许可证有效期至2014年9月21日）；农副产品收购（粮食收购除外）国内贸易及生产加工，国际贸易。（国家有专项规定的除外）。

截至2012年底，公司拥有全资子公司3家，控股子公司2家。截至2012年底，公司拥有在职员工3,826人。

截至2012年底，公司（合并）资产总额322,886.59万元，负债总额117,578.83万元，所有者权益（含少数股东权益）205,307.77万元。2012年公司实现合并营业收入319,184.47万元，净利润（含少数股东损益）22,685.57万元，经营活动产生的现金流量净额22,638.10万元，现金及现金等价物净增加额41,573.88万元。

截至2013年一季度末，公司（合并）资产总额335,561.25万元，负债总额121,735.54万元，所有者权益（含少数股东权益）213,825.70万元。2013年1~3月公司实现合并营业收入64,847.21万元，净利润（含少数股东损益）8,517.94万元，经营活动产生的现金流量净额4,697.23万元，现金及现金等价物净增加额-497.15万元。

公司注册地址：江西省南昌市高新区火炬大道788号；法人代表：钟虹光。

二、本次债券概况

2012年12月14日，公司本次债券完成发行，募集资金总额为人民币50,000.00万元，票面利率为5.39%。2012年12月27日，本次公司债券在上海证券交易所上市交易，证券简称“12江药债”，证券代码“122170”。

三、经营管理分析

1. 管理分析

跟踪期内，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队保持稳定，相关管理架构、管理制度延续以往模式，同时公司的核心技术团队和人员未发生变动。

2. 经营分析

(1) 经营环境分析

2012 年以来,我国医药行业继续保持稳健运行。从主要运行指标来看,医药投资增速高位放缓,医药产业增加值增长率小幅反弹,中成药产量继续回升;医药生产价格延续了年末回升势头,消费价格有所反弹,但零售价格受医改政策的影响依旧呈现下行趋势。2012 年,我国医药制造业实现营业收入 17,083.26 亿元,同比增长了 19.79%;实现利润 1,731.68 亿元,同比增长了 19.84%,整体继续处于良性发展态势。从中成药子行业看,2012 年中成药子行业的销售收入同比增长 21.37%,利润总额同比增长 15.52%,是医药行业中发展较快的细分行业之一。

从上游情况看,受 2010 年以来太子参价格大幅增长影响,药农种植积极性提高,2012 年太子参种植面积大幅增长,受供应量增长及游资退出炒作等因素影响,2012 年太子参市场价格同比大幅回落,但仍远高于 2009 年价格水平,价格波动剧烈;虫草的市场价格 2012 年较 2011 年上升 30%,预计 2013 年仍将上涨 20%~30%;进口西洋参的市场价格 2012 年较 2011 年翻番,预计 2013 年涨幅将达 30%以上,成本波动将给中药制药企业带来新的经营挑战。

从下游情况看,2012 年中西药品零售额 4,814 亿元,同比增长 23.0%,较上年同期加快 1.5 个百分点。从长期来看,医保付费机制的变革已经在多方面重塑医院行为模式,医院的用药习惯和偏好都在发生转变。

价格方面,2012 年以来,政策性限价、基本药物招标采购引发企业降价以及原料药价格低迷造成医药行业生产与消费价格总体下降,但年末上述情况有所改观。国家统计局数据显示,2012 年 12 月份,医药行业工业生产者出厂价格中,中药材及中成药价格同比上涨 2.4%,医疗保健服务价格同比上涨 0.5%,西药价格同比上涨 1.1%。中药材及中成药价格呈现明显上涨。

整体来看,作为与民众健康相关的抗周期性行业,2012 年医药行业仍保持着良好的行业发展趋势。从中成药市场容量来看,受益于医药卫生体制改革的逐步深入、我国经济发展带动居民消费意识和能力升级,中药行业面临良好的发展机遇,有利于龙头企业销售规模的扩大和持续稳定发展。

(2) 经营情况

跟踪期内,公司 OTC 业务发展良好,中成药销量增长,带动公司整体收入保持增长,2012 年公司实现营业收入 319,184.47 万元,较上年增长 20.57%。受中成药毛利水平较高影响,2012 年公司综合毛利率较上年有所提升,全年主营业务毛利率达到 37.81%,较上年增长 4.45 个百分点,主营业务获利能力进一步增强。

从收入构成上看,2012 年受中成药收入规模增长影响,中成药占主营业务收入比例增长至 42.03%,医药流通板块业务收入占比有所下降,占主营业务收入 37.64%,保健食品及其他业务发展良好,占主营业务收入的 20.33%。

从毛利率情况看,公司中成药及保健食品业务毛利率水平较高,2012 年受中成药原材料价格下降影响,公司中成药业务毛利率较上年同比增长 10.19 个百分点;保健食品及其他业务毛利率继续维持在较高水平,2012 年公司保健食品及其他业务的毛利率为 71.21%;医药流通板块业务毛利率继续维持在较低水平。

2013 年一季度,受医药流通业务收入规模下降所致,公司整体营业收入较上年有所下降,2013 年 1~3 月,公司实现营业收入 64,847.21 万元,较上年同期下降 24.30%,实现净利润 8,517.94 万元,较上年同期增长 25.70%。

表 1 近两年公司主营业务收入及毛利情况（收入和成本单位：万元）

项目	2011 年			2012 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
中成药	99,057.82	56,645.59	42.82%	133,970.87	62,959.18	53.01%
医药流通	108,511.35	105,198.30	3.05%	119,974.95	116,614.38	2.80%
保健食品及其他	56,453.99	14,104.76	75.02%	64,796.64	18,653.50	71.21%
合计	264,023.15	175,948.65	33.36%	318,742.46	198,227.06	37.81%

资料来源：公司年报

中成药业务

2012 年，公司 OTC 业务实施了“一个平台，两种模式”的业务战略：一方面，在广告产品销售模式中，继续强化终端合作，加强渠道掌控力；另一方面，积极推广非广告产品模式，借助公司多年来积累的品牌影响力及终端网络资源，实现非广告产品的快速终端铺货动态销售。2012 年，公司 OTC 业务销售恢复到历史较好水平，全年实现销售收入 13.40 亿元，同比上升 35.25%。

从采购渠道看，公司原辅料和包装材料均从合格的物料供应商进行采购，原药材的采购为固定区域采购，目前看公司原辅材料的采购集中度不高，不存在依赖单一客户的情况。采购结算方面，公司与主要药材供应商签订了长期合同，目前合作关系良好，原材料款结算一般是现款或承兑结算。

公司中药非处方药的原辅材料主要包括太子参、山药、草珊瑚流浸膏、山楂、炒麦芽、PVC 硬片、铝箔等，其中太子参占原材料成本比重较大；保健品类原辅材料主要包括复合低聚肽粉、麦芽糖醇、礼盒、玻璃瓶等。2012 年公司中成药产品主要原材料太子参的价格下降幅度较大，受此影响公司成本构成中直接原材料的比例略有下降。

表 2 近两年公司医药工业成本构成情况

成本构成项目	2011 年		2012 年	
	金额(万元)	占成本比例(%)	金额(万元)	占成本比例(%)
直接材料	57,505.96	81.98	65,320.90	81.28
生产费用	12,640.96	18.02	15,040.49	18.72

资料来源：公司年报

生产方面，跟踪期内公司继续实行 GMP 管理与“三体系”管理相结合的精益生产管理模式，2012 年，主导产品外单位（含药监部门）监测合格率 100%，优级品率 98.4%，跟踪期内未发生质量通报事件。

表 3 公司产品产能、产量、销量情况

产品分类		2011 年	2012 年
中成药片剂	产能（亿片）	115.61	129.06
	产量（亿片）	86.51	101.07
	产能利用率	74.83%	78.31%
	销量（亿片）	83.22	103.13
	产销率	96.20%	102.04%
中成药及保健品口服液	产能（亿支）	0.30	0.46
	产量（亿支）	0.25	0.32
	产能利用率	82.31%	69.57%
	销量（亿支）	0.25	0.26
	产销率	100.48%	81.25%

资料来源：公司提供

从产能利用率情况看，2012 年底公司募投项目 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项

目建设完成，中成药片剂及口服液产能规模相应增长，中成药及保健品口服液产能利用率下降较明显，为 69.57%。

从销售端看，公司的主要产品为中成药和保健品，其中中成药基本为 OTC 类（即非处方药），销售终端主要为连锁药店，保健品的销售终端主要为超市及卖场。跟踪期内，公司继续实行以销定产的生产策略，产品产销率继续维持在较高水平。从销售客户上看，公司的销售客户主要为全国各省、市、地区的医药公司，2012 年公司销售客户中前五大客户占公司营业收入的 16.24%，占比不高，且销售地区较为分散。

保健食品及其他业务

2012 年，公司保健食品业务线通过强化基础、提升终端、推出新品，全年实现销售收入 6.48 亿元，同比上涨 14.78%。其中：初元业务板块，一方面开展了肿瘤型初元和初元均衡蛋白营养粉的新产品上市工作，丰富了现有商超渠道的产品系列，另一方面，积极布局战略转型和模式创新，初元临床营养新模式探索工作有效推进；参灵草业务板块，2012 年在传统销售渠道持续深化对团购模式的探索，强化终端网点的建设和布局，通过一系列推广活动提升参灵草的信任度和美誉度，针对肿瘤患者的辅助治疗需求，开展了江西省内八大医院临床观察，为未来全国肿瘤辅助治疗市场的开拓奠定基础；朴卡酒板块，2012 年主要聚焦于江西省内市场和北京市场，以团购、专卖店、经分销为渠道销售模式，进一步扩大朴卡酒的销售规模。

2012 年公司保健食品、酒品等相关业务实现收入 64,796.64 万元，较上年增长 14.78%，毛利率达到 71.21%，处于较高水平。公司保健食品业务发展时间相对较短，广告费等销售费用投入规模较大，目前该板块对公司利润的实际贡献不大。考虑到未来随着保健食品业务发展的逐渐成熟，公司保健食品及相关业务的整体获利水平将有所提升。

医药流通

公司医药流通业务主要通过九州通集团有限公司（2008 年更名为九州通医药集团股份有限公司，2010 年 A 股上市，股票简称“九州通”，以下简称“九州通集团”）合作成立下属子公司江西九州通药业有限公司（以下简称“江西九州通”）负责经营。公司持有江西九州通 51% 的股权，九州通集团持有其 49% 股权。九州通集团成立于 2003 年，是国内最大的医药商业企业之一，其拥有全方位的医药物流配送设施和网络，渠道优势明显。

江西九州通业务范围覆盖中药材、中药饮片、中成药、化学原料药及其制剂、抗生素原料药及其制剂、生化药品、生物制品等。公司医药流通的销售模式属于药品批发，涵盖了药店、医院等多种销售及配送渠道，通过快速周转，以资金使用效率换取利润。随着业务快速发展，江西九州通的药品批发销售收入逐渐增加，但由于其业务性质，其毛利率一直维持较低水平。

通过与九州通集团的合作，利用双方各自的优势，江西九州通实现快速发展。2012 年，公司医药流通业务实现收入 119,974.95 万元，较上年同期增长 10.56%。

总体看，公司中成药业务经营情况良好，收入和利润水平均有所提升，保健食品及其他业务收入保持增长，利润水平相对较高，医药流通业务经营较为稳定。

3. 投资情况

公司于 2010 年 12 月非公开发行人民币普通股（A 股）1,527.32 万股，募集资金净额 53,309 万元，非公开发行募集资金主要投资于 OTC 制剂生产线改造和液体制剂生产线两个项目。

跟踪期内，为提高募集资金使用效率，公司调整了 2010 年非公开发行股票募集资金项目投资金额。调整后，OTC 制剂生产线扩产项目（简称：OTC 项目）投资总额为 13,683 万元，液体制剂

生产线项目（简称：液体项目）投资总额为 41,358 万元；同时，将 OTC 项目使用募集资金金额调减 6,303 万元，并调整至液体项目使用。跟踪期内，调整后的上述两个项目建设已完成，并均已达到预定可使用状态。

OTC 制剂生产线改造项目主要用于公司健胃消食片、草珊瑚含片等片剂产品，随着项目的达产，公司在胃肠类用药的市场地位将得以巩固，盈利能力也将有所提升；液体制剂生产线项目主要用于公司初元口服液及参灵草口服液。公司保健品业务增长较快，初元口服液和参灵草口服液作为公司保健品业务中的主打产品，最近几年销售情况良好，业务开展以来实现了收入规模的快速增长。

总体看，公司投资项目建成后，生产规模进一步扩大，未来随着项目产能的释放，公司整体盈利能力将有所提高，多元化的产品结构也将提升公司整体的抗风险能力。

四、财务分析

1. 财务概况

公司2011年、2012年财务数据已经中磊会计师事务所有限责任公司审计并出具无保留意见的审计报告，跟踪期内公司的合并报表范围略有变化，主要投资新设赣州恒生药业有限公司，但整体看合并报表范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 322,886.59 万元，负债总额 117,578.83 万元，所有者权益（含少数股东权益）205,307.77 万元。2012 年公司实现合并营业收入 319,184.47 万元，净利润（含少数股东损益）22,685.57 万元，经营活动产生的现金流量净额 22,638.10 万元，现金及现金等价物净增加额 41,573.88 万元。

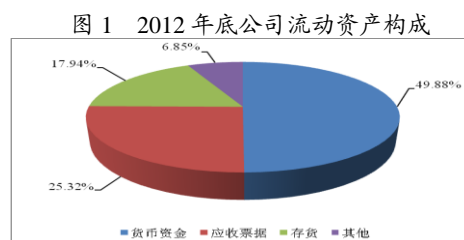
截至 2013 年一季度末，公司（合并）资产总额 335,561.25 万元，负债总额 121,735.54 万元，所有者权益（含少数股东权益）213,825.70 万元。2013 年 1~3 月公司实现合并营业收入 64,847.21 万元，净利润（含少数股东损益）8,517.94 万元，经营活动产生的现金流量净额 4,697.23 万元，现金及现金等价物净增加额-497.15 万元。

2. 资产质量

随着经营规模的扩大，加之 2012 年公司债募集资金到位，公司资产规模较上年有所增长，2012 年底公司资产总额为 322,886.59 万元，较上年增长 24.72%。从资产构成上看，受发行公司债券影响，公司流动资产的比例较上年有所提升，2012 年公司资产总额中流动资产和非流动资产的占比分别为 59.42%和 40.58%。

流动资产

截至 2012 年底，公司流动资产构成较上年变化不大，仍以货币资金、应收票据和存货为主。（见下图）。



数据来源：公司提供。

截至 2012 年底，公司货币资金余额为 95,705.98 万元，较上年末大幅增长，主要系发行公司债券募集资金到账所致；公司销售货款以银行承兑票据结算规模较大，2012 年底应收票据账面金额为 48,579.18 万元，较上年末变化不大；公司存货账面金额为 34,424.65 万元，较上年增长 17.20%，主要系营业收入规模增长带动存货同步增长所致；公司流动资产的其他项目规模相对较小，与上年同期相比变化不大。

非流动资产

跟踪期内，受非公开发行募集资金投入项目影响，公司非流动资产规模有所增长。2012 年底公司非流动资产合计为 131,030.53 万元，较上年增长 14.31%。从非流动资产构成上看，受 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目竣工转入固定资产影响，2012 年底公司固定资产规模大幅增长，在建工程规模有所下降，无形资产规模相对稳定。截至 2012 年底，公司非流动资产以固定资产和无形资产为主，占非流动资产的比例分别为 63.33%和 29.27%。

2013 年一季度末，公司资产构成较年初变化不大，仍以流动资产为主，流动资产中货币资金、应收票据和存货仍占有较大比例，非流动资产仍以固定资产和无形资产为主。

总体看，因经营规模扩大及公司债券募集资金到位，公司资产规模增幅较大，并以流动资产为主；公司资产构成中货币资金规模较大，固定资产中新转入 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目规模较大，其项目预期盈利能力较强。整体看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2012 年，受公司债券发行影响，公司的负债总额增幅较大，截至 2012 年底，公司负债总额为 117,578.83 万元，较上年大幅增长 75.20%。其中流动负债 63,782.12 万元，占负债总额的 54.25%，非流动负债 53,796.70 万元，占负债总额的 45.75%。

公司的流动负债主要以短期借款、应付账款及预收款项为主，占流动负债比例分别为 31.36%、34.50%和 13.22%，流动负债的其他项目占比较小。

2012 年底，公司流动负债构成情况较上年变动不大。截至 2012 年底，公司短期借款账面金额为 20,000 万元，与上年末持平；应付账款账面金额为 22,007.30 万元，较上年略有下降，主要系应付原材料款减少所致；预收账款账面金额为 8,433.74 万元，较上年同期下降 21.28%，主要系客户提前支付的货款规模有所下降。

跟踪期内，受发行公司债券募集资金影响，公司非流动负债规模大幅增长，2012 年底，公司非流动负债账面金额为 53,796.70 万元，较上年增幅较大，主要以应付债券为主，占非流动负债的 92.01%。

截至 2012 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 205,307.77 万元，其中归属母公司所有者权益占 97.44%。跟踪期内，公司所有者权益构成变化不大，仍以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，分别占归属母公司所有者权益的 15.55%、35.74%、8.48%和 40.23%，资本公积与未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

受公司债券发行影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均较 2011 年底有所上升，2012 年底分别为 36.41%、26.35%和 20.36%，债务负担有所增加，但仍处于行业较低水平。2013 年一季度末，公司负债水平较年初变化不大，流动负债仍以短期借款、应付账款和预收款项为主，非流动负债主要由应付债券构成。

总体看，公司的负债规模不大，债务负担较低，随着本次公司债券的发行，公司债务结构有所改善。

4. 盈利能力

2012年，公司营业收入保持增长，全年实现营业收入319,184.47万元，较上年增长20.57%；受中成药销售规模上升，原材料成本震荡下行影响，公司毛利率水平较上年有所提升，2012年公司主营业务毛利率为37.81%，较上年增长4.45个百分点。

费用方面，为满足保健食品、酒品业务市场开拓需要，2012年公司加大了相关产品的营销力度，销售费用明显增加，同时经营规模的扩大，也带动了销售费用的增长。2012年公司销售费用为74,846.19万元，较上年增长52.85%，增幅较大；受销售费用规模增长幅度较大影响，2012年公司费用收入比为28.72%，较上年增长5.50个百分点。2012年公司实现净利润22,685.57万元，较上年微降2.20%。

从盈利指标看，2012年公司净资产收益率、总资产报酬率分别为11.43%和10.05%，均较上年略有下降，考虑到公司OTC片剂及液体制剂生产线已达到预计可使用状态，预计未来公司的整体盈利能力将有所提升。

总体看，跟踪期内虽然期间费用增长相对较快，但得益于公司毛利率水平的提升，整体利润水平较上年变化不大。考虑到公司非公开发行募投项目已投产，其所带来的收入和利润贡献将在2013年开始体现，整体看公司盈利能力较强。

5. 现金流

随着经营规模的扩大，公司销售商品提供劳务收到的现金也相应增加，2012年销售商品、提供劳务收到的现金为217,624.89万元，较上年增长25.52%。从现金收入比看，近两年公司现金收入比分别为65.49%和68.18%，主要是由于公司将一部分承兑汇票直接背书给上游原材料采购企业作为原材料采购款，在现金流方面未有体现所致。2012年公司经营活动现金流净额为22,638.10万元，呈净流入状态，公司经营活动现金流状况良好。

受公司经营规模扩大，非公开发行募集资金投入项目所致，2012年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金22,442.07万元，继续维持在较大规模，受此影响，公司投资活动现金流呈大幅流出状态，投资活动现金流净额为-22,535.26万元。2012年受公司债券发行影响，公司筹资活动现金流呈大幅净流入状态，筹资活动产生的现金流净额为41,471.04万元。

总体看，公司经营性现金流规模较大，收入实现质量正常，受公司OTC制剂生产线改造项目及液体制剂生产线等项目投建影响，公司投资活动现金流呈净流出状态，公司的筹资活动主要系公司债券募集资金到账及日常经营所形成的银行借款，整体看，公司现金流状况良好。

6. 偿债能力

2012年底公司短期偿债能力指标中流动比率、速动比率分别为3.01和2.47，较上年均有所上升，主要系公司债券募集资金到账，流动资产规模增长所致；经营现金流动负债比率35.49%，较上年增长9.94个百分点，经营活动现金流对流动负债的保障程度较高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2012年公司EBITDA为36,881.24万元，较上年增长2.87%，受公司债券发行影响，公司EBITDA全部债务比和EBITDA利息倍数较上年下降，2012年分别为0.50倍和16.02倍，EBITDA对公司全部债务和利息的保障程度仍属较高。考虑到公司OTC片剂及液体制剂项目已达到可使用状态，未来公司整体盈利有望进一步增长，整体偿债能力也将有所提升。

总体看，公司偿债能力较强。

五、综合分析

跟踪期内，江中药业股份有限公司作为国内知名制药企业，经营情况良好，主营业务中成药收入规模有所增长，毛利率显著提升，中成药业务所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势依然明显；保健食品作为公司新增业务，收入规模有所增长，利润水平相对稳定，毛利率继续维持在较高水平。跟踪期内，公司财务结构稳健，资产质量较好，盈利能力较强，经营活动现金流状况良好，偿债能力较强。

综上，联合评级维持江中药业的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“12江药债” AA 的信用等级。

附件 1-1 江中药业股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月末合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：				
货币资金	53,790.39	95,705.98	77.92	95,208.84
交易性金融资产				
应收票据	45,340.45	48,579.18	7.14	52,778.63
应收账款	1,742.14	3,058.54	75.56	9,977.22
预付款项	8,153.90	9,280.85	13.82	10,932.13
应收利息				
应收股利				
其他应收款	5,855.39	806.86	-86.22	5,474.30
存货	29,373.39	34,424.65	17.20	32,645.67
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	0.00	0.00	--	37.50
流动资产合计	144,255.67	191,856.06	33.00	207,054.28
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	6,420.62	6,485.11	1.00	5,826.80
投资性房地产				
固定资产	47,350.99	82,981.45	75.25	81,382.09
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	19,068.41	1,391.02	-92.71	1,643.65
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	40,313.59	38,353.68	-4.86	37,864.49
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	115.20	91.19	-20.85	85.19
递延所得税资产	1,078.95	1,214.76	12.59	1,190.26
其他非流动资产	278.55	513.32	84.28	514.47
非流动资产合计	114,626.33	131,030.53	14.31	128,506.96
资产总计	258,882.00	322,886.59	24.72	335,561.25

附件 1-2 江中药业股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月末合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债:				
短期借款	20,000.00	20,000.00	0.00	17,000.00
交易性金融负债				
应付票据	623.38	955.51	53.28	1,144.42
应付账款	24,325.59	22,007.30	-9.53	28,186.13
预收款项	10,713.28	8,433.74	-21.28	15,907.03
应付职工薪酬	3,746.45	4,200.06	12.11	1,734.59
应交税费	397.10	1,179.07	196.92	-1,364.96
应付利息	35.35	212.64	501.55	880.79
应付股利				
其他应付款	4,842.61	5,218.83	7.77	3,040.61
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	1,188.10	1,574.97	32.56	1,377.99
流动负债合计	65,871.86	63,782.12	-3.17	67,906.61
非流动负债:				
长期借款	0.00	3,000.00	--	3,000.00
应付债券	0.00	49,500.00	--	49,538.49
长期应付款				
递延所得税负债				
其他非流动负债	1,239.07	1,296.70	4.65	1,290.44
非流动负债合计	1,239.07	53,796.70	4,241.71	53,828.93
负债合计	67,110.93	117,578.83	75.20	121,735.54
所有者权益:				
股本	31,115.00	31,115.00	0.00	31,115.00
资本公积	71,306.85	71,492.48	0.26	71,492.48
专项储备				
盈余公积	16,964.19	16,964.19	0.00	16,964.19
未分配利润	67,272.59	80,471.70	19.62	88,834.41
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	186,658.64	200,043.37	7.17	208,406.08
少数股东权益	5,112.43	5,264.40	2.97	5,419.62
所有者权益合计	191,771.07	205,307.77	7.06	213,825.70
负债和所有者权益总计	258,882.00	322,886.59	24.72	335,561.25

附件 2 江中药业股份有限公司

合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、营业收入	264,730.39	319,184.47	20.57	64,847.21
减：营业成本	176,036.14	198,307.73	12.65	41,493.41
营业税金及附加	2,176.28	2,120.51	-2.56	538.25
销售费用	48,965.62	74,846.19	52.85	12,010.91
管理费用	11,760.23	15,228.28	29.49	2,928.03
财务费用	749.79	1,595.38	112.78	975.17
资产减值损失	-2,841.00	88.40	-103.11	402.07
投资收益（损失以“-”号填列）	-190.14	-221.13	16.30	3,590.30
汇兑收益（损失以“-”号添列）				
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	27,693.20	26,776.86	-3.31	10,089.68
加：营业外收入	308.89	473.45	53.28	138.11
减：营业外支出	323.49	319.32	-1.29	66.68
其中：非流动资产处置损失	172.23	12.59	-92.69	0.76
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	27,678.60	26,930.99	-2.70	10,161.10
减：所得税费用	4,482.27	4,245.42	-5.28	1,643.17
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	23,196.32	22,685.57	-2.20	8,517.94

附件3 江中药业股份有限公司
合并现金流量表（单位：人民币万元）

项目	2011年	2012年	变动率(%)	2013年3月
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	173,383.54	217,624.89	25.52	49,219.05
收到其他与经营活动有关的现金	54,573.07	74,208.00	35.98	25,512.03
经营活动现金流入小计	227,956.61	291,832.89	28.02	74,731.08
购买商品、接受劳务支付的现金	80,800.23	103,912.35	28.60	17,322.18
支付给职工以及为职工支付的现金	19,891.55	25,260.10	26.99	7,723.67
支付的各项税费	29,073.68	28,751.11	-1.11	9,532.15
支付其他与经营活动有关的现金	81,361.58	111,271.23	36.76	35,455.84
经营活动现金流出小计	211,127.04	269,194.79	27.50	70,033.84
经营活动产生的现金流量净额	16,829.57	22,638.10	34.51	4,697.23
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.19	6.81	62.49	7.02
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	4.19	6.81	62.49	7.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24,754.69	22,442.07	-9.34	1,870.62
投资支付的现金	0.00	100.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	24,754.69	22,542.07	-8.94	1,870.62
投资活动产生的现金流量净额	-24,750.50	-22,535.26	-8.95	-1,863.60
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	33,500.00	52,500.00	56.72	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	49,550.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	33,500.00	102,050.00	204.63	0.00
偿还债务支付的现金	36,000.00	49,500.00	37.50	3,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,655.22	10,952.96	2.79	330.78
支付其他与筹资活动有关的现金	23.00	126.00	447.83	0.00
筹资活动现金流出小计	46,678.22	60,578.96	29.78	3,330.78
筹资活动产生的现金流量净额	-13,178.22	41,471.04	-414.69	-3,330.78
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-21,099.16	41,573.88	-297.04	-497.15
加：期初现金及现金等价物余额	74,889.55	53,790.39	-28.17	95,705.98
六、期末现金及现金等价物余额	53,790.39	95,364.27	77.29	95,208.84

附件4 江中药业股份有限公司
2011年~2012年合并现金流量表补充资料

(单位:人民币万元)

补充资料	2011年	2012年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	23,196.32	22,685.57	-2.20
加: 资产减值准备	-2,841.00	88.40	-103.11
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,862.02	5,664.60	16.51
无形资产摊销	1,885.74	1,959.92	3.93
长期待摊费用摊销	24.01	24.01	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	170.37	11.49	-93.26
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			
财务费用(收益以“-”号填列)	1,401.75	2,301.72	64.20
投资损失(收益以“-”号填列)	190.14	221.13	16.30
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	378.02	-135.81	-135.93
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)			
存货的减少(增加以“-”号填列)	-1,123.96	-5,004.23	345.23
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-7,655.33	2,289.84	-129.91
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-3,658.53	-7,468.54	104.14
其他			
经营活动产生的现金流量净额	16,829.57	22,638.10	34.51
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3. 现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	53,790.39	95,364.27	77.29
减: 现金的期初余额	74,889.55	53,790.39	-28.17
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-21,099.16	41,573.88	-297.04

附件 5 江中药业股份有限公司 主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	122.51	117.39
存货周转次数（次）	6.03	6.15
总资产周转次数（次）	1.04	1.10
盈利能力		
总资本收益率（%）	11.87	10.17
总资产报酬率（%）	11.42	10.05
净资产收益率（%）	12.55	11.43
主营业务毛利率（%）	33.36	37.81
营业利润率（%）	32.68	37.21
费用收入比（%）	23.22	28.72
财务构成		
资产负债率（%）	25.92	36.41
全部债务资本化比率（%）	9.71	26.35
长期债务资本化比率（%）	0.00	20.36
偿债能力		
EBITDA 利息倍数	25.58	16.02
EBITDA 全部债务比	1.74	0.50
经营现金债务保护倍数	0.82	0.31
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.38	0.00
流动比率	2.19	3.01
速动比率	1.74	2.47
现金短期债务比	4.81	6.89
经营现金流动负债比率（%）	25.55	35.49
经营现金利息偿还能力	12.01	9.84
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-5.65	0.04

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。