

跟踪评级公告

联合[2014]117号

江中药业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“12江药债”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“12江药债”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：张连娜 刘悦

二零一四年五月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<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

上次评级结果: AA

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: 2014 年 5 月 28 日

上次评级时间: 2013 年 6 月 16 日

主要财务数据

项 目	2012年	2013年	14年3月
资产总额(亿元)	32.29	29.92	30.86
所有者权益(亿元)	20.53	21.33	21.32
长期债务(亿元)	5.25	4.97	4.97
全部债务(亿元)	7.35	6.00	5.47
营业收入(亿元)	31.92	27.78	6.99
净利润(亿元)	2.27	1.74	0.54
EBITDA(亿元)	3.69	3.42	-
经营性净现金流(亿元)	2.26	1.12	0.12
营业利润率(%)	37.21	36.87	51.09
净资产收益率(%)	11.43	8.29	2.52
资产负债率(%)	36.41	28.71	30.91
全部债务资本化比率(%)	26.35	21.94	20.42
流动比率	3.01	4.97	4.17
EBITDA 全部债务比	0.50	0.57	-
EBITDA 利息倍数(倍)	16.02	9.51	-

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张连娜

电话: 010-85172818

邮箱: zhangln@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话: 010-85172818

邮箱: liuxl@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 (100022)

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, 受 OTC 业务竞争激烈和行业景气度回落影响, 营业收入有所下降, 但受益于中药材价格下跌, 整体毛利率维持稳定。跟踪期内, 公司盈利能力有所下降, 但公司所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势依然明显; 公司财务结构稳健, 资产质量较好, 经营活动现金流状况尚可, 偿债能力较强。联合评级同时也关注到非处方药市场竞争激烈、原材料成本变动, 国内高端保健品行业景气度低迷等因素对公司经营带来的不利影响。

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”的“AA”债项信用等级。

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, 公司所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势依然明显。
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, 公司整体盈利水平有望得到提升。

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. 公司产品成本中原材料成本变动对公司利润水平的影响需持续跟踪。
3. 国内高端保健品行业景气度低迷的局面短期难以改观, 公司保健品行业发展面临不确定性。

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与江中药业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与江中药业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江中药业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的公司相关资料主要由江中药业股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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2013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（以下简称“江中集团”），持股比例为42.15%。跟踪期内，江西省国有资产监督管理委员会将持有的江中集团41.54%的国有股权无偿划转至江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司代持，股权划转完成后，公司控股股东及实际控制人均不发生变化。

跟踪期内，为稳定投资者的投资预期，增强投资者信心，公司推出了股份回购方案，并于2014年1月8日实施了首次回购。截止至2014年5月25日，本次回购期限已满，公司已回购股份的数量为11,150,000股，占公司总股本的比例为3.58%。

跟踪期内，公司根据自身发展需要，增加了经营范围，并相应修改了公司章程。截至2013年底，公司经营范围为：硬胶囊剂、原料药（蚓激酶）、糖浆剂、片剂、颗粒剂、口服液、膏剂的生产及销售（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、固体饮料类）的生产与销售；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）；皮肤黏膜卫生用品（卫生湿巾）的生产销售（卫生许可证的有效期至2014年9月21日）；农副产品收购（粮食收购除外）；研发服务、技术转让服务、技术咨询服务；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2013年底，公司拥有全资子公司3家，控股子公司2家；拥有在职员工3,373人。

截至2013年底，公司（合并）资产总额29.92亿元，负债总额8.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.33亿元。2013年公司实现合并营业收入27.78亿元，净利润（含少数股东损益）1.74亿元，经营活动产生的现金流量净额1.12亿元，现金及现金等价物净增加额-2.42亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额30.86亿元，负债总额9.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.32亿元。2014年一季度公司实现合并营业收入6.99亿元，净利润（含少数股东损益）0.54亿元，经营活动产生的现金流量净额0.12亿元，现金及现金等价物净增加额-0.65亿元。

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

本次债券于2012年12月14日发行完成，募集资金总额为人民币5亿元，期限3年，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”。

跟踪期内，公司已于2013年12月9日支付了自2012年12月7日至2013年12月6日期间

的利息。

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

2013 年以来，我国医药行业继续保持稳健运行。投资方面，受药品生产质量管理规范（GMP）稳步推进、新版《药品经营质量管理规范》（GSP）实施以及节能减排力度加大等因素推动，医药行业固定资产投资增速保持在 26.51% 的较高水平，但受全社会固定资产投资增速下行的影响，医药行业固定资产投资增速较 2012 年下降 8.06 个百分点。收入利润方面，2013 年医药制造业整体实现主营业务收入 20,592.93 亿元，同比增长 18.00%，实现利润总额 2,071.67 亿元，同比增长 17.76%。2013 年中成药子行业实现销售收入 5,064.98 亿元，同比增长 21.09%，实现利润总额 538.43 亿元，同比增长 21.40%，是医药行业中发展比较快的细分行业之一。

从上游情况看，2013 年上半年大部分中药材价格延续了 2012 年上涨的态势，但是到了 2013 年下半年，由于药材价格持续上涨刺激了药农的种植热情，随着产新季节到来，主要中药材品种出现了供大于求的局面，中药材价格出现了整体下跌的行情。2013 年太子参价格出现大幅下跌，2013 年末价格较年初下跌 75.15%；虫草价格也在上半年冲高后明显回落，2013 年末报价较年内最高价格回落 24.00%；进口西洋参因供不应求市场价格仍保持上涨。整体上看 2013 年中药材价格走势有利于中成药企业控制成本。

从下游情况看，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。2013 年全年，全国中西药品零售总额累计达 5,924 亿元，同比增长了 17.7%，增速较 2012 年回落 5.3 个百分点。

价格方面，2013 年 5 月，国家正式公布 2012 版基药目录，受基药竞标价格影响，基药价格增幅受到抑制。2013 年，发改委启动医改以来第 31 次药品调价完成医保目录化学药全品类降价，并开始酝酿的中成药调价，于 10 月又先后两次召开中成药价格评审座谈会，为调价做准备。2013 年全年医药行业整体价格增幅不大，国家统计局数据显示，2013 年 12 月，医药行业工业生产者出厂价格中医药制造业出厂价格同比增长 0.6%。

2013 年《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》、《中医药健康管理服务规范》等政策陆续颁布，明确了大健康服务产业的具体涵盖内容，突出强调了中医药的医疗保健功能与地位。在经济发展和居民生活水平稳步提高、宏观政策积极推动的背景下，医药产业在国民经济中的地位不断提升，医药工业总产值占 GDP 的比重也不断上升。从未来看，行业整合是大趋势，拥有较强的管理能力与产品优势的企业将在竞争中获得更好的发展机会。

对于公司所属 OTC¹药品及保健品细分领域而言，未来发展将呈现如下趋势：

OTC 药品领域，受益于经济增长驱动、人口变化驱动、卫生保健意识和医疗消费提高驱动、政府支持及医改驱动等因素，OTC 产业将保持持续增长。但从增长率来看，OTC 行业增长率要

¹ OTC：非处方药，指不需处方，可直接在药房或药店中购买的药物。

低于全国药品市场规模增长率。尤其是随着基药制度执行范围的扩大与新版《药品经营质量管理规范》（GSP）实施，未来 OTC 终端格局将进一步洗牌，药店零售市场、基层医疗市场、医院市场将成为三大 OTC 主要终端。

保健品领域：随着国家对健康服务业发展的扶持，人们的健康观念加强，保健品发展势头迅猛。特别是药食同源的中药保健品，其在身体调适、疾病预防方面具有独特的疗效，越来越受到人们青睐。2013 年 8 月，卫计委、中医药管理局联合印发的《中医药健康管理服务规范》中，将中医药保健纳入规范管理的范畴，尤其对于老年人的中医药保健进行了重点倾斜。在人口老龄化发展的今日，随着政策的推进与人们自我药疗意识的增强，将会进一步形成“大病进医院、小病进小区、健康养生进药店”的消费习惯，具备保健、养生、改善健康功能的产品将大幅增长。而中药企业尤其是品牌中药企业向保健品等健康产品进行产品和品牌延伸具有天然的优势，其以中医文化为基础，利用中药特有属性，针对消费者不同诉求，将保健养生元素与其他日常生活有机结合的一组产品，对亚健康状态调节等中医养生方面有独特优势，并涵盖人们生活的方方面面，使这类产品拥有巨大的市场潜力。

整体来看，作为与民众健康相关的抗周期性行业，2013 年医药行业仍保持着良好的行业发展趋势。受益于医药价格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，公司主营业务出现一定下滑。2013 年公司实现营业收入 27.78 亿元，同比下降 12.97%，主要是 OTC 业务（指公司中成药非处方药业务）由于政策变化、竞争加剧及策略调整等原因收入出现下滑，同时保健品业务受高端滋补保健品市场景气程度下降的影响收入大幅下降所致。2013 年公司主营业务毛利率较上年基本持平，全年主营业务毛利率达到 37.57%。

从收入构成上看，2013 年受中成药收入规模下降影响，中成药占主营业务收入比例由上年的 42.03% 下降至 40.61%，医药流通板块业务收入占比有所上升，占主营业务收入 44.31%，保健食品及其他业务占主营业务收入下降至 15.07%。

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，2013 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 13.20 个百分点；保健食品及其他业务受高端保健品行业景气度下降影响毛利率较上年下降 9.24 个百分点，但仍维持在较高水平；医药流通板块业务毛利率继续维持在较低水平。

2014 年一季度，公司实现营业收入 69,920.77 万元，较上年同期增加 7.82%，实现净利润 5,371.11 万元，较上年同期下降 36.94%。

表 1 近两年公司主营业务收入及毛利情况（单位：万元）

项目	2012 年			2013 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	133,970.87	62,959.18	53.01%	112,512.46	38,014.50	66.21%
医药流通	119,974.95	116,614.38	2.80%	122,766.45	119,047.98	3.03%
保健食品及其他	64,796.64	18,653.50	71.21%	41,756.25	15,878.69	61.97%
合计	318,742.46	198,227.06	37.81%	277,035.16	172,941.17	37.57%

资料来源：公司年报

中成药业务

2013年，受基药政策深入执行、新版GSP实施、行业竞争格局变化以及渠道及终端策略调整滞后等因素影响，公司OTC业务出现了下滑。2013年OTC业务全年实现销售收入11.25亿元，同比下降16.02%。

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。2013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，故成本构成中直接原材料的比例明显下降。

表2 近两年公司医药工业成本构成情况

成本构成项目	2012年		2013年	
	金额(万元)	占成本比例(%)	金额(万元)	占成本比例(%)
直接材料	65,320.90	81.28	35,404.15	68.12
生产费用	15,040.49	18.72	16,567.98	31.88

资料来源：公司年报

生产方面，跟踪期内，公司继续严格实行GMP管理与“四体系”（ISO9001质量管理体系，ISO14001环境管理体系，OHSAS18001职业健康安全管理体系及HACCP体系）管理相结合的精益生产管理模式，2013年，主导产品外单位（含药监部门）监测合格率100%，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	项目	2012年	2013年	变化率
中成药片剂	产能(亿片)	129.06	157.3	21.88%
	产量(亿片)	101.07	81.13	-19.73%
	产能利用率	78.31%	51.58%	-34.13%
	销量(亿片)	103.13	84.41	-18.15%
	产销率	102.04%	104.04%	1.96%
中成药及保健品口服液	产能(亿支)	0.46	0.56	21.74%
	产量(亿支)	0.32	0.32	0.00%
	产能利用率	69.57%	57.66%	-17.12%
	销量(亿支)	0.26	0.32	23.08%
	产销率	81.25%	98.62%	21.38%

资料来源：公司提供

从产能利用率情况看，由于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，2013年中成药片剂及口服液产能规模明显增长，同时由于公司 OTC 业务调整以及保健品市场景气下滑，公司产能利用率明显下降，如上表所示。

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，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，主要产品销售价格基本稳定。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，2013 年公司销售客户中前五大客户占公司营业收入的 32.44%，客户集中度较 2012 年的 16.24% 明显提升，主要是公司将同一控制人控制的客户进行了合并所致。

保健食品及其他产品

2013 年，公司保健食品业务仍以传统渠道为基础，通过进一步优化市场基础工作和日常工作，继续推动初元业务转型和参灵草模式探索，并积极谋划新形势下枸杞白酒的营销策略。由于礼品类保健品消费习惯的转变和高端滋补保健品商业模式的变化，公司保健品（含其他）业务出现了较大下滑，全年实现销售收入 4.18 亿元，同比下降 35.56%，毛利率达到 61.97%，较上年明显下降，但仍处于较高水平。未来公司将继续推动初元品牌转型，参灵草业务形成以终端销售为主、团购销售为辅的营销模式，朴卡酒聚焦于江西和江苏市场，不断推进保健品业务的发展。

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”）合作成立的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，江西九州通不断发展。2013 年，公司医药流通业务发展平稳，实现收入 12.28 亿元，较上年同期增长 2.33%。

总体看，公司中成药业务收入有所下滑，但受益于原材料价格下跌，毛利率明显提升；保健品业务受行业影响收入和毛利率下滑明显，医药流通业务经营较为稳定。同时，国内高端保健品行业景气度低迷的局面短期难以改观，公司保健品行业发展面临不确定性。

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。

2012 年，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。截至 2013 年末，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，公司整体盈利水平有望得到提高，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 2012 年、2013 年财务数据已分别经中磊会计师事务所有限责任公司、大信会计师事务所（特殊普通合伙）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没有变化，财务数据可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 29.92 亿元，负债总额 8.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.33 亿元。2013 年公司实现合并营业收入 27.78 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.12 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.42 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 30.86 亿元，负债总额 9.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.32 亿元。2014 年一季度公司实现合并营业收入 6.99 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.12 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.65 亿元。

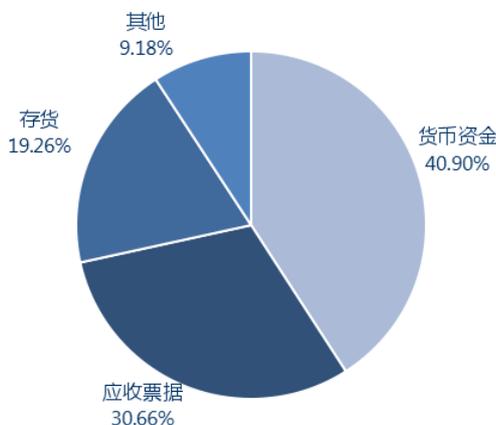
2. 资产质量

由于货币资金减少及固定资产折旧，公司资产规模较上年有所下降，2013 年底公司资产总额为 29.92 亿元，较上年减少 7.32%。从资产构成上看，2013 年公司资产总额中流动资产和非流动资产的占比分别为 58.10%和 41.90%，公司资产结构较上年变化不大。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产合计 17.39 亿元，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）。

图 1 2013 年底公司流动资产构成



数据来源：公司提供。

截至 2013 年底，公司货币资金余额为 7.11 亿元，较上年末大幅下降 25.69%，主要系上年发行公司债券募集资金到账导致资金流入较多，但 2013 年公司业务规模下降，经营性现金净流入减少，同时公司偿还债务支付较多现金所致；公司销售货款以银行承兑票据结算规模较大，2013 年底应收票据账面金额为 5.33 亿元，较上年末增加 9.74%；公司存货账面金额为 3.35 亿元，较上年变化不大，主要为原材料（占 35.05%）和库存商品（占 51.24%），公司已对存货累计计提 308.16 万元存货跌价准备；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，公司非流动资产规模变化不大。2013 年底公司非流动资产合计为 12.54 亿元，较年初下降 4.32%。从非流动资产构成上看，截至 2013 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 61.65%和 29.61%。其中 2013 年末固定资产净额 7.73 亿元，较上年末下降 6.86%，主要由房屋建筑物和机器设备构成，公司累计计提折旧 4.18 亿元，固定资产成新率 64.90%，成新率一般；无形资产账面价值 3.71 亿元，较上年末下降 3.20%，主要由土地使用权构成。

2014 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，2014 年一季度末公司应收账款较年初增长 151.06%，主要是子公司江西九州通药业有限公司应收账款增长所致。

总体看，公司资产中以流动资产为主，货币资金规模较大，固定资产中 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目预期盈利能力较强，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

受公司发行公司债券偿还银行借款，以及公司支付工程应付款的影响，2013 年公司负债总额明显下降，截至 2013 年底，公司负债总额 8.59 亿元，同比下降 26.93%，其中流动负债 3.50 亿元，占 40.72%，非流动负债 5.09 亿元，占 59.28%。

公司的流动负债主要以应付账款、应付票据、预收款项、应付职工薪酬和短期借款为主，占流动负债比例分别为 43.99%、22.29%、20.73%、9.49%和 7.15%，流动负债的其他项目占比较小。

2013 年底，公司流动负债构成情况较上年变化较大。截至 2013 年底，公司短期借款账面金额为 2,500.00 万元，较上年下降 87.50%，主要是公司使用公司债券募集资金偿还银行贷款所致；应付票据余额 7,800.00 万元，较上年增加 716.32%，主要由于公司为提高资金使用效率，加大票据结算比例所致；应付账款账面金额为 1.54 亿元，较上年下降 30.07%，主要系支付工程款项所致；预收账款账面金额为 7,252.55 万元，较上年同期下降 14.01%，主要系客户提前支付的货款规模有所下降。

跟踪期内，公司非流动负债规模变化不大，2013 年底，公司非流动负债账面金额为 5.09 亿元，同比下降 5.33%，主要以应付债券为主，占非流动负债的 97.50%。

截至 2014 年 3 月末，公司负债仍以非流动负债为主，但流动负债增加较快，在公司负债总额中占比上升至 46.57%，主要是由于经营的季节性因素，应付账款和预收账款分别较年初增长 28.71%和 117.77%所致。

截至 2013 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 21.33 亿元，其中归属母公司所有者权益占 97.47%。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 14.59%、34.38%、8.16%和 42.50%，资本公积与未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

2014年3月末，公司所有者权益结构与年初变化不大，由于公司进行了股份回购，2014年一季度末出现5,500万元库存股，公司计划未来注销该等股份，考虑到该等股份价值仅占2014年一季度末所有者权益的2.58%，注销后对公司所有者权益影响不大。

2013年底，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2012年底有所降低，2013年底分别为28.71%、21.94%和18.88%，债务负担有所减轻，且处于行业较低水平。2014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。

4. 盈利能力

2013年，公司营业收入出现下滑，全年实现营业收入27.78亿元，较上年下降12.97%，实现利润总额2.10亿元，同比下降22.19%，实现净利润1.74亿元，同比下降23.51%。2013年公司处置国盛证券股权实现投资收益0.36亿元，对公司利润总额有积极影响。

跟踪期内，太子参等中药材价格明显下滑，公司中成药毛利率上升较快，但同时受到公司保健品业务销售价格下降的影响，2013年公司毛利率水平与上年基本持平，2013年公司主营业务毛利率为37.57%，较上年下降0.24个百分点。2013年公司实现净利润1.74亿元，较上年下降23.51%。

费用方面，2013年公司产品营销投入有所下降，导致销售费用同比下降7.79%；2013年管理费用同比下降10.87%，主要是公司压缩日常行政开支所致。2013年尽管销售费用和管理费用规模下降，但受到销售收入规模下滑的影响，2013年公司费用收入比为30.73%，较上年上升2.01个百分点。

从盈利指标看，2013年公司净资产收益率、总资产报酬率分别为8.29%和7.89%，均较上年有所下降，考虑到公司OTC产品和保健品收入下降主要受到行业因素影响，预计未来随着外部环境改善以及公司内部策略调整，公司的整体盈利能力将有所恢复。

2014年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入6.99亿元，同比增长7.82%；受一季度市场投入增加影响，销售费用较去年同期增长111.33%，同时2013年一季度转让国盛证券股权实现转让收益0.36亿元，2014年一季度无此收益，导致2014年1~3月公司实现净利润0.54亿元，同比下降36.94%。

总体看，跟踪期内公司利润率整体保持良好水平，但由于收入下降明显，导致公司整体盈利能力有所下滑。考虑到公司非公开发行募投项目投用后产能并未在2013年充分释放，未来随着行业环境好转，公司盈利能力有望恢复。

5. 现金流

由于收入下滑，公司销售商品提供劳务收到的现金也相应减少，2013年销售商品、提供劳务收到的现金为17.87亿元，较上年下降17.87%。从现金收入比看，近两年公司现金收入比分别为68.18%和64.34%，收入实现质量不高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。2013年公司收到其他与经营活动有关的现金与支付其他与经营活动有关的现金规模同比均增长较快，主要是收到和支付江西江中制药(集团)有限责任公司和江西江中小舟医药贸易有限责任公司的往来款较多所致。受上述因素影响，2013年公司经营活动现金流净额为1.20亿元，较上年下降50.56%。公司经营活动现金流状况一般。

2013年，公司非公开发行募集资金投入项目基本完成，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减至0.65亿元，较上年下降71.22%；同时，公司于跟踪期内出售了国盛证券股权，

使 2013 年投资活动现金流入增加至 0.43 亿元。综合上述影响，公司投资活动现金流出明显下降，投资活动现金流净额为-0.22 亿元。受 2013 年公司偿还银行贷款的影响，2013 年公司筹资活动产生的现金流净流出 3.32 亿元。

2014 年一季度，公司经营活动现金净流入 0.12 亿元；投资活动现金净流出 0.20 亿元；由于期内支付股票回购款，筹资活动现金净流出 0.57 亿元。公司现金流基本正常。

总体看，由于收入下滑，公司经营性现金流入减少，公司主要在建项目建成投用后投资性现金流出明显下降，整体上公司现金流状况一般。

6. 偿债能力

2013 年底公司短期偿债能力指标中流动比率、速动比率分别为 4.97 和 4.01，较上年均明显上升，主要系公司债券募集资金偿还贷款导致流动负债明显降低所致；经营现金流动负债比率 31.99%，较上年下降 3.50 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，2013 年受公司利润下降的影响，公司 EBITDA 为 3.42 亿元，较上年下降 7.35%，受公司整体债务规模下降的影响，公司 EBITDA 全部债务比较上年上升至 0.57 倍；受公司债券发行导致利息费用增加影响，EBITDA 利息倍数较上年下降至 9.51 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，未来公司整体盈利能力有望恢复，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，受 OTC 业务竞争激烈和行业景气度回落影响，营业收入有所下降，但受益于中药材价格下跌，整体毛利率维持稳定。跟踪期内，公司盈利能力有所下降，但公司所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势依然明显；公司财务结构稳健，资产质量较好，经营活动现金流状况尚可，偿债能力较强。联合评级同时也关注到非处方药市场竞争激烈、原材料成本变动，国内高端保健品行业景气度低迷等因素对公司经营带来的不利影响。

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”的“AA”债项信用等级。

附件 1-1 江中药业股份有限公司
2012 年~2014 年 3 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012年	2013年	变动率(%)	2014年3月
流动资产：				
货币资金	95,705.98	71,118.80	-25.69	64,625.33
交易性金融资产				
应收票据	48,579.18	53,309.53	9.74	62,808.61
应收账款	3,058.54	6,560.89	114.51	16,471.69
预付款项	9,280.85	8,643.40	-6.87	8,485.92
应收利息				
应收股利				
其他应收款	806.86	744.79	-7.69	1,100.67
存货	34,424.65	33,494.91	-2.70	31,733.72
待摊费用				
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	191,856.06	173,872.32	-9.37	185,225.94
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	6,485.11	5,722.80	-11.75	5,659.48
投资性房地产				
固定资产	82,981.45	77,292.21	-6.86	75,543.70
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	1,391.02	2,520.24	81.18	2,523.51
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	38,353.68	37,127.25	-3.20	36,639.07
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	91.19	1,150.56	1,161.74	987.34
递延所得税资产	1,214.76	1,041.01	-14.30	1,487.03
其他非流动资产	513.32	513.32	0.00	513.32
非流动资产合计	131,030.53	125,367.40	-4.32	123,353.45
资产总计	322,886.59	299,239.72	-7.32	308,579.39

附件 1-2 江中药业股份有限公司
2012 年~2014 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	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 3 月
流动负债：				
短期借款	20,000.00	2,500.00	-87.50	2,500.00
交易性金融负债				
应付票据	955.51	7,800.00	716.32	2,495.81
应付账款	22,007.30	15,389.76	-30.07	19,807.46
预收款项	8,433.74	7,252.55	-14.01	15,793.55
应付职工薪酬	4,200.06	3,319.68	-20.96	2,113.65
应交税费	1,179.07	-5,585.57	-573.73	-4,228.45
应付利息	212.64	172.18	-19.03	845.93
应付股利	0.00	0.00		
其他应付款	5,218.83	3,259.81	-37.54	2,080.93
预提费用				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	1,574.97	877.33	-44.30	3,010.91
流动负债合计	63,782.12	34,985.75	-45.15	44,419.80
非流动负债：				
长期借款	3,000.00	0.00	-100.00	0.00
应付债券	49,500.00	49,657.34	0.32	49,698.10
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
其他非流动负债	1296.701663	1,271.67	-1.93	1,265.41
非流动负债合计	53,796.70	50,929.00	-5.33	50,963.51
负债合计	117,578.83	85,914.75	-26.93	95,383.31
所有者权益：				
股本	31,115.00	31,115.00	0.00	31,115.00
资本公积	71,492.48	71,492.48	0.00	71,492.48
减：库存股	0.00	0.00		5,500.00
专项储备				
盈余公积	16,964.19	16,964.19	0.00	16,964.19
未分配利润	80,471.70	88,362.74	9.81	93,735.54
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	200,043.37	207,934.41	3.94	207,807.21
少数股东权益	5,264.40	5,390.56	2.40	5,388.87
所有者权益合计	205,307.77	213,324.97	3.90	213,196.08
负债和所有者权益总计	322,886.59	299,239.72	-7.32	308,579.39

附件 2 江中药业股份有限公司
2012 年~2014 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012年	2013年	变动率(%)	2014年1-3月
一、营业收入	319,184.47	277,786.13	-12.97	69,920.77
减: 营业成本	198,307.73	173,090.89	-12.72	33,454.04
营业税金及附加	2,120.50	2,266.96	6.91	747.63
加: 其他业务利润				
销售费用	74,846.19	69,017.95	-7.79	25,382.96
管理费用	15,228.28	13,573.11	-10.87	2,743.48
财务费用	1,595.38	2,767.09	73.44	780.65
资产减值损失	88.40	321.63	263.85	521.81
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)				
投资收益 (损失以“-”号填列)	-221.13	3,486.30	-1,676.58	-63.33
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-221.13	-162.31	-26.60	-63.33
汇兑收益 (损失以“-”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	26,776.86	20,234.80	-24.43	6,226.88
加: 营业外收入	473.45	1,059.76	123.84	152.83
减: 营业外支出	319.32	340.13	6.51	19.69
其中: 非流动资产处置损失	12.59	24.20	92.28	11.01
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	26,930.99	20,954.44	-22.19	6,360.02
减: 所得税费用	4,245.42	3,602.74	-15.14	988.92
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	22,685.58	17,351.70	-23.51	5,371.11
其中: 归属于母公司所有者的净利润	22,533.61	17,225.54	-23.56	5,372.80
少数股东损益	151.97	126.16	-16.98	-1.69
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.72	0.55	-23.61	0.17
(二) 稀释每股收益	0.72	0.55	-23.61	0.17
六、其他综合收益	185.62	0.00	-100.00	0.00
七、综合收益总额	22,871.20	17,351.70	-24.13	5,371.11
归属于母公司所有者的综合收益总额	22,719.23	17,225.54	-24.18	5,372.80
归属于少数股东的综合收益总额	151.97	126.16	-16.98	-1.69

附件3 江中药业股份有限公司
2012年~2014年3月合并现金流量表
(单位:人民币万元)

项目	2012年	2013年	变动率(%)	2014年1-3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	217,624.89	178,735.58	-17.87	45,155.32
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	74,208.00	348,693.42	369.89	40,375.84
经营活动现金流入小计	291,832.89	527,429.00	80.73	85,531.16
购买商品、接受劳务支付的现金	103,912.35	51,121.00	-50.80	13,234.31
支付给职工以及为职工支付的现金	25,260.10	26,219.58	3.80	7,117.88
支付的各项税费	28,751.11	33,325.13	15.91	7,814.46
支付其他与经营活动有关的现金	111,271.23	405,571.41	264.49	56,190.40
经营活动现金流出小计	269,194.79	516,237.12	91.77	84,357.05
经营活动产生的现金流量净额	22,638.10	11,191.88	-50.56	1,174.11
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
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	6.81	4,264.69	62,564.69	0.81
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	6.81	4,264.69	62,564.69	0.81
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	6,459.17	-71.22	2,010.46
投资支付的现金	100.00	0.00	-100.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	22,542.07	6,459.17	-71.35	2,010.46
投资活动产生的现金流量净额	-22,535.26	-2,194.49	-90.26	-2,009.65
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款所收到的现金	52,500.00	2,500.00	-95.24	0.00
发行债券所收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	49,550.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流入小计	102,050.00	2,500.00	-97.55	0.00
偿还债务支付的现金	49,500.00	23,000.00	-53.54	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,952.96	12,742.87	16.34	157.93
支付其他与筹资活动有关的现金	126.00	0.00	-100.00	5,500.00
筹资活动现金流出小计	60,578.96	35,742.87	-41.00	5,657.93
筹资活动产生的现金流量净额	41,471.04	-33,242.87	-180.16	-5,657.93
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	41,573.88	-24,245.47	-158.32	-6,493.47
加: 期初现金及现金等价物余额	53,790.39	95,364.27	77.29	71,118.80
六、期末现金及现金等价物余额	95,364.27	71,118.80	-25.42	64,625.33

附件 4 江中药业股份有限公司
2012 年~2013 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012年	2013年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	22,685.57	17,351.70	-23.51
加: 资产减值准备	88.40	321.63	263.85
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,664.60	7,426.14	31.10
无形资产摊销	1,959.92	1,960.06	0.01
长期待摊费用摊销	24.01	235.31	879.85
待摊费用减少(减: 增加)			
预提费用增加(减: 减少)			
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)	11.49	16.48	43.50
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)	2,301.72	3,525.25	53.16
投资损失(收益以“-”号填列)	221.13	-3,486.30	-1,676.58
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-135.81	173.75	-227.94
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)	-5,004.23	936.86	-118.72
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	2,289.84	-9,071.58	-496.17
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-7,468.54	-8,197.42	9.76
其他			
经营活动产生的现金流量净额	22,638.10	11,191.88	-50.56

附件 5 江中药业股份有限公司 主要财务指标

项目	2012年	2013年	2014年3月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	117.39	52.16	5.63
存货周转次数(次)	6.15	5.05	1.02
总资产周转次数(次)	1.10	0.89	0.23
现金收入比率(%)	68.18	64.34	64.58
盈利能力			
总资本收益率(%)	10.17	7.59	2.31
总资产报酬率(%)	10.05	7.89	2.38
净资产收益率(%)	11.43	8.29	2.52
主营业务毛利率(%)	37.81	37.57	35.95
营业利润率(%)	37.21	36.87	51.09
费用收入比(%)	28.72	30.73	41.34
财务构成			
资产负债率(%)	36.41	28.71	30.91
全部债务资本化比率(%)	26.35	21.94	20.42
长期债务资本化比率(%)	20.36	18.88	18.90
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	16.02	9.51	-
EBITDA 全部债务比(倍)	0.50	0.57	-
经营现金债务保护倍数(倍)	0.31	0.19	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	0.15	-0.02
流动比率(倍)	3.01	4.97	4.17
速动比率(倍)	2.47	4.01	3.46
现金短期债务比(倍)	6.89	12.08	25.51
经营现金流动负债比率(%)	35.49	31.99	2.64
经营现金利息偿还能力(倍)	9.84	3.11	1.35
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.04	2.50	-0.96

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。