

跟踪评级公告

联合[2015]194 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，展望为“稳定”
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：张连娜

分析师：张连娜

二零一五年五月二十六日

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.unitedratings.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：2015 年 5 月 26 日

上次评级时间：2014 年 5 月 28 日

主要财务数据

项 目	2013年	2014年	15年3月
资产总额(亿元)	29.92	33.27	33.49
所有者权益(亿元)	21.33	21.33	21.99
长期债务(亿元)	4.97	4.98	4.99
全部债务(亿元)	6.00	7.51	7.64
营业收入(亿元)	27.78	28.34	6.23
净利润(亿元)	1.74	2.67	0.65
EBITDA(亿元)	3.42	4.63	-
经营性净现金流(亿元)	1.12	3.57	0.93
营业利润率(%)	36.87	51.68	47.85
净资产收益率(%)	8.29	12.51	3.02
资产负债率(%)	28.71	35.88	34.36
全部债务资本化比率(%)	21.94	26.05	25.79
流动比率	4.97	3.06	3.31
EBITDA 全部债务比	0.57	0.62	-
EBITDA 利息倍数(倍)	9.51	11.94	-

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2015 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.unitedratings.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，积极调整营销策略、开发和推广新产品，营业收入有所回升，受益于成本控制得力及规模效益显现，毛利率回升明显，整体盈利能力有所增强。公司所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势明显；公司财务结构稳健，资产质量较好，经营活动现金流状况良好，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、白酒行业景气度低迷以及医药流通业务调整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，公司调整营销策略，开发和推广新产品，非处方药业务增长明显，产能利用率大幅提升，毛利率明显回升，盈利能力有所增强。

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. 公司白酒业务受行业影响经营情况一般，需关注该业务未来发展方向。

3. 公司医药流通业务 2014 年对业务结构进行了较大调整，需关注由此带来的不确定性。

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。

2014 年，公司实施完成了股份回购方案，回购股份数量为 1,115 万股（占回购前总股本的比例为 3.58%），公司总股本由 31,115 万股变更为 30,000 万股，回购股份及回购专用证券账户均已注销完毕。截至 2014 年末，公司股本总额为 30,000 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”），江中集团持股比例从 42.15% 变更为 43.71%，公司实际控制人仍为江西省国资委。

2015 年 2 月，江中集团通过上海证券交易所交易系统减持公司股份 2,053,190 股，占公司总股本的 0.68%。减持后江中集团持有公司股份为 129,081,660 股，占公司总股本的 43.03%。

截至 2014 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）；皮肤粘膜卫生用品（卫生湿巾）的生产销售（卫生许可证的有效期限至 2018 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；研发服务、技术转让服务、技术咨询服务（国家有专项规定的除外）。公司经营范围变化不大。

截至 2014 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 3,450 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 33.27 亿元，负债总额 11.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.33 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 28.34 亿元，净利润（含少数股东损益）2.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.65 亿元，经营活动产生的现金流量净额 3.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.06 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司合并资产总额 33.49 亿元，负债总额 11.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.98 亿元。2015 年一季度公司实现合并营业收入 6.23 亿元，净利润（含少数股东损益）0.65 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.37 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 2014 年 12 月 8 日支付了自 2013 年 12 月 7 日至 2014 年 12 月 6 日期间的利息。

三、经营管理分析

1. 管理分析

2014 年，公司高层管理团队未发生重大变化。2015 年 5 月，公司董事会进行改选，继续选举钟虹光先生为公司董事长并聘任其为公司总经理，聘任卢建中先生、蔡新平先生、徐永前先生、吴伯帆先生及吴霞女士为公司副总经理，聘任罗鹃女士为财务总监，聘任田永静女士为董事会秘书。

整体看，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

2014 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 14.99% 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 2013 年下降 12 个百分点。收入利润方面，2014 年医药制造业整体实现主营业务收入 23,325.61 亿元，同比增长 13.27%，实现利润总额 2,322.20 亿元，同比增长 12.09%。2014 年中成药子行业实现销售收入 5,806.46 亿元，同比增长 14.64%，实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 11.05%，是医药行业中发展比较快的细分行业之一。

从上游情况看，主要中药材品种出现供过于求的局面，同时受国内宏观和微观低迷大环境的影响，2014 年大部分中药价格延续了 2013 年下半年低迷的态势。2014 年太子参价格基本维持了稳定且相对合理的水平，全年市场价格维持在 40-60 元/千克；虫草价格在上半年维持稳定，下半年稍有回升；进口西洋参因供不应求市场价格保持上涨。整体上看 2014 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。2014 年全年，全国中西药品零售总额累计达 6,960 亿元，同比增长了 17.49%，增速较 2013 年回落 5.6 个百分点。

价格方面，医药行业改革的整体方向是趋于市场化。2014 年 5 月，发改委取消 533 种低价药最高零售价；同年 11 月底，发改委发布《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》，拟自 2015 年起取消除一类精神、麻醉药品之外的药品的最高零售限价或出厂价格。2014 年全年医药行业整体价格增幅不大，国家统计局数据显示，2014 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 0.7%。

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。目前农村人均医疗保健支出不足城镇居民的一半，伴随新型城镇化的推荐，农村人口向城镇人口的转移，医药市场将释放巨大增量空间。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。同时，最高零售价格放开后，品牌医药制造企业本身具有的高溢价优势可以得到进一步发挥，整体利好品牌医药制造企业。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。2014 年国务院发布了《中国食物与营养发展纲要（2014-2020 年）》，新修订的食品安全法进一步完善了食品相关产品的生产管理制度，从整体上提高了保健品行业的门槛，促进行业规范健康发展。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，2014 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城乡结构的调整、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

2014 年，公司主营业务有所恢复。2014 年公司实现营业收入 28.34 亿元，同比增长 2.03%，主要是非处方类药物销售增加所致。2014 年公司主营业务毛利率较上年大幅提升，全年主营业务毛利率达到 52.66%，较上年增加 15.09 个百分点。

从收入构成上看，2014 年公司调整营销策略并推出新产品，导致非处方药收入较上年增加 42.18%，占主营业务收入比例由上年的 41.51% 上升至 57.88%；医药流通板块业务收入占比明显下降，占主营业务收入 30.97%，主要是公司子公司调整业务结构所致；保健食品及其他业务占主营业务收入下降至 10.75%；酒类业务占主营业务收入比例较低。

从毛利率情况看，2014 年公司非处方药毛利率较上年上升 11.56 个百分点，主要是公司成本控制得当，以及产能利用率提升所致；保健品毛利率较上年小幅下降 3.81 个百分点；公司医药流通业务毛利率较上年提高 1.64 个百分点，主要是公司收缩低毛利率业务所致；酒类业务毛利率较上年上升 4.06 个百分点。

2015 年一季度，公司实现营业收入 6.23 亿元，较上年同期下降 10.97%，实现净利润 0.65 亿元，较上年同期增长 21.77%。

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。

表 1 近两年公司主营业务收入及毛利情况（单位：万元，百分点）

项 目	2013 年			2014 年			收入变化率	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
非处方药类	115,003.41	41.51%	65.08%	163,514.65	57.88%	76.64%	42.18%	11.56
保健品及其他	37,808.41	13.65%	65.90%	30,358.01	10.75%	62.09%	-19.71%	-3.81
酒	1,456.88	0.53%	41.86%	1,116.11	0.40%	45.92%	-23.39%	4.06
医药流通	122,766.45	44.31%	3.03%	87,498.03	30.97%	4.67%	-28.73%	1.64
合计	277,035.15	100.00%	37.57%	282,486.80	100.00%	52.66%	1.97%	15.09

资料来源：公司提供，联合评级整理

非处方药类业务

2014 年，公司通过深度整合内外部资源，开展深度营销及开发新产品，医药工业板块实现恢复性增长和提升，其中健胃消食片销售收入恢复到较好水平。2014 年医药工业板块实现收入 19.39 亿元，较 2013 年增长 27%，其中 2014 年非处方药类业务实现收入 16.4 亿元，同比增长 42%。健胃消食片通过安全性诉求的广告投放并结合“家中常备”的定位，增加了消费人群、使用量及使用频度，实现了收入的恢复与提升；新产品乳酸菌素片通过对产品的复合体设计、合理的价值链设置、联合用药推广等，配合有效的媒体宣传与终端推广，实现了良好销售。

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。2014 年公司中成药产品主要原材料太子参的价格保持低位，公司医药工业成本控制良好，在该板块收入明显提升的情况下，成本增加幅度较小，成本结构基本不变。

表 2 近两年公司医药工业板块成本构成情况

成本构成项目	2013 年		2014 年	
	金额（万元）	占成本比例（%）	金额（万元）	占成本比例（%）
直接材料	35,404.15	68.12	36,982.53	67.33
生产费用	16,567.98	31.88	17,944.07	32.67

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，2014 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 近两年公司产品产能、产量、销量情况

产品分类	项 目	2013年	2014年	变化率
非处方药片剂	产能（亿片）	157.3	157.3	0.00%
	产量（亿片）	82.11	123.47	50.37%
	产能利用率	52.20%	78.49%	50.36%
	销量（亿片）	85.30	118.54	38.97%
	产销率	103.89%	96.01%	-7.58%
中成药及保健品口服液	产能（亿支）	0.56	0.56	0.00%
	产量（亿支）	0.32	0.31	-3.13%

	产能利用率	57.66%	55.36%	-3.99%
	销量（亿支）	0.32	0.29	-9.38%
	产销率	98.62%	93.54%	-5.15%

资料来源：公司提供

从产能利用率情况看，2014 年公司非处方药产能保持稳定，由于产品销售情况良好，产能利用率达 78.49%，较上年大幅提升，中成药及保健品口服液产能利用率略有下降，具体如上表所示。

从销售端看，公司的主要产品为非处方药（OTC）和保健品，其中 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，公司对营销策略进行创新，启动全国性远程终端促销方案，通过狠抓终端表现，寻求渠道突破，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，2014 年公司销售客户中前五大客户占公司营业收入的 33%，较 2013 年变化不大。

保健品及其他

2014 年，公司保健食品业务仍以传统渠道为基础，通过“调方向、强执行、稳销量、促增长”等思路和措施，延续业务转型策略，有效减少初元因广告停播以及投入减少对产品的不利影响，实现良性运转。但由于市场投入不足、产品知名度不高、市场消费环境变化等，公司高端滋补保健品业务出现了较大下滑。保健品及其他板块全年实现营业收入 3 亿元，同比下降 20%；毛利率达到 62.09%，较上年下降 3.81 个百分点，但仍处于较高水平。

医药流通

公司医药流通业务主要通过和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。

2014 年，医药流通板块更加专注高盈利业务，退出部分低效益市场。全年实现营业收入 8.75 亿元，同比下降 29%；实现净利润 394 万元，同比增长 48%。

酒类业务

2014 年白酒行业持续低迷。面对行业现状，朴卡酒向杞浓酒转型，精简包装、提升品质、下调价格、调整定位。但由于行业低迷及区域强势品牌的影响，杞浓酒招商及销售仍不理想，全年仅实现营业收入 1,116 万元，同比下降 23%。

总体看，2014 年，公司通过营销创新和产品研发，有力地促进了非处方药品的销售，同时通过成本控制提升了非处方药品的毛利率；公司保健品业务基本平稳，酒类业务受行业影响经营情况一般，医药流通业务由于业务调整导致收入明显下降，但利润有所回升。

四、财务分析

1. 财务概况

公司 2013 年、2014 年财务数据已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的审计报告，跟踪期内公司投资设立全资子公司江中杞浓酒业有限责任公司并纳入合并报表，注销全资子公司赣州恒生酒业有限公司并不再纳入合并报表。联合评级认为，公司的合并报表范围虽有变化，但均系公司全资子公司增减且经营规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 33.27 亿元，负债总额 11.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.33 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 28.34 亿元，净利润（含少数股东损益）2.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.65 亿元，经营活动产生的现金流量净额 3.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.06 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 33.49 亿元，负债总额 11.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.98 亿元。2015 年一季度公司实现合并营业收入 6.23 亿元，净利润（含少数股东损益）0.65 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.37 亿元。

2. 资产质量

由于流动资产增加较快，公司资产规模较上年有所上升，2014 年底公司资产总额为 33.27 亿元，较上年增加 11.18%。从资产构成上看，2014 年公司资产总额中流动资产和非流动资产的占比分别为 62.81%和 37.19%，公司资产中流动资产的占比较年初有所上升。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 20.90 亿元，流动资产构成较上年变化不大，仍以货币资金（占 28.98%）、应收票据（36.91%）和存货（14.97%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金余额为 6.06 亿元，较上年末大幅下降 14.86%，主要系年内公司对外发放委托贷款 1.6 亿元，同时公司购建固定资产支出同比增加所致；受公司客户以银行承兑汇票方式回款增加影响，2014 年底应收票据账面金额为 7.71 亿元，较上年末增加 44.69%；公司存货账面金额为 3.13 亿元，主要为原材料（占 30.83%）和库存商品（占 58.23%）；较上年末下降 6.60%，主要是因为本报告期公司计提了存货跌价准备 0.39 亿元所致，其中：公司酒类产品因出现滞销，市场销售价格下跌，导致酒类产品计提了存货跌价准备 0.37 亿元（主要为原材料计提了 0.26 亿元、库存商品计提了 0.09 亿元）；公司年末应收账款净额 1.12 亿元，较年初增加 70.58%，主要是子公司江西九州通对医院直销收入增大，帐期较长所致；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。截至 2014 年底公司非流动资产合计为 12.37 亿元，较年初下降 1.30%。从非流动资产构成上看，截至 2014 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 58.71%和 30.26%。其中 2014 年末固定资产净额 7.26 亿元，较上年末下降 6.02%，主要由房屋建筑物和机器设备构成，公司累计折旧余额 4.82 亿元，固定资产成新率 60.10%，成新率一般；无形资产账面价值 3.74 亿元，较上年末微升 0.85%，主要由土地使用权构成。

2015 年 3 月末，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，2015 年一季度末公司应收账款较年初增长 56.52%，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，但货币资金规模有所下降，应收账款等增长较快，流

动资产变现能力有所下降，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盈利能力较强，公司资产质量尚属较好。

3. 负债及所有者权益

受公司流动资产快速增长的影响，2014 年公司负债总额明显上升，截至 2014 年底，公司负债总额 11.94 亿元，同比上升 38.96%，其中流动负债 6.83 亿元，占 57.21%，非流动负债 5.11 亿元，占 42.79%。

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 26.40%、18.77%、15.35%、11.21%和 18.30%，流动负债的其他项目占比较小。

2014 年底，公司流动负债构成情况较上年变化较大，主要是短期借款和应付票据增速较快所致。截至 2014 年底，公司短期借款账面金额为 1.25 亿元，较上年末增加 400.00%，主要是公司增加银行借款所致；应付票据余额 1.28 亿元，较上年末增加 64.37%，主要是子公司江西九州通药业有限公司对供应商增加票据结算所致；应付账款账面金额为 1.80 亿元，较上年末增加 17.14%，主要系应付货款增加所致；预收账款账面金额为 1.05 亿元，较上年末增加 44.56%，主要系客户提前支付的货款规模上升。

跟踪期内，公司非流动负债规模变化不大，2014 年底，公司非流动负债账面金额为 5.11 亿元，同比上升 0.32%，主要以应付债券为主，占非流动负债的 97.52%。

截至 2015 年 3 月末，公司负债仍以非流动负债为主，公司负债结构较年初变化不大。

2014 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 2013 年底有所上升，2014 年底分别为 35.88%、26.05%和 18.93%，债务负担有所加重，但仍处于行业较低水平。

总体看，公司的负债规模不大，债务负担较低。

截至 2014 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 97.38%。跟踪期内，公司所有者权益构成有一定变化，主要是跟踪期内公司自二级市场回购 1,115 万股公司股票并注销，减少公司股本及资本公积所致。2014 年末，公司所有者权益以股本、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 14.44%、26.44%、8.17%和 50.95%，资本公积与未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

2015 年 3 月末，公司所有者权益结构与年初变化不大。

4. 盈利能力

2014 年，公司营业收入出现小幅增长，全年实现营业收入 28.34 亿元，较上年增加 2.03%，实现利润总额 3.34 亿元，同比上升 59.61%，实现净利润 2.67 亿元，同比增加 53.74%。

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，推动 2014 年主营业务毛利率大幅上升 15.09 个百分点至 52.66%。2014 年公司实现净利润 2.67 亿元，较上年增长 53.74%，实现归属上市公司股东的净利润 2.65 亿元，较上年增长 53.75%。

费用方面，2014 年公司产品营销投入明显增加，导致销售费用同比增加 30.54%；2014 年管理费用同比增长 10.69%，主要是薪酬福利和行政开支增加。受上述因素推动，2014 年公司费用收入比为 38.26%，较上年上升 7.53 个百分点。

从盈利指标看，由于 2014 年公司盈利能力明显提升，公司净资产收益率、总资产报酬率分别为 12.51%和 11.81%，均较上年明显上升，并处于良好水平。

2015 年一季度，公司经营情况良好，实现营业收入 6.23 亿元，同比下降 10.97%，受公司广告费用下降影响，公司销售费用同比下降 26.65%，公司 2015 年一季度实现营业利润 0.78 亿元，同

比增加 25.16%，实现净利润（含少数股东损益）0.65 亿元，同比增加 21.77%。

总体看，跟踪期内公司利润率明显提升，导致公司整体盈利能力显著增强。

5. 现金流

公司销售商品提供劳务收到的现金明显增加，2014 年销售商品、提供劳务收到的现金为 22.49 亿元，较上年增加 25.84%。从现金收入比看，近两年公司现金收入比分别为 64.34%和 79.36%，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。2014 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大幅下降，主要是与江中集团往来款减少所致。受上述因素影响，2014 年公司经营活动现金流净额为 3.57 亿元，较上年增加 218.81%。公司经营活动现金流状况有所好转。

2014 年，受公司购建固定资产投入较多影响，公司投资活动现金流净流出 2.59 亿元。由于公司偿还债务、分配股利，以及支付其他与投资相关的现金等因素，公司筹资活动现金流净流出 2.03 亿元。

2015 年一季度，公司经营活动现金净流入 0.93 亿元；投资活动现金净流出 0.53 亿元；筹资活动现金净流出 214.87 万元。公司现金流基本正常。

总体看，由于收入及利润规模扩大，公司经营性现金流入明显上升，公司投资性现金流及筹资性现金流均呈现净流出状态，整体上公司现金流状况一般。

6. 偿债能力

2014 年底公司短期偿债能力指标中流动比率、速动比率分别为 3.06 和 2.60，较上年均明显下降，主要是跟踪期内公司流动负债规模快速增长所致；经营现金流动负债比率为 52.24%，较上年上升 20.25 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，2014 年受公司利润水平上升的影响，公司 EBITDA 为 4.63 亿元，较上年增加 35.38%，受此推动，公司 EBITDA 全部债务比较上年上升至 0.62 倍，EBITDA 利息倍数较上年上升至 11.94 倍，EBITDA 对公司全部债务和利息的保障程度较高。考虑到公司 OTC 片剂及液体剂项目盈利能力较强，未来公司整体偿债能力有望保持良好水平。

根据中国人民银行出具的编号为 B201504090073988224 的企业信用报告，截至 2015 年 4 月 9 日，公司无未结清不良贷款。

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，积极调整营销策略、开发和推广新产品，营业收入有所回升，受益于成本控制得力，毛利率回升明显，整体盈利能力增强。公司所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势明显；公司财务结构稳健，资产质量较好，经营活动现金流状况良好，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、白酒行业景气度低迷以及医药流通业务调整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
2013 年~2015 年 3 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：				
货币资金	71,118.80	60,552.65	-14.86	64,285.94
交易性金融资产	0.00	0.00		0.00
应收票据	53,309.53	77,135.93	44.69	66,230.86
应收账款	6,560.89	11,191.33	70.58	17,516.51
预付款项	8,643.40	10,485.23	21.31	9,586.37
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	744.79	2,045.58	174.65	1,981.82
存货	33,494.91	31,282.74	-6.60	32,010.64
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	16,267.96		20,067.33
流动资产合计	173,872.32	208,961.42	20.18	211,679.47
非流动资产：	0.00	0.00		0.00
可供出售金融资产	110.00	110.00	0.00	110.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	5,612.80	5,700.84	1.57	5,653.64
投资性房地产	0.00	0.00		0.00
固定资产	77,292.21	72,641.65	-6.02	71,423.73
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
在建工程	2,520.24	2,272.26	-9.84	3,259.64
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
无形资产	37,127.25	37,444.62	0.85	37,178.62
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	1,150.56	497.67	-56.75	334.44
递延所得税资产	1,041.01	1,165.55	11.96	1,357.59
其他非流动资产	513.32	3,906.99	661.12	3,935.18
非流动资产合计	125,367.40	123,739.58	-1.30	123,252.84
资产总计	299,239.72	332,701.00	11.18	334,932.31

附件 1-2 江中药业股份有限公司
2013 年~2015 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	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：				
短期借款	2,500.00	12,500.00	400.00	12,500.00
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	7,800.00	12,821.15	64.37	14,055.15
应付账款	15,389.76	18,028.05	17.14	20,059.74
预收款项	7,252.55	10,484.11	44.56	8,296.71
应付职工薪酬	3,319.68	7,656.42	130.64	2,023.74
应付福利费	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	-5,585.57	1,205.16		71.44
应付利息	172.18	189.26	9.92	891.20
应付股利	0.00	0.00		0.00
其他应付款	3,259.82	3,365.75	3.25	2,795.71
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	877.33	2,047.86	133.42	3,258.22
流动负债合计	34,985.75	68,297.76	95.22	63,951.91
非流动负债：				
长期借款	0.00	0.00		0.00
应付债券	49,657.34	49,823.97	0.34	49,867.14
长期应付款	0	0.00		0.00
专项应付款	0	18.84		18.84
递延收益	1,271.66	1,246.63	-1.97	1,240.38
递延所得税负债	0	0.00		0.00
其他非流动负债	0	0.00		0.00
非流动负债合计	50,929.00	51,089.44	0.32	51,126.36
负债合计	85,914.75	119,387.20	38.96	115,078.27
所有者权益：				
股本	31,115.00	30,000.00	-3.58	30,000.00
资本公积	71,492.48	54,919.05	-23.18	54,919.05
减：库存股	0.00	0.00		0.00
专项储备	0.00	0.00		0.00
盈余公积	16,964.19	16,964.19	0.00	16,964.19
未分配利润	88,362.74	105,847.53	19.79	112,221.31
外币报表折算差额	0.00	0.00		0.00
归属于母公司所有者权益合计	207,934.41	207,730.77	-0.10	214,104.55
少数股东权益	5,390.56	5,583.03	3.57	5,749.49
所有者权益合计	213,324.97	213,313.80	-0.01	219,854.04
负债和所有者权益总计	299,239.72	332,701.00	11.18	334,932.31

附件 2 江中药业股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
一、营业收入	277,786.13	283,412.43	2.03	62,253.23
减: 营业成本	173,090.89	133,768.91	-22.72	32,016.86
营业税金及附加	2,266.96	3,184.62	40.48	450.95
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	69,017.95	90,098.77	30.54	18,618.08
管理费用	13,573.11	15,023.44	10.69	2,187.75
财务费用	2,767.09	3,319.03	19.95	799.11
资产减值损失	321.63	4,855.87	1,409.77	340.05
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	0.00	0.00		0.00
投资收益 (损失以“-”号填列)	3,486.30	-169.02	-104.85	-47.20
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-162.31	-169.02		-47.20
汇兑收益 (损失以“-”号添列)	0.00	0.00		0.00
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	20,234.80	32,992.77	63.05	7,793.23
加: 营业外收入	1,059.76	690.91	-34.81	40.83
减: 营业外支出	340.13	239.33	-29.64	8.92
其中: 非流动资产处置损失	24.20	13.97	-42.27	0.48
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	20,954.44	33,444.35	59.61	7,825.14
减: 所得税费用	3,602.74	6,767.09	87.83	1,284.90
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	17,351.70	26,677.26	53.74	6,540.24
其中: 归属于母公司所有者的净利润	17,225.54	26,484.80	53.75	6,373.77
少数股东损益	126.16	192.46	52.55	166.47
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.55	0.87	58.18	0.21
(二) 稀释每股收益	0.55	0.87	58.18	0.21
六、其他综合收益	0.00	0.00		0.00
七、综合收益总额	17,351.70	26,677.26	53.74	6,540.24
归属于母公司所有者的综合收益总额	17,225.54	26,484.80	53.75	6,373.77
归属于少数股东的综合收益总额	126.16	192.46	52.55	166.47

附件3 江中药业股份有限公司
2013年~2015年3月合并现金流量表
(单位:人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 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	178,735.58	224,927.70	25.84	58,873.73
收到的税费返还	0.00	0.00		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	348,693.42	121,592.76	-65.13	34,245.68
经营活动现金流入小计	527,429.00	346,520.46	-34.30	93,119.41
购买商品、接受劳务支付的现金	51,121.00	82,747.13	61.87	20,632.96
支付给职工以及为职工支付的现金	26,219.58	26,573.10	1.35	11,574.90
支付的各项税费	33,325.13	28,752.85	-13.72	8,309.54
支付其他与经营活动有关的现金	405,571.41	172,766.90	-57.40	43,324.91
经营活动现金流出小计	516,237.12	310,839.98	-39.79	83,842.31
经营活动产生的现金流量净额	11,191.88	35,680.48	218.81	9,277.10
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	0.00		0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	334.60		381.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4,264.69	14.89	-99.65	12.41
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流入小计	4,264.69	349.49	-91.80	394.31
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,459.17	10,233.28	58.43	1,723.25
投资支付的现金	0.00	16,000.00		4,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	18.50		0.00
投资活动现金流出小计	6,459.17	26,251.78	306.43	5,723.25
投资活动产生的现金流量净额	-2,194.49	-25,902.29		-5,328.94
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00		0.00
取得借款所收到的现金	2,500.00	26,230.00	949.20	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	2,500.00	26,230.00	949.20	0.00
偿还债务支付的现金	23,000.00	16,230.00	-29.43	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,742.87	12,398.85	-2.70	214.87
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	17,945.49		0.00
筹资活动现金流出小计	35,742.87	46,574.34	30.30	214.87
筹资活动产生的现金流量净额	-33,242.87	-20,344.34		-214.87
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	-24,245.47	-10,566.15		3,733.29
加：期初现金及现金等价物余额	95,364.27	71,118.80	-25.42	60,552.65
六、期末现金及现金等价物余额	71,118.80	60,552.65	-14.86	64,285.94

附件 4 江中药业股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	17,351.70	26,677.26	53.74
加: 资产减值准备	321.63	4,855.87	1,409.77
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,426.14	6,559.51	-11.67
无形资产摊销	1,960.06	1,747.75	-10.83
长期待摊费用摊销	235.31	652.90	177.46
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)	16.48	12.31	-25.30
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	
财务费用(收益以“—”号填列)	3,525.25	3,582.57	1.63
投资损失(收益以“—”号填列)	-3,486.30	169.02	
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	173.75	-124.54	-171.68
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	0.00	0.00	
存货的减少(增加以“—”号填列)	936.86	-1,664.20	-277.64
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-9,071.58	-2,802.66	
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-8,197.42	-3,985.31	
其他	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	11,191.88	35,680.48	218.81

附件 5 江中药业股份有限公司

主要财务指标

项 目	2013年	2014年	2015年3月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	52.16	29.06	3.98
存货周转次数 (次)	5.05	3.86	0.95
总资产周转次数 (次)	0.89	0.90	0.19
现金收入比率 (%)	64.34	79.36	94.57
盈利能力			
总资本收益率 (%)	7.59	10.88	2.64
总资产报酬率 (%)	7.89	11.81	2.70
净资产收益率 (%)	8.29	12.51	3.02
主营业务毛利率 (%)	37.57	52.66	48.22
营业利润率 (%)	36.87	51.68	47.85
费用收入比 (%)	30.73	38.26	34.70
财务构成			
资产负债率 (%)	28.71	35.88	34.36
全部债务资本化比率 (%)	21.94	26.05	25.79
长期债务资本化比率 (%)	18.88	18.93	18.49
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.51	11.94	-
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.57	0.62	-
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.19	0.47	0.12
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.15	0.13	0.05
流动比率 (倍)	4.97	3.06	3.31
速动比率 (倍)	4.01	2.60	2.81
现金短期债务比 (倍)	12.08	5.44	4.91
经营现金流动负债比率 (%)	31.99	52.24	14.51
经营现金利息偿还能力 (倍)	3.11	9.21	7.83
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	2.50	2.52	3.33

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。