

信用等级公告

联合[2012]043 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拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 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：

二零一二年五月十五日

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 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

公司主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 5 亿元 (含 5 亿元)

债券期限: 不超过 5 年 (含 5 年)

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 5 月 15 日

主要财务数据:

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	15.98	25.06	25.89
所有者权益(亿元)	10.73	17.79	19.18
长期债务(亿元)	0.80	0	0
全部债务(亿元)	2.85	2.41	2.06
营业收入(亿元)	18.90	25.64	26.47
净利润(亿元)	1.99	2.62	2.32
EBITDA(亿元)	3.31	3.87	3.59
经营性净现金流(亿元)	3.78	2.22	1.68
营业利润率(%)	61.57	43.17	32.68
净资产收益率(%)	19.32	18.36	12.55
资产负债率(%)	32.84	29.01	25.92
全部债务资本化比率(%)	20.98	11.91	9.71
流动比率	1.58	2.12	2.19
EBITDA 全部债务比	1.16	1.61	1.74
EBITDA 利息倍数(倍)	15.67	29.26	25.58
EBITDA/本期发债余额(倍)	0.66	0.77	0.72

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

分析师

金磊

电话: 022-58356961

传真: 022-58356989

邮箱: jinlei2011@sina.com

张连娜

电话: 022-58356917

传真: 022-58356989

邮箱: zhanglianna@lianheci.com

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对江中药业股份有限公司 (以下简称“公司”或“江中药业”) 的评级反映了公司作为国内知名制药企业, 在非处方药业务所具备的规模、品牌、技术和营销渠道优势; 保健食品业务作为公司新增业务, 近年来快速发展, 具备较大的市场发展潜力; 同时联合评级也关注到原材料价格变动较大、国内非处方药品市场竞争激烈, 公司盈利水平变化等因素对公司的不利影响。

目前, 中国医药市场容量大, 发展速度较快, 作为医药类上市企业, 公司面临较好的发展机遇。未来, 随着公司 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目的建成投产, 公司整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 中药行业受政府大力支持, 近年来增长迅速, 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. 公司品牌知名度高, 产销规模较大、主导产品国内市场占有率较高。
3. 公司自主研发实力较强, 生产设备及工艺技术水平较高, 多个产品曾获省级或市级新产品奖项, 具有一定的技术研发优势。
4. 公司建立了覆盖广泛的营销网络, 保证了中成药产品的市场覆盖率, 并为保健食品的营销扩张打下了良好的市场基础。
5. 公司目前债务负担较轻, 财务结构较为稳健。

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. 近年来，中成药原材料市场价格波动剧烈，在一定程度上挤压了公司的利润空间。
3. 公司研发储备的创新保健品及功能食品众多，产品拓展情况值得关注。

信用评级报告声明

- 除因本次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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用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。
- 本信用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。
- 本信用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公司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。
- 江中药业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

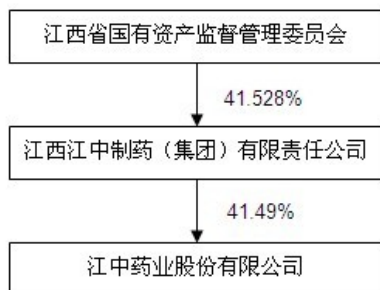
江中药业股份有限公司（以下简称“公司”或“江中药业”）前身为江西东风药业股份有限公司（以下简称：东风药业），东风药业于 1996 年 4 月由江西东风制药有限责任公司独家发起，采取募集方式设立。1996 年 9 月，东风药业完成首次公开发行股票并上市，股票代码为“600750”。1999 年 10 月，东风药业实施配股。2002 年 2 月，公司更名为“江西江中药业股份有限公司”，股票简称随之变更为“江中药业”，股票代码未变。

2006 年 5 月，公司实施股权分置改革，公司控股股东江西江中制药（集团）有限责任公司（以下简称“江中集团”）向流通股股东每 10 股流通股支付对价 3.2 股股票。本次股改后，公司总股本为 14,611.2 万股，控股股东江中集团持有限售流通股 6,374.4 万股，占公司总股本的 43.63%，无限售流通股份为 8,376.8 万股。

2007 年，公司先后实施 2006 年度的每 10 股送 2 股转增 3 股方案及 2007 年中期每 10 股转增 3.5 股的方案，方案实施后公司股份总数为 29,587.68 万股，其中江中集团持有 12,908.16 万股。经中国证监会证监许可[2010]1711 号文核准，2010 年 12 月公司非公开发行股份 1,527.32 万股，发行后公司股份总数变更为 31,115 万股。

截至 2011 年底，公司股本总额为 31,115 万股，全部为无限售条件流通股份。公司控股股东为江中集团，持股比例为 41.49%，实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）。公司与控股股东及实际控制人之间的股权关系见下图。

图 1 2011 年底公司与控股股东及实际控制人股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司设有市场部、销售部、研发部、制造部、人力资源部、行政部、财务部、法务部、信息部、资产运营部、证券部和审计部等 15 个职能部门（见附件 1），拥有全资子公司 3 家，控股子公司 2 家。截至 2011 年底，公司拥有在职员工 3,676 人。

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（卫生许可证的有效期至 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 2011 年底，公司（合并）资产总额 258,882.00 万元，负债总额 67,110.93 万元，所有者权益（含少数股东权益）191,771.07 万元。2011 年公司实现合并营业收入 264,730.39 万元，净利润（含少数股东损益）23,196.32 万元。经营活动产生的现金流量净额 16,829.57 万元，现金及现

金等价物净增加额-21,099.16 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、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“江中药业股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元），债券存续期限不超过 5 年，本期公司债券按年付息，到期一次性还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券面值 100 元，按票面金额平价发行，采取网上与网下相结合的方式发行，票面年利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

2. 本期债券募集资金用途

2012 年 5 月 4 日，经公司 2011 年度股东大会审议决定，本期公司债券发行募集的资金，在扣除发行费用后拟用于归还银行贷款、补充流动资金。

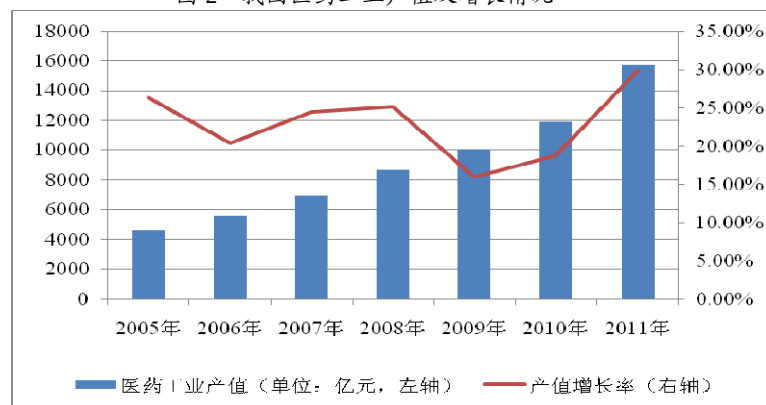
三、行业分析

公司属于制药行业，主要从事中成药、保健食品的生产经营以及医药流通商业。

1. 医药行业概况

医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率，2011 年实现产值 15,707 亿元，同比增长 28.5%。据《医药工业“十二五发展规划”》，在“十二五”期间我国药品市场总产值发展目标为年均增长 20%，医药行业未来较长时间内仍属发展前景广阔的朝阳行业。

图 2 我国医药工业产值及增长情况



资料来源：统计局、发改委，联合评级整理

医药行业具有如下特点：（1）研发技术投入大，产业化周期较长。发达国家行业平均研发投入占销售收入的比例约为 15%，医药产品从研发启动到获批一般周期为 5~10 年，创新类产品会更长；（2）医药行业具有较强的抗周期性，较少受宏观经济波动影响，也无明显的区域性，但部分医药产品随疾病特征而有一定的季节性；（3）医药销售模式主要区分为处方药和非处方药（OTC）

两种不同的销售渠道和市场（见下表），目前我国医药流通环节层级较多、费用较高；（4）专利技术等特殊资产对企业盈利情况有较大影响，一般来说，拥有独家研发专利的医药企业能够获得高于同行业平均水平的利润。

表 1 我国医药产品相关情况概览（按处方药及非处方药区分）

类别	非处方药（OTC 产品）	处方药
适用领域	解热镇痛、抗过敏、胃肠道用药、维生素及微量元素补充剂、外用皮肤科类药	涵盖全身各脏器、系统疾患
症状诊断	常见疾病典型症状，基本能自我诊断	需由医生严格诊断
监管	SFDA	SFDA
大众适用性及采购渠道	适用人群较广，但也需一定专业指导，在医院、药店等授权销售点采购	不具大众适用性，在医院等授权处方药销售点采购
产品定价	企业申报，国家定价，实际市场价格变动范围大，受国家定期干预	企业申报、国家定价。价格稳定，受政策干预
终端价格	中低价位（普药为主），品牌产品高于市场同类产品水平	价格差异大，主要与专利、品牌、生产工艺等密切相关
政策环境	趋向宽松、市场化	媒体、矛盾焦点，政策有趋紧预期
直接客户	消费者	处方医生
间接客户	药店店员、终端销售人员等	医院药剂科、药事委员会、招标办

资料来源：联合评级搜集整理。

2. 中药行业

中药按其工艺或加工程度不同分为中药材、中药饮片和中成药。其中中成药是以中草药为原料，经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品，包括丸、散、膏、丹各种剂型。

（1）行业概况

中药行业是我国医药行业的重要组成部分，进入 21 世纪以来发展迅速，中药工业产值过去十年的年复合增长率为 22%，略高于整个医药行业的增长率。中药行业占整个医药行业的比重较稳定，约为 26.5% 左右。根据国家统计局数据，2011 年我国中药工业产值 4,178.75 亿元，同比增长 37.9%，高于医药工业产值平均增长率 8.6 个百分点，占医药工业总产值的 27.81%。2011 年我国中药工业销售收入 4,232.39 亿元，占医药工业销售总额的 27.7%。

中药行业产业链包括上游的中药材、中药饮片，中游的中药材加工和中成药制造，下游主要供给于内需和出口。从价值分布情况来看，中药饮片毛利率约为 19.14%，中成药制造企业的毛利率各企业之间差异较大，2011 年平均毛利率为 31% 左右；下游医药流通毛利率一般在 5~9% 左右。中成药位于中药产业链的中游，是产业链中最关键的组成部分。

（2）原料情况

中药行业是典型的药材资源依赖性行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力，但药材涨价对不同子行业影响不同。一般而言，对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片）来说，由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。而对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，随着中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术的中药生产企业，若其产品属于国家鼓励的自主定价产品，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。

（3）业内竞争

目前国内中药企业同质化竞争较为严重，且多数为中小企业，销售收入达到十亿的大型中药

企业数目相对较少，产业集中度较低。从竞争力情况来看，拥有自有品牌或独家专利的中药企业在同业竞争中具有较大优势。

表2 国内主要中医药类上市公司 2011 年基本情况一览（单位：亿元）

名称	地点	主业范围	营业收入	净利润	主要优势
云南白药	云南昆明	中成药	113.12	12.10	治疗跌打损伤的名牌产品，为国家绝密级中药保护品种。中药制剂产品线丰富（以云南白药系列和天然药物系列为主，共 19 个剂型、300 余个品种）。公司在云南武定和云山拥有三七种植基地。
天士力	天津	中成药	65.69	6.40	中药材原料优势，产品技术优势，心脑血管药物“复方丹参滴丸”等
同仁堂	北京	中成药	61.08	6.55	中药行业著名老字号，产业链完整，拥有药材加工基地，品牌为同仁堂等系列产品，产品线丰富。
康美药业	广东普宁	中药材及中药饮片	60.80	10.05	中药饮片行业龙头，产业链完整，拥有全资控股的三甲医院和药材基地，在北京和成都拥有中药饮片基地，产品系列丰富（20 多种化学药品及原料药，各类中药饮片 1,000 多种，12,000 多个品规）。
华润三九	广东深圳	各类制药产品	55.25	8.15	央企控股企业，股东为中国华润总公司。以 OTC（非处方药）、中药处方药、免煎中药、抗生素及普药为四大业务模块。核心产品包括 999 感冒灵、999 皮炎平、正天丸、参附注射液、新泰林等。公司在四川拥有药材加工基地。
健康元	广东深圳	医药保健品、中成药	47.91	4.91	保健品行业龙头企业，前身为深圳太太保健食品有限公司，相继收购丽珠医药集团等优质医药企业。产品线丰富，拥有太太口服液系列产品。
东阿阿胶	山东聊城	中成药、生物制药、保健食品	27.59	8.70	国内最大的阿胶及系列产品生产企业，生产经营中成药、保健品、生物药、药用辅料、医疗器械等 6 大产业门类的产品百余种。阿胶年产量、出口量分别占全国的 75%和 90%以上。复方阿胶浆为国家保密品种。
江中药业	江西	OTC、保健食品	26.47	2.32	国有控股企业，知名品牌，市场占有率较高，主要产品包括：“江中健胃消食片”、“江中草珊瑚含片”、“初元”、“亮嗓”、“参灵草”等。
康恩贝	浙江金华	化学原料药，化学药剂，中成药	21.23	5.25	在泌尿系统及心脑血管系统等领域拥有强势品牌，主要包括“康恩贝”、“前列康”、“天保宁”、“可达灵”、“珍视明”等众多中药知名品牌产品。

资料来源：联合评级搜集整理

(4)下游需求

内需方面，中医药在我国拥有丰富文化积淀，民众对传统中医药拥有很高认可度。中药在治疗疑难杂症方面优势明显，已逐步回归主流市场。由于中药具有疗效显著、功能作用广泛、效果持久，无残留、无耐药性等优点，且其安全性和有效性均在历史中得到验证，随着人们健康观念

的转变，未来中药行业将继续保持快速发展趋势。

出口方面，近年来中药海外市场也呈逐步扩大的趋势，出口市场主要是日本、中国香港、美国以及韩国等，但国产中药出口仍以低端中药为主。据中国医药保健品进出口商会综合处提供的具体数据显示，2011年1~11月我国中药类产品进出口额27.45亿美元，同比增长37.98%。其中，出口20.98亿美元，同比增加39.84%。随着国际市场对绿色产品需求的持续增长，中药产品在出口方面将继续保持增势，国产中药在海外的市场呈逐步扩大趋势，但国产高端中成药在国际上的认可度有待进一步提升。

(5)行业政策

中药行业的相关政策与整体医药行业具有一致性，主要体现在相关药品生产许可、药品质量、药品定价、药品注册、中药保护、药品分类管理等（如下表）。2009年以来，随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的出台，我国第五次医改逐步深入展开。

表3 我国医保行业相关政策情况

主要环节	相关制度	备注
研发过程	《药物临床试验质量管理规范》	中药产品研发过程；为药品生产商的认证。
	《药物非临床研究质量管理规范》	
药品生产许可	《药品生产许可证》	经药监部门批准，企业凭《药品生产许可证》到工商行政管理部门办理登记注册
质量管理	《药品生产质量管理规范》GMP	规范药品制造过程，只有持有认证证书的企业才能进行认证范围内的药品生产。
	《中药材生产质量管理规范》GAP	规范中药材种植、生产过程。
	《药品经营质量管理规范》GSP	规范中药流通过程，对药品经营单位、药房、药品批发公司的认证。
药品注册管理	《药品注册管理办法》、《中药注册补充管理规定》	2007年10月1日，出台新药注册管理办法，2008年1月，《中药注册补充管理规定》发布并实施。
优质优价政策	《药品政府定价办法》	区别GMP与非GMP药品、原研制与仿制药品、新药和名优药品与普通药品定价，优质优价。
中药保护制度	《中药品种保护条例》	将受保护药品分为一级保护和二级保护，一级保护期为三十年~十年；二级保护期均为七年。被批准保护的中药品种，在保护期内仅限于获得中药保护品种证书的企业生产。
医疗保险药品管理制度	《城镇职工基本医疗保险用药范围管理暂行办法》	通过《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》管理基本医疗保险用药范围。
药品分类管理	《中华人民共和国药品管理法》	实行处方药和非处方药分类管理制度。通过监督管理，规范药品生产、经营行为，保护公众用药安全。

资料来源：联合评级搜集整理。

新医改政策的出台，明确了我国医疗卫生的公共品性质，强化了政府责任与投入；引导我国医疗诊疗模式从“治疗”模式向“预防-治疗-康复”模式变化。未来新医改将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。

从中医药细分行业看，我国自1996年就提出中药现代化发展战略，提出要把中药产业作为我国重大战略产业加快其发展。2009年开始国家对中药行业加大了扶持力度，为整个行业注入了加速剂。2009年11月人保部发布09版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新调入品种共计277个，其中中药品种新增164个，显著大于西药新增幅度，显示国家对中药产业的大力扶持。医保扩容是促进中药行业发展的主要催化剂，对优质中药企业具有较大的提升促进作用。

(6)未来发展

未来中药企业有三个主要发展方向：一是走处方药的路线；二是走保健产品的路线，向保健食品、药妆、日用品等领域扩张；三是走 OTC 产品路线。根据中国 OTC 协会预计，2014 年我国 OTC 市场规模将达到 1,923 亿元，国内 OTC 市场发展潜力巨大。近年来中药在 OTC 市场的占比稳步提升，中药饮片增长最快，年均增长率约为 30%，中药饮片及中药配方颗粒未来有望成为 OTC 市场的生力军。保健产品方面，保健食品行业近 5 年年均复合增长率超过 30%，据卫生部原副部长、中国医疗保健国际交流促进会名誉会长曹泽毅先生称，截至 2011 年，我国保健品行业年产值已达 7000 亿元。我国素有药食同源的历史，品牌中药保健化将是大势所趋。未来走保健产品路线和 OTC 路线的中药企业所面对的市场更为广阔，有相对自主的定价权，在国家“十二五”规划中提高居民消费能力的大前提下，后两者均会明显受益于消费升级和内需拉动，未来发展前景最为广阔。

3. 医药商业

(1)行业概况

医药商业是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。医药流通企业主要通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润。

改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。我国医药商业销售总额在 2004~2009 年期间复合增长率达到 15.54%，远高于同期的 GDP 增速。根据商务部对 2011 年度药品流通行业运行情况统计，我国药品流通市场消费需求活跃，行业保持稳步增长，我国七大类医药商品销售总值为 8,360 亿元，较上年同期增长 18%。

(2)业务运营

医药流通业分为分销和零售，其中分销又可以分为批发（调拨）、纯销（针对医院市场）和快批（针对基层卫生机构和农村市场）。从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占销售额的50%以上。2011年我国医院药品市场年销售药品规模约为5,379亿元，增幅达到19%。改革开放以来，全国医药商业类企业合计销售规模（包括药品、医疗器械以及医用耗材等）不断扩大，其中主要以药品分销为主。

(3)业内竞争

医药流通企业经历了 1984 年至 1999 年的急剧扩容和无序竞争阶段后进入了竞争程度更高的阶段并形成了全国性和区域性垄断结合的竞争格局。2010 年以来，我国药品零售市场进一步集中，市场规模继续扩大，药店的多元化经营比重进一步加大，大型连锁药店通过兼并重组不断从区域性连锁渐渐走向全国性连锁。

目前医药商业市场主要集中在国药控股集团、九州通、上海医药股份和南京医药股份等企业（见下表）。根据中国医药商业协会的数据，预计我国医药商业前 10 名企业的市场份额将由 2009 年的 36%上升到 2012 年的 46%。随着新医改方案陆续推出，市场竞争环境日趋激烈，以国药控股、上海医药、九州通、南京医药为代表的几家医药商业批发商，将凭借各自优势在珠三角、长三角和首都经济圈大力发展，有望成为全国性的商业龙头企业。广州医药、北京医药股份、重庆

医药股份等企业也在积极扩张，占据区域市场份额，有望成为区域性龙头企业。未来在市场激烈竞争的环境下，我国药品批发企业数量不断减少，医药商业流通企业规模不断壮大，医药商业市场集中度将不断提高。

表 4 2010 年度我国前十大医药商业企业销售收入及市场份额

企业名称	销售收入（亿元）	市场份额
中国医药集团总公司	529.68	11.27%
上海市医药股份有限公司	223.65	4.76%
九州通集团有限公司	190.41	4.05%
南京医药股份有限公司	147.80	3.15%
广州医药有限公司	126.28	2.69%
安徽华源医药股份有限公司	121.55	2.59%
北京医药股份有限公司	80.81	1.72%
重庆医药股份有限公司	79.03	1.68%
重庆桐君阁股份有限公司	71.24	1.52%
四川科伦医药贸易有限公司	55.20	1.17
合计	1,625.65	34.6%

资料来源：中国医药商业协会，爱建证券。

(4)行业政策

从政策上看，《国家基本药物制度》、《药品招投标政策》、《GSP管理政策》等对医药行业流通企业影响较为直接。根据《国家基本药物制度》，作为基本药物将实行省级网上公开招标采购、统一配送，流通环节差价率将有所降低，同时规模较大，软硬件实力强的流通企业业务有望进一步拓展至基层医疗市场；《药品招投标政策》使政府采购组织形式向省、市级集中，未来区域性市场格局有可能得到强化；《医疗保障制度》提到“完善支付制度，积极探索实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式”将促进质优价廉药品的使用，对医药流通环节中依靠医院资源的中间代理人起到打压作用；《GSP管理政策》趋于严格，小型医药流通企业面临较大压力。

2010 年 8 月，商务部针对《2011~2015 年全国医药流通行业发展规划》完成草案制定。规划主要包括推动药品流通行业结构调整、鼓励药品流通企业兼并重组、支持第三方物流、合理制定商业企业分级评估标准、限期制定全国统一的药品编码、完善药品冷链建设和支持电子商务等 9 项基本内容。总体看，规划的出台将推动行业标准和配套政策加快出台，推动行业的第二轮整合，提高行业集中度，大型医药商业企业将受益，地方龙头商业流通企业也将有新的机会。

(5)未来发展

新医改将拉动国内医药商业规模进一步提升

医药商业是新医改背景下长期增长的医药子行业，行业整体受益于新医改拉动的药品市场扩容。目前我国新农合参合率已达 90%以上，社区医疗已启动，拉动药品消费效果已显现。

行业集中度提高是长期趋势，医药商业毛利率会有所下降

新医改明确提出要提高医药流通行业的集中度，未来国家将通过市场机制和经济手段引导大型企业通过收购、参股等方式扩大规模，提高行业集中度，在大量中小商业企业整合的同时，排名靠前的企业之间的竞争也会加剧。此外，目前我国医药商业企业费用率平均为 6.5%，高于美国医药龙头企业费用率 2%的水平，物流成本还有较大下降空间。未来随着医药流通环节进一步规范，医药商业毛利率将有所下降，大企业规模优势将进一步凸显。

综上，联合评级认为，从中期看未来新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。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。整体来看，我国医药行业未来面临良好发展前景。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家集中成药和保健品研制、生产及销售于一体的大型品牌企业，是国家512户重点国有大中型企业和国家中医药管理局五十家重点扶持企业之一，是江西省重点高新技术企业。公司为国家GMP认证企业，并已通过了ISO9001、ISO14001和OHSAS18001（职业健康安全管理体系）等相关认证体系。

在品牌建设方面，2006年“江中”商标、2012年“初元”商标均被国家工商总局认定为中国驰名商标。2007年，“江中”品牌被世界品牌实验室评为2007年“中国最具影响力品牌”医药类前三强，同年公司被国家科技部、国资委和全国总工会共同确定为国家级创新型试点企业。根据中国非处方药药物协会非处方药生产企业和产品品牌统计的调研结果，2009年江中牌健胃消食片已成为国内中药消化类非处方药第一品牌。

公司的主导产品“江中牌健胃消食片”销售额多年位居国内中药非处方药排名第一位；江中牌草珊瑚含片市场占有率位列国内咽喉用药前列。公司生产的初元口服液产品，品牌知名度较高，产品市场定位准确，自上市以来收入规模迅速增长，2011年销售收入超过3亿元，年均销售增长率达到86%。目前，公司还在积极培育、拓展“参灵草”、“朴卡”等多款市场反响良好的保健品新产品，未来公司在保健品业务的收入规模有望继续快速增长。

在营销渠道建设上，公司建立了完善的非处方药营销体系、销售网络，竞争优势明显。公司在全国拥有的一级经销商覆盖了除西藏外所有省、市、自治区，二、三级签约分销商近千家，覆盖全国地市及县乡市场，中成药可控终端约13万家，保健品覆盖超市、大卖场及药店累计达近10万家。为构建医药营销过程中的价值链，公司将渠道的重心定位于经销商和终端网络的建设，同时建立终端队伍直接对零售终端进行支持与服务，不仅提高了产品的覆盖率，而且提升了产品的单店销量和市场占有率，使企业资源在一级经销商、分销商、零售终端各环节进行优化配置，加快了市场开发速度，提高了市场开发效率。

总体看，公司在所属行业规模较大，品牌知名度较高，主导产品在细分市场占有率排名前列，营销渠道优势明显，整体竞争力较强。

2. 技术水平

公司凭借多年实践经验，探索出中成药大规模生产并保持产品优良品质的分子筛提取工艺技术，同时应用喷雾干燥技术、一步造粒技术、薄膜包衣技术等关键技术，采用高效液相色谱法化学指标控制和生物学指标控制相结合的方法，解决了传统中药制药工艺的关键技术问题，使中药产品的质量、口味均得到提升，逐步形成了产品规模化、质量检测控制方法现代化、技术创新与进步持久化的主导技术特色。公司的健胃消食片已成为国内中药消化类非处方药中的畅销药品，复方草珊瑚含片是国内最早利用草珊瑚的抗菌作用制成的治疗急性咽喉炎的中药含片。

公司的技术来源主要为自主研发，截至2011年底，公司共拥有专利196个，其中发明专利35

个，实用新型专利4个，外观设计专利157个，目前公司正在审理中的专利62个。近年来，公司被评为国家创新型企业、高新技术企业，研发项目也获得了国家、省、市级多项奖项，其中获得国家、省、市级科学技术进步奖7项，国家、省、市级优秀新产品奖7项，省自主创新产品奖9项。

2011年，公司多项研究获得了专业认可，其中“健胃消食片的质量控制方法”专利荣获江西省政府专利奖，“复合肽的研究”项目荣获轻工部科技进步一等奖；江中保健食品研发创新团队也获得了“江西省科技创新优势团队”称号。

从生产设备的技术水平上看，公司拥有包括德国FETTE公司的P3200型压片机、德国UHLMANN公司的UPS1070全自动铝塑包装生产线、意大利IMA公司的1000型沸腾制粒机和700型无孔包衣机等国际先进的制药设备、检测仪器，全部设备均是由计算机系统控制，主导产品生产线的产品质量、自动化程度、生产效率均达到国际领先水平。

总体看，公司自主研发能力较强，曾获国家、省、市多项奖项，生产设备及工艺技术水平较高，具有一定的技术研发优势。

3. 人员素质

公司高层管理人员均具有大学以上学历，其中大部分具有硕士学历和高级技术职称。

公司董事长钟虹光，1958年出生，硕士，主任中药师，国务院特殊津贴获得者，2008年当选第十一届全国人大代表，2008年被评为江西省优秀企业家，2011年被评为第五届江西省十大经济人物。钟虹光先生历任江中制药厂厂长、江西江中制药（集团）有限责任公司董事长、总经理；现任江西江中制药（集团）有限责任公司董事长、党委书记，江西中江地产股份有限公司董事长，现为公司董事长。

截至2011年底，公司在职员工3,676人，按照专业构成划分，生产人员占比26.06%，销售人员57.92%，技术人员占比7.86%，管理人员占比2.75%，财务人员1.41%，其他人员占比4.00%。

总体看，公司高层管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；员工结构合理，能够满足公司目前生产经营发展需要。

4. 外部环境

（1）税收优惠

江西省科学技术厅、江西省国家税务局、江西省财政厅、江西省地方税务局联合发文认定江中药业股份有限公司为高新技术企业，并于2011年10月9日颁发《高新技术企业证书》，有效期为三年，享受企业所得税优惠政策，税率15%。

（2）股东与政府支持

公司控股股东为江中集团，实际控制人是江西省国有资产监督管理委员会。江中集团成立于1998年6月，为国有控股公司。公司在经营发展过程中，得到了控股股东及地方政府的大力支持，有利于加强公司的整体竞争能力和抗风险能力。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上海证券交易所股票上市规则》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作。公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架；完善了股东大会、董事会、监事会、经营层相互制衡的管理体制；确保

所有股东能够充分行使自己的权利。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3人，独立董事人数占比已达到1/3。自上市以来历次股东大会的通知、召开方式、表决方式和决议内容均符合《公司法》和《上市公司股东大会规则》的有关规定，合法合规。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司设有市场部、销售部、研发部、制造部、人力资源部、行政部、财务部、法务部、信息部、资产运营部、证券部和审计部等15个职能部门。公司内部机构、岗位、编制设置合理，并合理划分其职责权限，坚持不相容职务相互分离，确保不同机构和岗位之间权责分明，相互制约，相互监督。

重大投资的管理方面，公司在《公司章程》中明确股东大会、董事会对重大投资的审批权限，制定相应的审议程序。公司成立了项目专项工作小组，对重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜进行专门研究和评估，对重大投资项目的执行进展进行监督。公司财务部门依法设置对外投资核算的会计科目，按照会计准则的规定进行投资业务核算，详尽记录投资项目的整个经济活动过程，对投资业务进行会计核算监督。公司切实加强对投资资金的支出和使用情况的监督检查，确保投资活动的准确性和及时性，保障公司的投资收益。

销售管理方面，公司设立了销售子公司负责产品的销售工作，合理分配母子公司之间在生产、物流、销售等方面的职责分工，明确了从产成品出库、物流配送至开具销售发票、确认销售收入实现过程的管理要求与操作规范；公司对年度销售计划进行科学规划和逐层细化，将经营指标落实到各销售单元，确保销售业务的顺利开展；同时，对招标、定价、签约、订单、信贷、开票、回款、发货等环节进行监督和控制，有效强化企业内部管理和规避市场风险。

会计控制方面，公司建立了对子公司财务会计工作的垂直管理模式及严格的成本控制和业绩考核制度。公司自2003年1月1日开始正式实施了SAP系统进行账务处理和控制管理，并通过合理设置会计科目和账簿规范对经济业务和经济活动的计量与核算，通过设置详尽的业务流程，实现内部控制的系统操作和实时管理，合理引导业务活动，优化管理方式，提高控制水平。

内部审计方面，公司单独设置了内部审计部门，直接对董事会负责。审计部配备了具有较高素质的审计师、会计师等专职工作人员，主要负责公司及下属控股子公司内部控制制度执行情况的检查监督，确保内部控制制度得到贯彻实施；定期和不定期对下属各子公司的财务、内部控制及其他业务进行例行和专项审计，通过开展经营活动审计、重点投资项目审计、财务收支情况审计、经济责任审计、会计核算及会计基础工作考核等，切实保障公司规章制度的贯彻执行，降低公司经营风险，强化内部控制，优化公司资源配置，完善公司的经营管理工作。公司董事会下设审计委员会，对审计部进行工作指导。对在审计过程中发现的重大问题，审计部可以直接向审计委员会或董事会汇报，督促改进和完善。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司成立以来一直专注于中成药的生产经营，2008年以来开始着力拓展保健品业务，但中成药类产品作为公司的主导产品，在主营业务收入和利润中一直占有较大份额。

2009~2011年，公司主营业务收入逐年上涨，年均增长率达到18.30%。从收入构成上看，作为公司主营业务收入主要来源的中成药产品收入在2011年出现了一定程度的下降，主要系为缓解2011年中成药原材料上涨所带来的成本压力，公司有计划的调整了生产政策并减少了中成药业务的营销费用投入，使得中成药业务实现的收入规模减少所致。公司医药流通业务在收入中的占比逐年增大，2011年公司主营业务收入中医药流通业务的占比达到了41.10%。保健食品（以下或称“保健品”）业务是公司近年来发展的重心之一，目前看该业务收入规模增长较快，2011年达到了56,453.99万元，在主营业务收入中的占比也增长至21.38%。

表5 公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

产品类别	2009 年		2010 年		2011 年	
	收入	比例（%）	收入	比例（%）	收入	比例（%）
中成药	126,687.32	67.16	137,361.83	53.67	99,057.82	37.52
医药流通	37,767.23	20.02	88,477.88	34.57	108,511.35	41.10
保健食品及其他	24,188.90	12.82	30,101.78	11.76	56,453.99	21.38
合计	188,643.45	100	255,941.49	100	264,023.15	100

资料来源：公司提供

受公司医药流通业务收入大幅增长及中成药产品收入下降、毛利率下滑影响，近三年公司主营业务的毛利率呈下降趋势。从业务实现的毛利情况看，2011年医药流通虽为公司最大的业务收入板块，但其业务性质决定了其毛利水平较低，2011年公司医药流通业务的毛利率仅为3.05%；公司的中成药生产业务受国内药材涨价的影响，毛利率大幅下降，但目前仍维持在较高水平，2011年公司中成药业务的毛利率为42.82%；公司新增业务保健品的毛利率水平较高，毛利率水平一直维持在75%左右，体现了较强的盈利能力。

表6 公司销售毛利构成情况（单位：万元）

产品类别	2009 年		2010 年		2011 年	
	销售毛利	毛利率	销售毛利	毛利率	销售毛利	毛利率
中成药	98,414.17	77.68%	87,735.26	63.87%	42,412.23	42.82%
医药流通	1,173.05	3.11%	2,292.43	2.59%	3,313.05	3.05%
保健食品及其他	18,439.81	76.23%	22,191.39	73.72%	42,349.23	75.02%
合计	118,027.03	62.57%	112,219.08	43.85%	88,074.51	33.36%

资料来源：公司提供

2012年1季度，公司业务收入继续保持增长态势，实现主营业务收入85,408.45万元，主营业务毛利25,632.49万元，分别较上年同期增长61.17%和20.73%，毛利增幅低于收入增长幅度主要系产品构成变化所致。

总体看，公司主营业务收入呈增长态势，但受中成药收入规模下降、业务毛利率降低影响，公司的综合毛利水平大幅下降，考虑到公司正积极拓展保健食品业务，且保健食品业务毛利率水平较高，预计公司未来的业务收入规模和利润水平将有所提高。

2. 中成药和保健食品

（1）采购情况

从采购模式上看，公司原材料产品由采购部统一向国内厂商和经销商采购。公司大宗原药材、

原辅料、包装材料和燃料通过招投标的方式进行采购。

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。

公司中成药及保健品业务成本构成中原材料的占比较大，近年来维持在 50%以上。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。2010 年 5 月份以来，公司中成药业务主要原材料太子参的市场价格大幅增长，中成药和保健食品的原辅材料中山药等原辅材料也出现了不同程度的上涨，受此影响，2011 年公司原材料采购均价大幅增长，公司原材料成本压力显现。

从采购量上看，公司 2011 年中成药产品的原辅材料采购量明显下降，其中主要产品太子参的采购量大幅下降。2011 年受国内中药材市场价格大幅上涨影响，原材料成本大幅上升，根据市场情况，公司调整了生产政策，使得中成药产品的销量有所下降，受此影响公司中成药原材料的采购量同比大幅下降。2011 年公司保健食品原材料的采购量有所增长，主要系该业务产销量同比增长所致。

总体看，原材料成本大幅增长使得公司成本压力增大，公司与供应商合作关系良好，原材料获取途径稳定。

（2）生产情况

公司拥有国内一流的现代化中药生产车间，生产过程全部由计算机系统控制，主导产品生产线的产品质量、自动化程度、生产效率均达到国际领先水平。

公司产品主要分为片剂和口服液两种，截至 2011 年底，公司具备年产片剂 115.61 亿片、口服液 0.3 亿支的生产能力，从产能利用率上看，2009 年、2010 年公司中成药片剂的产能利用率维持在 100%以上，2011 年受市场影响，公司的中成药产品产量下降，使得当年的产能利用率下降至 74.83%。2011 年，公司保健品口服液的产能利用率达到 82.31%，产能利用率较高。

表 7 公司产品产能、产量、销量情况

产品分类		2009 年	2010 年	2011 年
中成药片剂	产能（亿片）	107.29	110.84	115.61
	产量（亿片）	113.55	128.67	86.51
	产能利用率	105.83%	116.08%	74.83%
	销量（亿片）	118.44	125.86	83.22
	产销率	104.31%	97.81%	96.20%
中成药及保健品口服液	产能（亿支）	0.20	0.30	0.30
	产量（亿支）	0.18	0.20	0.25
	产能利用率	89.08%	66.66%	82.31%
	销量（亿支）	0.17	0.20	0.25
	产销率	93.71%	98.96%	100.48%

资料来源：公司提供；文中产能利用率、产销率数据为公司提供，可能与表观计算有所差距，主要系四舍五入造成。

在安全生产方面，公司根据中药非处方药和保健品生产业务的特性，制订了安全生产的有关制度，并建造了满足安全生产的有关设施，设置了各类安全标识，较大程度的避免了出现安全隐

患的可能性。

在环境保护和污染治理方面，公司及其下属子公司按照各自生产特点和产品的具体情况，制订了环境保护工作管理制度，建造了三废污染物的处理设施。污染治理后的三废排放达到国家或地方环保部门规定的标准，均通过了环保验收或具有排污许可证。

总体看，公司生产计划制定有序，产销率较高，整体生产经营情况稳定。

（3）销售情况

从销售端看，公司的主要产品为中成药和保健品，其中中成药基本为非处方药，销售终端基本为连锁药店，保健品的销售终端基本为超市及卖场。公司的营销模式主要为经销制，即将产品出售给各经销商，由经销商通过其零售终端实现对消费者的销售。

公司中成药销售业务覆盖范围广泛，并与国内大部分地区的经销商建立了长期稳定的合作关系。其中，绝大部分经销商自身拥有较为完善的经销体系，业务多以调拨、批发为主，可对所在区域实现高密度覆盖。公司保健品业务方面覆盖的超市、大卖场及药店累计达近十万家。从销售客户上看，公司的销售客户主要为全国各省、市、地区的医药贸易公司，2011年公司销售客户中前五大客户占公司营业收入的19.34%，占比不高，且销售地区较为分散。

从销售量上看，公司主导产品“江中健胃消食片”一直保持着较大的销售规模，是公司中成药业务收入的主要来源，虽然受原材料成本影响，2011年公司江中健胃消食片的产量有所下降，但从长期考虑，作为中药类的胃肠类药物，其属天然原料、毒副作用小、口感好，符合助胃消化日常保健的传统需求，长期发展趋势较好。受保健品市场需求旺盛，以及“初元”等产品市场认可程度高的影响，公司保健品的销量较上年出现了大幅增长。

从产销率上看，受公司以销定产的生产模式影响，公司产品的产销率一直保持在较高水平，2011年公司片剂产品的产销率为96.20%，口服液产品的产销率为100.48%。

从销售价格上看，公司对所属产品拥有自主定价权，具有对原料成本转嫁的能力。从结算方式上看，公司生产的中成药和保健品主要采用经销商销售模式销售，具体表现为公司将产品销售给各地经销商，由各地经销商面向最终渠道进行销售。公司实际经营中以先款后货的现款销售方式为主。

总体看，公司通过多年形成的营销渠道，覆盖区域广泛，目前公司产品产销率较高，销售实现情况较好。

3. 医药流通业务

公司医药流通业务主要通过与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。2009年~2011年，公司医药流通业务收入年均增长69.50%，2011年公司实现商业流通业务收入108,511.35万元。

总体看，公司医药流通业务与九州通集团合作运营，目前业务规模不断增长，整体经营活动稳定。

4. 关联交易

公司关联交易主要体现在向关联方销售方面。公司向关联方销售主要是公司委托江西江中小舟医药贸易有限责任公司销售处方药产品（博洛克、痔康片等），委托销售价格的定价政策参照国内医药流通领域的代理行规制定，以公允的协商价格为定价基础。公司关联销售的金额较小，关联交易的形成，主要是公司正常生产经营的需要，在关联交易中公司严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序，关联交易定价和交易程序规范，总体看，公司关联交易的情况正常。

5. 经营效率

近年来，公司的主要经营效率指标波动略有下降，2011 年公司应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率分别为 122.51 次、6.03 次和 1.04 次。从同行业比较情况看（表 8），公司应收账款周转率、存货周转率处于行业较好水平，总资产周转率处于行业正常水平。总体看，公司经营效率较高。

表 8 2011 年医药行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
天士力	9.58	7.05	1.09
云南白药	25.88	2.53	1.35
同仁堂	20.94	1.38	0.95
康美药业	10.68	2.78	0.52
健康元	5.74	3.53	0.60
片仔癀	8.05	1.58	0.68
康恩贝	9.39	2.54	0.78
江中药业	161.72	6.15	1.04
平均值	12.90	3.06	0.85

资料来源：Wind 资讯。注：本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，如应收账款周转率、存货周转率等，下同。

6. 重要投资

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，每股发行价为人民币 36 元，募集资金总额 54,984 万元，扣除发行费用后，募集资金净额 53,309 万元。截至 2011 年底，公司累计投入 24,552 万元，累计利息收入净额（扣除手续费）566 万元，募集资金专户余额为 29,323 万元。公司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。

表 9 截至 2012 年 3 月底公司非公开发行募集资金投资使用情况

序号	募集资金项目	募集资金承诺投资额 投资总额（万元）	已投资金额 （万元）
1	OTC 制剂生产线改造项目	21,677	8,935
2	液体制剂生产线项目	33,323	24,966
	合 计	55,000	33,901

资料来源：公司提供

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，建成后将有效提高公司片剂产品的产能，巩固公司在胃肠类用药的市场地位，增强公司的盈利能力。

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。依托现有渠道，公司生产线达产后主营业务收入和利润的有望进一步提高，并有利于公司调节产品结构，降低产品相对单一的经营风险。

总体看，公司投资项目建成后，生产规模将进一步扩大，盈利能力将有所提高，同时也将改善公司主营业务构成，降低单一产品风险。

7. 未来发展

公司的目标是成为国内领先的非处方药及保健品提供商，在业务发展上，公司计划继续巩固现有业务的同时，稳健的实施保健品发展战略。未来几年公司的工作重点如下：

市场及产品计划：公司在国内已经建立了成熟的销售和服务网络，营销网络基本覆盖了全国。未来，OTC 业务方面，公司计划继续提升渠道满意度，强化与终端战略合作，并创新经营模式，实现从单一的广告产品营销模式向广告产品与非广告产品相结合模式过渡，充分利用公司的品牌和渠道资源，有计划的推出差异化产品，丰富终端产品线，从而建立“大品牌、大终端模式”；保健食品业务方面，发展自用保健品市场，积极探索新的经营模式，扩大产品的知名度；加大招商力度，增加产品渠道及终端覆盖，并严格维护价格体系；增加产品规格，完善产品包装，积极储备并适时推出系列产品。

研发计划：继续加大研发投入，深入研究参灵草及系列产品开发、初元优化升级及系列产品开发、OTC 类产品储备新产品的研发及功能食品系列健康品的研发，以保证公司主营产品的持续领先地位。

总体看，公司的发展规划是在现有的业务基础上制定的，是公司现有业务的发展和延伸，这对公司组织机构、人员保证、生产效率方面提出了更高的要求，未来若能顺利实现，将从根本上提高公司的经营管理水平和盈利能力，增强公司的核心竞争力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2009~2011 年度财务报表均已经中磊会计师事务所有限责任公司审计，出具了标准无保留审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。近三年，公司合并报表范围变动较小，财务可比性较强。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 258,882.00 万元，负债总额 67,110.93 万元，所有者权益（含少数股东权益）191,771.07 万元。2011 年公司实现合并营业收入 264,730.39 万元，净利润（含少数股东损益）23,196.32 万元；经营活动产生的现金流量净额为 16,829.57 万元，现金及现金等价物净增加额为-21,099.16 万元。

2. 资产质量

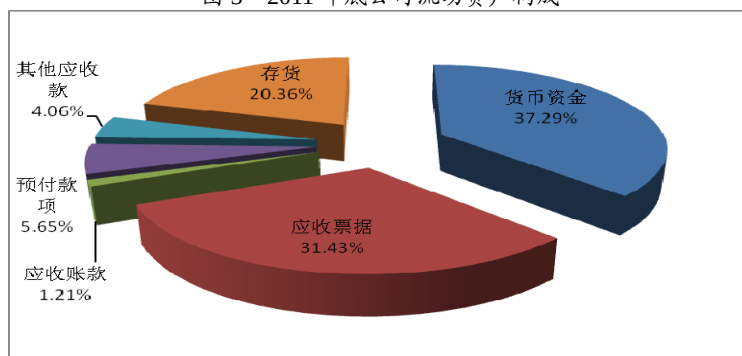
2009~2011 年，公司资产规模逐年增长，年均增长率为 27.29%。截至 2011 年底，公司资产总额 258,882.00 万元，其中流动资产和非流动资产的占比分别为 55.72%和 44.28%。

流动资产

近三年公司流动资产呈波动增长态势，年均增长 44.04%，流动资产规模增长较快，主要系 2010 年公司非公开发行股票募集资金到账影响。2011 年底公司流动资产合计 144,255.67 万元，较 2010

年底下降 5.93%。从资产结构来看，截至 2011 年底，公司流动资产以货币资金、应收票据和存货为主（见下图）。

图 3 2011 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司货币资金波动式增长，其中 2010 年底较 2009 年底同比增加 182.87%，增幅较大，主要原因是 2010 年公司非公开发行股票募集资金到账所致。截至 2011 年底，公司货币资金 53,790.39 万元，比 2010 年底下降 28.17%，主要系非公开发行募集资金应用于募投项目所致。

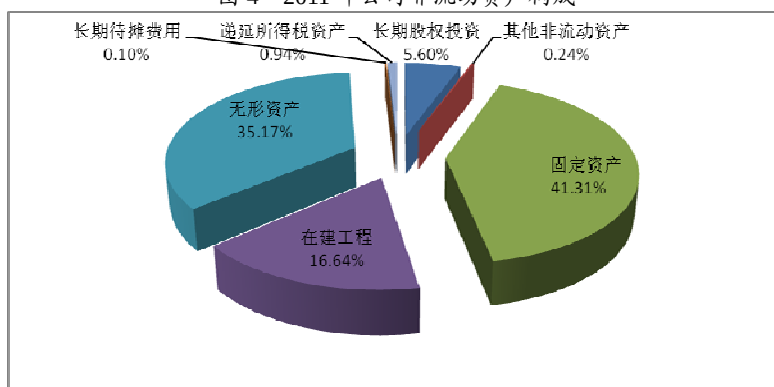
近三年公司存货逐年增长，其中 2010 年底较 2009 年底同比增加 136.61%，增幅较大，主要原因是随着业务的增长，公司存货相应增长以及原材料成本上涨、存货单价上升所致。2011 年公司存货账面余额为 29,373.39 万元，较上年变动不大。从存货的构成上看，2011 年公司存货主要为原材料、库存商品、自制半成品，分别占存货的 19.88%、57.77%和 13.19%，其中库存商品占比较大主要系江西九州通为医药流通公司，其保有一定规模的存货且存货全为库存商品所致。截至 2011 年底，公司累计计提了 362.31 万元的存货跌价准备，主要是根据库存原材料及产成品可变现净值与存货的成本孰低计提或调整了跌价准备。

近三年公司应收票据快速增长，应收票据全部为银行承兑汇票。其中 2010 年底应收票据比 2009 年底增加 72.49%，增幅较大，主要原因是 2010 年公司业务销售增长，票据相应增加。截至 2011 年底公司应收票据为 45,340.45 万元，比 2010 年底增加 23.57%，主要系 2011 年应收票据结算方式比重增加所致。

非流动资产

近三年，公司非流动资产逐年增长，年均增长 12.71%，截至 2011 年底，公司非流动资产规模为 114,626.33 万元，非流动资产以固定资产、在建工程和无形资产为主（见下图）。

图 4 2011 年公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司固定资产规模逐年小幅增长。截至 2011 年底，固定资产账面原值合计 76,775.48 万

元，主要包括房屋建筑物（占 50.11%）和机器设备（占 35.08%）。截至 2011 年底，公司固定资产净值为 47,350.99 万元，累计计提折旧 29,424.19 万元，固定资产成新率为 61.67%，成新率一般。

近三年公司在建工程大幅增长，主要系公司投资项目规模增长所致。截至 2011 年底，公司在建工程为 19,068.41 万元，较上年增加 286.58%，主要是 2011 年公司继续投资建设 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目所致。

近三年公司无形资产平稳增长。截至 2011 年底，无形资产原值合计 50,756.17 万元，主要包括土地使用权（占 80.56%）、商标权（占 18.51%），其余为非专有技术、软件费和专利权，占比较小。截至 2011 年底，公司无形资产净值为 40,313.59 万元，累计摊销 10,442.57 万元。

总体看，公司资产规模较大，流动资产和非流动资产相对均衡，整体资产质量较高。

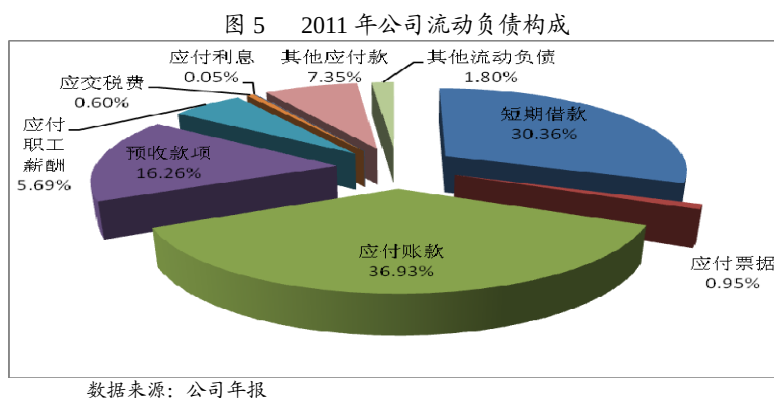
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2011 年底，公司无长期债务，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 25.92%、9.71%，公司整体负债水平较低，债务负担较轻。

截至 2011 年底，公司负债总额为 67,110.93 万元，以流动负债为主，占负债总额的 98.15%。

近三年公司流动负债波动式增长，年均复合增长率为 22.18%。截至 2011 年底，公司流动负债合计 65,871.86 万元，以短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款为主（见下图）。



近三年公司短期借款波动式增长，截至 2011 年底，公司短期借款 20,000.00 万元，较上年增长了 37.93%。2011 年公司短期借款中信用借款占 55.00%，保证借款占 45.00%。

近三年公司应付账款逐年快速增长，其中 2010 年底应付账款同比增长 205.29%，增幅较大，主要系 2010 年底子公司江西九州通采购额增长。截至 2011 年底，公司应付账款 24,325.59 万元，较上年增长 23.49%，主要是 2011 年底未结算的货款增长所致。从账龄上看，公司 96.61%应付账款账龄在一年以内。

近三年公司的预收款项波动增长，2010 年底，公司预收款项 13,841.48 万元，同比增加 108.70%，变动较大，主要原因是 2011 年公司客户提前支付的货款增加。截止 2011 年底，公司预收款项 10,713.28 万元，同比略有减少。

公司非流动负债规模较小，截止 2011 年底，公司非流动负债 1,239.07 万元，规模同比增长 256.48%，变动较大，均为其他非流动负债。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务规模不大，债务负担较轻。

所有者权益

近三年公司所有者权益水平增长相对较快，三年复合增长率为 33.69%，主要系公司 2010 年非公开发行股票募集资金到账以及公司近三年业务利润划转所致。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 191,771.07 万元。所有者权益中归属于母公司所有者权益 186,658.64 万元，占所有者权益合计的 97.33%。截至 2011 年底，归属于母公司所有者权益中，资本公积占 38.20%，实收资本占 16.67%，未分配利润占 36.04%，盈余公积占 9.09%。公司归属母公司的所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大，所有者权益结构不够稳定。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入逐年增长，其中 2010 年受宏观经济环境好转、销售量增加、销售价格上升等影响，营业收入达 256,360.62 万元，较 2009 年增长 35.64%，增幅较大；2011 年公司营业收入 264,730.39 万元，较上年增长 3.26%，但从收入构成上看，毛利水平较低的医药流通业务占比进一步增大。公司近三年主营业务毛利率分别为 62.57%、43.85%和 33.36%，呈下降趋势，主要原因是两方面：一方面是中成药原辅材料价格大幅上涨，使得公司主导产品中成药的毛利水平下降，另一方面是公司医药流通业务毛利水平较低，医药流通业务收入占比增长也是公司毛利降低的原因。

2009 年~2011 年，公司期间费用年均降幅为 17.09%，体现了公司的规模效益下良好的费用控制能力。近三年公司期间费用占营业收入比例为 47.32%、30.89%和 23.22%，且呈不断下降趋势，体现了公司生产和销售规模扩大的同时费用管理水平的不断提升。

从盈利指标上看，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 12.55%和 11.42%，略低于行业平均水平，费用收入比 23.22%，好于行业平均水平。未来随着公司 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目的建成投产，公司的收入规模和盈利水平将进一步提高。

表 10 2011 年医药行业上市公司相关指标比较

企业名称	销售毛利率	净资产收益率 ROE (加权)	总资产报酬率 ROA	期间费用/ 销售收入
康恩贝	65.85%	17.40%	13.56%	52.94%
健康元	52.92%	6.91%	7.54%	38.36%
片仔癀	45.54%	22.91%	20.42%	14.92%
同仁堂	41.00%	13.03%	12.22%	25.74%
江中药业	33.50%	12.72%	11.13%	23.22%
康美药业	30.18%	17.30%	11.81%	11.64%
云南白药	29.97%	24.29%	16.57%	17.37%
天士力	29.96%	17.95%	14.02%	18.89%

资料来源：Wind 资讯；按销售毛利率排序，本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，为增强可比性，联合评级未对其进行调整。

总体看，原材料价格快速上涨、行业竞争加剧等因素对公司的盈利能力产生了一定程度上的负面影响，但考虑到未来公司非公开发行募投项目投产后所带来的收入和利润水平的增加，以及目前公司良好的费用控制水平，公司盈利能力较强。

5. 现金流

2009~2011 年，公司经营活动产生的现金流入波动增长，年均增长率为 6.87%，主要系公司收入规模增长所致；公司经营活动产生的现金流出规模波动增长，年均增长率为 14.25%，高于现金流入的增长速度，致使公司经营活动产生的现金流量净额呈减少趋势，2011 年公司经营活动现金

流量净额为 16,829.57 万元，较 2010 年减少 24.29%。2009~2011 年公司现金流量净额分别为 37,831.60 万元、22,229.26 万元和 16,829.57 万元，公司经营活动现金流状况良好。近三年公司现金收入比逐年降低，三年平均值为 73.35%，2011 年为 65.49%，表观收入实现的质量一般，但考虑到公司应收票据余额增长较大，及将一定规模的承兑汇票进行背书用于购买原材料等原因，公司实际的收入实现情况正常。

投资活动方面，近三年投资活动现金流出规模持续增长，受公司非公开发行募集资金投资于项目的影 响，2010 年、2011 年公司投资活动现金流出额大幅增长，分别为 -14,073.22 万元和 -24,750.50 万元，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流呈净流出状态。未来随着公司募投项目的投建完成，公司新增投入规模将大幅减少，届时公司的投资活动现金流规模将处于较小规模。

从筹资活动来看，近三年筹资活动产生的现金流量净额波动变化，2011 年筹资活动现金流量净额 -13,178.22 万元，较上年同期下降 53,436 万元，主要是 2010 年同期非公开发行股票募集资金 5.3 亿元所致。除非公开发行募集资金外，公司筹资活动主要体现在取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金两方面，主要系公司为满足日常经营需要，取得和偿还银行借款所形成。

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处于投建期影响，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非公开发行股票募集资金到账及日常经营所形成的银行借款，整体看，公司经营现金流状况良好。

6. 偿债能力

2011 年公司的资产负债率为 25.92%，处于行业较低水平，从负债结构上看，2011 年公司的负债以流动负债为主（占负债总额的 98.15%），长期负债占比较小（占负债总额的 1.85%）。

2011 年公司现金短期负债比为 4.81，处于行业较好水平，经营活动现金流流动负债比为 25.55%，高于行业平均水平，公司短期偿债能力较强。公司长期负债规模较小，无长期债务，整体看，公司的偿债压力较小，偿债能力较强。

表 11 2011 年公司各项偿债指标与同行业上市公司对比情况

上市公司简称	资产负债率 (%)	流动比率 (次)	速动比率 (次)	经营净现金流量/负债合计	经营活动现金流量净额 / 流动负债 (%)	现金短期债务比
天士力	43.08	1.45	1.18	0.05	4.93	1.39
云南白药	38.89	2.21	1.15	-0.13	-13.40	5.91
同仁堂	34.36	2.46	1.15	0.22	22.52	9.55
康美药业	39.31	4.61	3.68	0.10	28.05	4.79
健康元	38.06	2.31	2.00	0.19	32.37	6.85
片仔癀	24.20	2.87	1.68	0.61	75.32	2.49
康恩贝	45.54	2.38	1.92	0.14	26.49	4.43
江中药业	25.92	2.19	1.74	0.25	25.55	4.81
平均值	37.64	2.61	1.82	0.17	25.18	4.01

资料来源：Wind 资讯，本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，为增强可比性，联合评级未对其进行调整。

截至 2012 年 3 月 31 日，公司拥有中国工商银行、中国建设银行、中国银行等多家银行的授信总额为 5.5 亿元，银行授信额度仅使用 3.35 亿元，未使用的授信额度为 2.15 亿元。

截至目前，公司无对外担保。

未来随着 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目建成投产，带动公司收入与利润的进一步提升，公司偿债能力有望得到增强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2011 年底，公司负债总额为 67,110.93 万元，短期债务为 20,623.38 万元，无长期负债。本次拟发行公司债规模不超过 50,000 万元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债规模将有一定的影响。

以 2011 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 50,000 万元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.68%、26.91% 和 37.91%，债务负担有所加重，但仍处于正常水平。从实际情况看，考虑到本期债券筹集资金中有部分将用于偿还银行借款，现有债务负担增加有限，但本期债券发行后，有助于改善公司债务结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2011 年的财务数据为基础，公司 2011 年 EBITDA、经营活动产生的现金净流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 50,000 万元公司债的保护倍数分别为 0.72 倍、4.56 倍和 0.34 倍。总体看，EBITDA、经营活动现金流量净额对本期债务的覆盖程度尚可，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

未来随着公司 OTC 制剂生产线改造项目及液体制剂生产线项目的建成投产，公司在中成药和保健品市场的竞争实力将进一步增强，经营规模和盈利水平将得到显著提升。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、研发实力、财务状况、未来发展等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

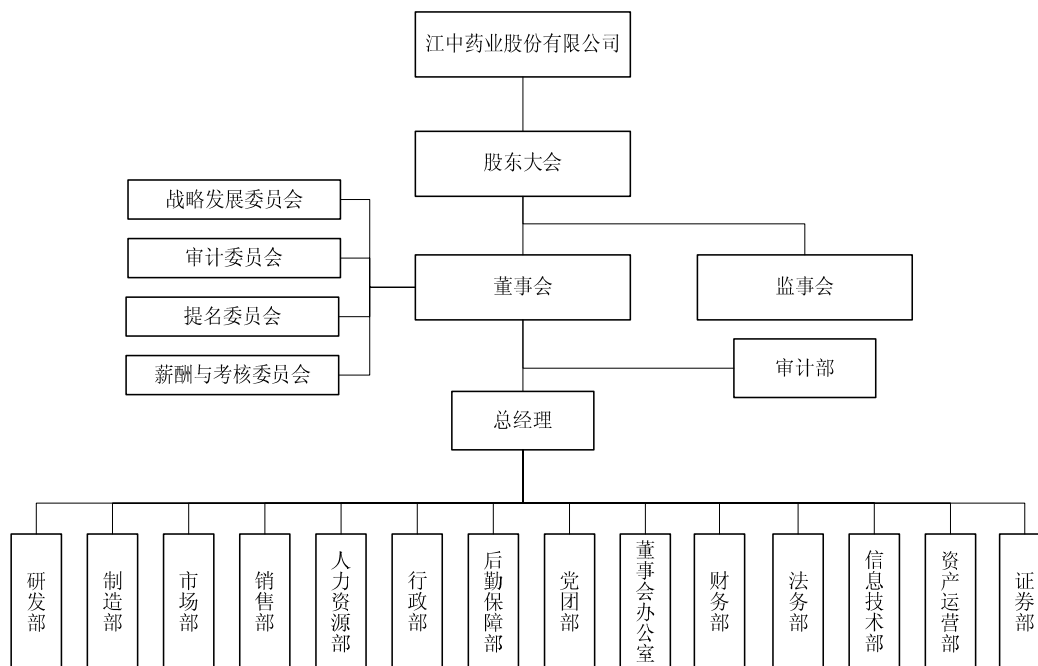
公司作为国内主要的中成药制造和保健品生产企业之一，多年来坚持 OTC 产品的研发和创新，并在保健品业务领域取得快速发展，近三年公司保健品产销规模快速增长，销售网络和营销渠道更加完善，经营规模保持增长。联合评级同时也关注到原材料价格波动，医药流通业务利润较低、新增保健品存在不确定性等因素对公司基本面产生的不利影响。

随着公司 2010 年增发募集投资项目的建成投产，公司产能规模将进一步增大，市场占有率将进一步提高，盈利能力将有所增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合来看，本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

附件 1 江中药业股份有限公司组织结构图

江中药业组织架构图



附件 2-1 江中药业股份有限公司
 2009 年~2011 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	26,475.28	74,889.55	53,790.39	42.54
交易性金融资产				
应收票据	21,271.92	36,691.35	45,340.45	46.00
应收账款	452.78	1,531.76	1,742.14	96.15
预付款项	2,563.92	5,457.67	8,153.90	78.33
应收利息				
应收股利				
其他应收款	6,992.30	6,915.55	5,855.39	-8.49
存货	11,776.91	27,864.86	29,373.39	57.93
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	69,533.12	153,350.74	144,255.67	44.04
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	6,792.09	6,610.76	6,420.62	-2.77
投资性房地产				
固定资产	45,125.46	45,499.34	47,350.99	2.44
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	692.17	4,932.63	19,068.41	424.87
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	36,290.83	38,372.19	40,313.59	5.40
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	0.00	139.22	115.20	--
递延所得税资产	1,172.13	1,456.97	1,078.95	-4.06
其他非流动资产	160.00	240.00	278.55	31.95
非流动资产合计	90,232.69	97,251.10	114,626.33	12.71
资产总计	159,765.81	250,601.84	258,882.00	27.29

附件2-2 江中药业股份有限公司
 2009 年～2011 年合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	17,400.00	14,500.00	20,000.00	7.21
交易性金融负债				
应付票据	3,087.18	1,565.16	623.38	-55.06
应付账款	6,452.58	19,698.96	24,325.59	94.16
预收款项	6,632.19	13,841.48	10,713.28	27.10
应付职工薪酬	3,701.06	4,315.57	3,746.45	0.61
应交税费	2,428.31	5,042.92	397.10	-59.56
应付利息	36.48	30.78	35.35	-1.56
应付股利				
其他应付款	3,237.04	4,095.43	4,842.61	22.31
一年内到期的非流动负债	0.00	8,000.00	0.00	
其他流动负债	1,150.15	1,254.71	1,188.10	1.64
流动负债合计	44,124.98	72,345.01	65,871.86	22.18
非流动负债：				
长期借款	8,000.00	0.00	0.00	-100.00
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	60.00	70.00	0.00	-100.00
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债	287.61	277.58	1,239.07	107.56
非流动负债合计	8,347.61	347.58	1,239.07	-61.47
负债合计	52,472.60	72,692.59	67,110.93	13.09
所有者权益：				
股本	29,587.68	31,115.00	31,115.00	2.55
资本公积	19,525.11	71,306.85	71,306.85	91.10
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	12,366.38	14,814.08	16,964.19	17.12
未分配利润	41,179.06	55,975.36	67,272.59	27.81
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	102,658.23	173,211.29	186,658.64	34.84
少数股东权益	4,634.98	4,697.95	5,112.43	5.02
所有者权益合计	107,293.21	177,909.24	191,771.07	33.69
负债和所有者权益总计	159,765.81	250,601.84	258,882.00	27.29

附件 3 江中药业股份有限公司

2009 年~2011 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	189,002.43	256,360.62	264,730.39	18.35
减: 营业成本	70,731.40	143,794.81	176,036.14	57.76
营业税金及附加	1,904.30	1,888.95	2,176.28	6.90
销售费用	74,947.14	64,968.93	48,965.62	-19.17
管理费用	12,484.21	12,938.15	11,760.23	-2.94
财务费用	2,001.31	1,273.09	749.79	-38.79
资产减值损失	2,392.96	234.75	-2,841.00	--
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)	-44.09	-181.33	-190.14	107.66
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-44.09	-181.33	-190.14	107.66
汇兑收益 (损失以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	24,497.02	31,080.61	27,693.20	6.32
加: 营业外收入	196.56	107.20	308.89	25.36
减: 营业外支出	203.06	844.91	323.49	26.22
其中: 非流动资产处置损失	70.92	18.07	172.23	55.84
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	24,490.53	30,342.90	27,678.60	6.31
减: 所得税费用	4,568.76	4,159.62	4,482.27	-0.95
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	19,921.76	26,183.27	23,196.32	7.91
其中: 归属于母公司所有者的净利润	20,109.51	26,120.30	22,781.84	6.44
少数股东损益	-187.75	62.97	414.48	--

附件 4 江中药业股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
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	150,452.72	192,116.94	173,383.54	7.35
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	49,125.99	56,720.80	54,573.07	5.40
经营活动现金流入小计	199,578.71	248,837.74	227,956.61	6.87
购买商品、接受劳务支付的现金	48,359.31	104,075.73	80,800.23	29.26
支付给职工以及为职工支付的现金	12,240.31	17,878.94	19,891.55	27.48
支付的各项税费	26,582.85	24,226.72	29,073.68	4.58
支付其他与经营活动有关的现金	74,564.64	80,427.08	81,361.58	4.46
经营活动现金流出小计	161,747.11	226,608.48	211,127.04	14.25
经营活动产生的现金流量净额	37,831.60	22,229.26	16,829.57	-33.30
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	2,118.86	0.00	0.00	-100.00
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	23.37	13.16	4.19	-57.66
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	2,142.23	13.16	4.19	-95.58
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,936.50	14,086.38	24,754.69	257.54
投资支付的现金				
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	1,936.50	14,086.38	24,754.69	257.54
投资活动产生的现金流量净额	205.72	-14,073.22	-24,750.50	--
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	53,443.52	0.00	--
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	41,400.00	32,500.00	33,500.00	-10.05
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	41,400.00	85,943.52	33,500.00	-10.05
偿还债务支付的现金	52,400.00	35,400.00	36,000.00	-17.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,618.86	10,173.84	10,655.22	-11.55
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	111.46	23.00	--
筹资活动现金流出小计	66,018.86	45,685.29	46,678.22	-15.91
筹资活动产生的现金流量净额	-24,618.86	40,258.23	-13,178.22	-26.84
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	13,418.46	48,414.27	-21,099.16	--
加: 期初现金及现金等价物余额	13,056.82	26,475.28	74,889.55	139.49
六、期末现金及现金等价物余额	26,475.28	74,889.55	53,790.39	42.54

附件 5 江中药业股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	19,921.76	26,183.27	23,196.32	7.91
加: 资产减值准备	2,392.96	234.75	-2,841.00	--
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,587.34	5,162.57	4,862.02	2.95
无形资产摊销	1,893.04	1,862.53	1,885.74	-0.19
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	24.01	
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)	57.88	9.61	170.37	71.57
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)	2,075.10	1,303.83	1,401.75	-17.81
投资损失(收益以“-”号填列)	44.09	181.33	190.14	107.66
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	26.75	-284.84	378.02	275.90
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)	-2,390.21	-16,413.90	-1,123.96	-31.43
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	5,635.68	-19,315.40	-7,655.33	--
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	3,587.21	23,305.50	-3,658.53	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	37,831.60	22,229.26	16,829.57	-33.30
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	26,475.28	74,889.55	53,790.39	42.54
减: 现金的期初余额	13,056.82	26,475.28	74,889.55	139.49
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	13,418.46	48,414.27	-21,099.16	--

附件 6 江中药业股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	104.90	145.02	122.51
存货周转次数 (次)	6.18	7.05	6.03
总资产周转次数 (次)	1.19	1.25	1.04
现金收入比率 (%)	79.60	74.94	65.49
盈利能力			
总资本收益率 (%)	16.24	16.29	11.87
总资产报酬率 (%)	16.78	15.43	11.42
净资产收益率 (%)	19.32	18.36	12.55
主营业务毛利率 (%)	62.57	43.85	33.36
营业利润率 (%)	61.57	43.17	32.68
费用收入比 (%)	47.32	30.89	23.22
财务构成			
资产负债率 (%)	32.84	29.01	25.92
全部债务资本化比率 (%)	20.98	11.91	9.71
长期债务资本化比率 (%)	6.94	0.00	0.00
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	15.67	29.26	25.58
EBITDA 全部债务比	1.16	1.61	1.74
经营现金债务保护倍数	1.33	0.92	0.82
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	1.34	0.34	-0.38
流动比率	1.58	2.12	2.19
速动比率	1.31	1.73	1.74
现金短期债务比	2.33	4.64	4.81
经营现金流动负债比率	85.74	30.73	25.55
经营现金利息偿还能力	17.92	16.81	12.01
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	18.01	6.17	-5.65
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.66	0.77	0.72

附件 7 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 / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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 8 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。

联合信用评级有限公司关于 江中药业股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年对江中药业股份有限公司 2012 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江中药业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江中药业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注江中药业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江中药业股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如江中药业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江中药业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送江中药业股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一二年五月十五日