

信用等级公告

联合[2011] 389 号

联合资信评估有限公司通过对江苏江山制药有限公司及其拟发行的 2011 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

江苏江山制药有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

江苏江山制药有限公司

2011 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十月十二日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江苏江山制药有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏江山制药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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏江山制药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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江苏江山制药有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏江山制药有限公司 2011 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年十月十二日

江苏江山制药有限公司

2011 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁻

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 10 月 12 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
资产总额(亿元)	14.00	22.28	26.30	26.91
所有者权益(亿元)	7.22	13.94	17.86	18.86
长期债务(亿元)	0.00	1.50	4.72	4.42
全部债务(亿元)	2.68	5.10	5.75	6.51
营业收入(亿元)	12.08	15.61	12.67	7.41
利润总额(亿元)	4.94	7.88	4.55	1.09
EBITDA(亿元)	5.52	8.40	5.06	--
经营性净现金流(亿元)	5.89	4.04	2.98	0.49
营业利润率(%)	56.96	63.61	50.79	28.34
净资产收益率(%)	58.29	47.93	21.74	--
资产负债率(%)	48.47	37.43	32.10	29.94
全部债务资本化比率(%)	27.11	26.77	24.36	25.67
流动比率(%)	132.82	237.24	515.43	529.97
全部债务/EBITDA(倍)	0.49	0.61	1.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.32	89.81	43.82	--
EBITDA/本期中期票 据额度(倍)	1.10	1.68	1.01	--

注: 公司 2011 年上半年财务数据未经审计。

分析师

刘献荣 张 丽

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对江苏江山制药有限公司(以下简称“公司”或“江山制药”)的评级反映了其作为世界上维生素 C 单线产能规模最大的生产企业,在生产工艺、技术研发和产品质量等方面的竞争优势。同时,联合资信也关注到目前维生素 C 行业产能过剩、原材料价格波动、关联企业占用资金多、未来投资规模大、权益稳定性低等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来几年,公司将加大高附加值产品的生产,推动从原料生产到制剂代工、品牌销售并举的产业链整合,增强市场抗风险能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低,安全性较高。

优势

1. 公司拥有世界上产能规模最大的单条维生素 C 生产线和具有自主知识产权的二次发酵法生产工艺。
2. 公司具有比较先进的研发平台,产品均已通过国内 GMP 认证,获得多项国际认证,质量控制较好。
3. 公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 公司主导产品维生素 C 行业产能过剩导致达产持续性不足,产品价格波动较大,均对公司盈利有一定负面影响。
2. 玉米等原料价格波动和燃油价格上调将增

加公司成本支出。

3. 公司关联企业占用资金较多，未分配利润占比高，权益结构稳定性偏弱。
4. 公司未来投资规模大，对外融资需求上升。

一、主体概况

江苏江山制药有限公司（以下简称“公司”或“江山制药”）由靖江葡萄糖厂、江苏省医药保健品进出口（集团）公司和香港钟山有限公司于 1990 年在江苏省泰州工商行政管理局注册成立，三方分别持股 61.70%、5%、33.30%。1994 年、1997 年公司分别进行增资扩股和股权重组，中粮集团旗下 Expert Assets 有限公司持有公司 28.60% 股份；后经增资和多次股权变更，目前公司注册资本 2606.61 万美元，股东为江山（香港）控股有限公司（持股 96.43%）和江苏汇鸿国际集团医药保健品进出口有限公司（原江苏省医药保健品进出口（集团）公司，2008 年更改为现名，持股 3.57%），常亮等 7 位自然人通过江山（香港）控股有限公司间接持有公司 96.43% 的股权，为实际控制人。（公司股权结构见附件 1）。

公司经营范围：生产食品、维生素 C 及其系列、原料药、成药（国家药证部门许可的）和饲料及饲料添加剂、卫生材料、兽药（维生素 C-2-多聚磷酸脂钙），销售自产产品。目前公司主要从事维生素 C 原料药和营养保健品的研发、生产和销售。

公司内设人力资源部、行政部、管理部、研究开发部、能源部、物料部、原料制造部、质量部、工程部、财务部、投资发展部、公共关系管理中心、安全管理中心等部门（见附件 2）。目前公司拥有 4 个子公司：苏州艾兰得商贸有限公司、苏州瑞康生物科技有限公司、江苏艾兰得营养品有限公司、江苏江源热电有限公司。

截至 2010 年底，公司资产总额 26.30 亿元，所有者权益合计 17.86 亿元；2010 年公司实现营业收入 12.67 亿元，利润总额 4.55 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 26.91 亿元，所有者权益合计 18.86 亿元；2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.41 亿元，利润总额 1.09 亿元。

公司注册地址：江苏省靖江市江山路；法定代表人：常亮。

二、本期中期票据概况

公司拟发行 2011 年第一期中期票据（简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，期限 3 年。

本期中期票据募集资金用途为：

（一）补充新业务营运资金

公司本次发行中期票据所募集资金中的 14500 万元计划用于保健品新业务的扩张，包括新产品市场推广及渠道建设资金需求 7500 万元、销售规模扩大带来的营运资金增量需求 7000 万元。

（二）偿还银行贷款

公司本次发行中期票据所募集资金中的 19500 万元计划用于置换现有银行贷款，提高直接融资比例，降低融资成本，优化债务结构。

（三）工程项目建设资金

公司本次发行中期票据所募集资金中的 16000 万元计划用于技改工程项目建设，具体资金分配情况如下：

1、计划投入 3000 万元用于公司生物发酵制药工程技术研究中心建设，该项目已获靖江市环境保护局“靖环建审[2011]40 号”文件批复，建设工期为两年，总投资 1.19 亿元。该项目计划 2011 年开工建设，截至 2011 年 6 月底，项目已投资 180.67 万元。

2、计划投入 12000 万元用于公司保健品腾飞项目建设，该项目已获泰州市经济和信息化委员会“泰经信发(2011)67 号”文件批复，建设工期为两年，总投资 25800 万元。截至 2011 年 6 月底，该项目已投资 10559.65 万元。

3、计划投入 1000 万元用于公司 GMP 综合改造建设，该项目已获泰州市经济和信息化委员会“靖经信技(2011)001 号”文件批复，建设工期一年半，总投资 2150 万元。截至 2011 年 6 月底，该项目已投资 542.41 万元。

本期中期票据无担保。

三、行业分析

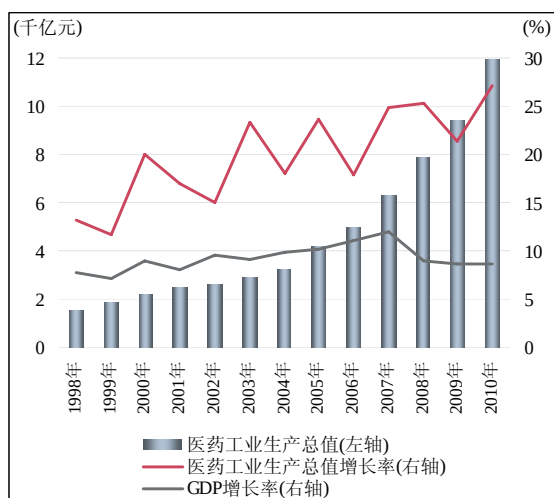
公司主要从事维生素 C 及其系列产品、营养保健品的研发、生产和销售，隶属于医药行业。

1. 行业现状

运行概况

医药业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

图 1 1998~2010 年医药工业生产总产值与 GDP 增速对比



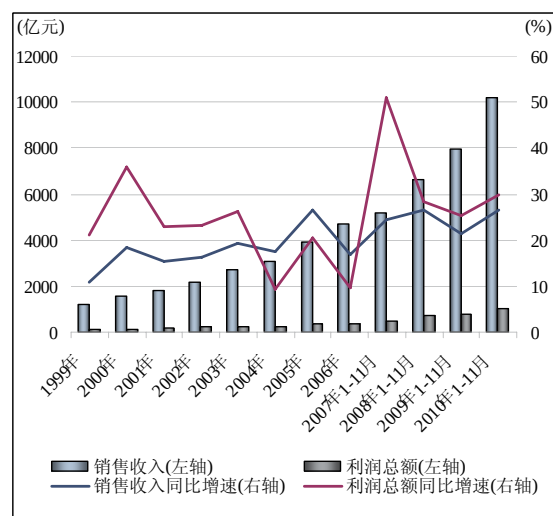
资料来源：中国医药经济信息网

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005~2006 年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007~2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009 年全球金融危机

影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿元，同比增长 27.07%。2011 年 1~6 月，中国医药产业实现产值 7146 亿元，同比增长 27.9%。其中，化学药品原药制造业 1178 亿元，同比增长 25.4%；化学药品制剂制造业 1583 亿元，增长 23.4%；中成药制造业 1192 亿元，同比增长 32%；生物生化药品制造业 591 亿元，同比增长 25.4%。在医药新政推动下，国家发改委初步预测，2011 年医药工业总产值可达到 15500 亿元，同比增长 24%。

2007~2008 年医疗体制改革的推进扩大了市场需求，在医保医改等政策的扶持和推动下，医药工业实现了快速增长。对医药产品需求的增加和药品价格的回升，是行业收入和利润高速增长的主要原因。2009 年医药行业增速有所放缓，但仍保持在较高水平。根据国家统计局数据，2010 年全国医药行业销售收入同比增长约 26.50%；利润总额同比增长约 29.84%。总体看，近三年医药行业收入和利润增速较为平稳，收入均保持在 20% 以上，利润保持在 25% 以上。

图 2 1999~2010 年中国医药行业效益情况



资料来源：wind 资讯

细分行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；中药饮片和生物制药的增速最高。从盈利指标看，化学药制剂和生物制药的表现最好，2010 年 1~11 月的销售利润率分别为 11.50% 和 14.49%；化学制剂药和中成药的毛利率和销售利润率均高于行业平均水平。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额
(单位：亿元，%)

分类	营业收入			利润总额		
	09 年 1~11 月	10 年 1~11 月	增长率	09 年 1~11 月	10 年 1~11 月	增长率
医药整体	7964	10169.71	26.50	808	1050.42	29.84
化学原料药	1777	2151.51	21.09	148	173.64	17.60
化学制剂药	2466	3071.44	24.57	274	353.32	28.82
中药饮片	431	614.58	42.69	29	46.26	58.27
中成药	1699	2153.6	26.76	181	223.89	23.68
生物制药	753	1062.45	41.12	104	153.95	47.99
医疗器械	452	613.56	35.81	37	53.16	44.30

资料来源：国家统计局

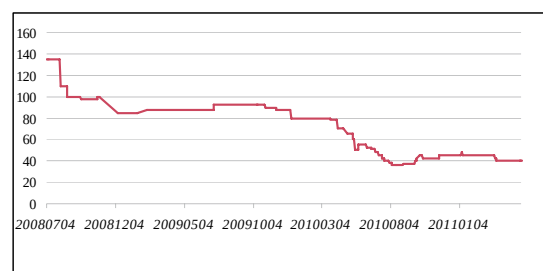
中国化学原料药以维生素系列、青霉素系列、柠檬酸和其他特色原料药为主，在产能规模和生产工艺上优势明显，目前是世界第一大原料出口国和化学原料生产国，其中青霉素工业盐、维生素 C、维生素 E 等原料药在国际上拥有较强的竞争力。营养保健品在医药行业迅速发展的情况下，发展势头也日益强劲。

(1) 维生素C

维生素 C 是中国最有规模优势、创汇能力最强的原料药之一。近年来维生素 C 价格变化较大，2007 年和 2008 年价格一度达到高峰，因产能过剩，竞争激烈，价格自 2009 年开始进入下行通道。2010 年 1 季度，中国维生素 C 出口数量为 2.92 万吨，同比增长 35.95%；出口金额 2.54 亿美元，同比增长 15.06%；出口

价格 8.72 美元/公斤，同比下降 15.37%。2010 年 4 月开始，中国维生素 C 价格继续下挫，至 2010 年 8 月下降到最低值 36 元/公斤，随后价格有上升趋势，直至 2011 年 5 月均价在 40 元/公斤左右。2010 年，中国维生素 C 出口数量为 11.47 万吨，同比增长 46.90%；出口金额 7.98 亿美元，同比增长 1.10%。2011 年第一季度，中国维生素累计出口 3.23 万吨，出口金额 1.81 亿美元。

图 3 2008 年 7 月~2011 年 5 月中国维生素 C 粉价格走势



资料来源：wind 资讯

由于全球维生素 C 激烈的价格竞争以及国外除帝斯曼 (DSM) 还在生产外，维生素 C 的生产主要集中到了中国 5 大企业 (江苏江山制药有限公司、石药集团维生药业 (石家庄) 有限公司、河北维尔康制药有限公司、东北制药集团股份有限公司、山东鲁维制药有限公司)。

目前中国维生素 C 现存生产能力约为 12.7 万吨，加上近年来新建的 4 万吨产能，预计 2012 年全国产能将超过 16 万吨，而目前全球消费量仅为 12 万吨左右，未来将出现供远大于求的局面。

(2) 营养保健品

中国保健品行业是从上世纪 80 年代开始起步的，随着中国经济的持续发展，国民消费能力的不断提高，保健意识不断增强，再加上老年人口的增加，以及国家实施“扩大内需、拉动消费”政策，中国保健品市场一直保持高速发展。

近年来，营养保健品行业呈现新的发展趋势。消费对象从过去的老年、儿童为主，扩大

到了中青年和妇女；消费方式由偶然性消费逐渐转变为季节性消费和常年性消费；消费目的由防病治病扩大到抗衰老、益智、美容等多种需要，呈明显的层次化分布。

2010 年中国医药保健品出口总计 397.33 万美元，进口总额 204.64 万美元，均比 2009 年增长 20%以上，且以西药类保健品为主。2010 年中国保健品已经出口到全球 80 个国家和地区，主要的出口地区是美国、印度和日本，主要出口省市为江苏、浙江、广东和上海等地区。

表 2 2010 年 1~12 月医药保健品进出口统计
(单位: 万美元, %)

	出口额	出口同比	进口额	进口同比
中药类	19.44	22.78	6.87	22.61
西药类	239.30	28.17	124.41	20.53
医疗器械类	138.59	19.83	73.36	30.45
总计	397.33	24.87	204.64	23.98

资料来源: 中国医药保健品进出口商会

目前中国保健品市场仍面临着亟待解决的问题: 保健食品法律法规不健全, 严厉打击违法生产销售行为缺少法律依据; 非法添加违禁物品情况时有发生; 个别企业违规生产, 存在安全隐患; 非法经营的保健食品屡禁不止; 保健食品虚假夸大宣传严重。

中国对保健食品的监管工作始于上世纪 80 年代。1987 年, 卫生部颁布了《中药保健药品的管理规定》, 这标志着保健品行业的出现, 随后 1995 年的《食品卫生法》、1996 年的《保健食品管理办法》、1999 年的《保健食品良好生产规范》, 从保健食品行业确立法律地位的 1995 年起至 2007 年止, 12 年的时间里, 中国共出台了保健食品相关法规规章 128 部, 涵盖产品注册、GMP 认证、执行标准、生产许可、经营许可、广告审查、市场监管、进出口管理等多个方面。

总体看, 中国医药行业处于成长阶段, 受医改政策的推动, 医药行业产值增速较快; 但原料药中的维生素 C 产能过剩局面已经形成,

价格变动幅度过大, 整体发展状况不容乐观; 营养保健品行业前景广阔, 但市场发展不规范, 行业监管力度有待加强。

2. 行业关注 行业集中度低

中国医药制造业的显著特征是企业数量多、规模小, 集中度低。中国的制药企业在 2010 年底有 7000 多家, 初步统计百强比重已上升至约 40%。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右, 与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。中国的制药企业进行规模化生产的非常少, 虽有一些如哈药集团有限公司等大型制药集团(见表 3), 但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看, 中国制药企业的规模经济水平低, 绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制不存在规模经济, 整个行业呈粗放型发展的态势, 导致集中度低。

表 3 2011 年度中国制药工业前 10 强

排序	资产总额排序	主营业务收入排序	利润总额排序
1	金耀集团有限公司	扬子江药业集团有限公司	哈药集团有限公司
2	哈药集团有限公司	哈药集团有限公司	扬子江药业集团有限公司
3	石药集团有限公司	修正药业集团	威高集团有限公司
4	华北制药集团有限责任公司	华北制药集团有限责任公司	齐鲁制药有限公司
5	天津天士力集团有限公司	石药集团有限公司	石药集团有限公司
6	威高集团有限公司	杭州华东医药集团公司	浙江医药股份有限公司新昌制药厂
7	扬子江药业集团有限公司	天津天士力集团有限公司	吉林敖东药业集团股份有限公司
8	齐鲁制药有限公司	威高集团有限公司	杭州赛诺菲圣德拉堡民生制药有限公司
9	四川科伦药业股份有限公司	云南白药集团股份有限公司	云南白药集团股份有限公司
10	吉林敖东药业集团股份有限公司	东北制药集团股份有限公司	修正药业集团

资料来源: 工信部消费品工业司 2011.3

注: 评选的统计指标口径根据企业 2010 年 12 月快报累计数据。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业的企业机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药价虚高

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。自 1997 年以来，截至 2011 年 3 月底，中国连续 27 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

总体看，中国医药行业存在着行业集中度低、研发能力不足、药价虚高以及能耗高、污染严重等现象，急需国家进行行业调整、规范。

3. 行业政策

从 2009 年开始中国开始实施新一轮的医疗体制改革，近两年医改政策密集推出并向纵深推进，医药行业经历的政策波动达到前所未有的强度，在新医改全面推进下，基本药物制度全面铺开，药品标准进一步提高，医药行业产业结构调整向纵深推进，药品招标采购深入进行，公立医院改革有序进行。

表 4 近年来医药行业政策要点回顾

时间	政策名称	政策要点
2006 年 9 月	《调整出口退税政策》	维生素 A、维生素 E 出口退税率由 13% 调高为 17%。而维生素 C 和 B 族为 13%，青霉素为 15%。
2007 年 12 月	《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》	限制外商在医药方面的投资的目录包括：维生素 B1、维生素 B2、维生素 C、维生素 E、多种维生素制剂和口服钙剂生产。
2008 年 11 月	《产业结构调整指导目录 2008 年本》（征求意见稿）	鼓励关键中间体开发生产，原料药清洁生产工艺开发，限制青霉素、维生素 C 原料项目。
2009 年 1 月	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	1、全面实行政府主导、以省为单位的网上药品集中采购；2、各省要制定药品集中采购目录，除基本药物和特殊药物外的其他处方药也要全部纳入集中采购范围；3、要建立科学药品采购评价办法，加大质量分权重
2009 年 4 月	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009～2011 年）的通知》	完善医药卫生四大体系，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；完善体制机制，保障医药卫生体系有效规范运转；着力抓好五项重点改革。

2009年8月、10月	《国家基本药物目录（基层医疗机构配备使用部分）》、《关于建立国家基本药物制度的实施意见》《国家基本药物零售指导价格》	新版基本药物目录收录了 307 个品种，其中化学和生物药有 205 个品种，中成药共 102 个品种。
2009年11月	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	提高体现医务人员劳务价值的服务价格，降低大型设备诊疗价格；地方价格部门制定基本医疗保险中的非处方药(不含国家基本药)、地方增补的医保用药价格，其他实行市场调节价；政府定价按照通用名统一价格。
2010年6月	《医疗卫生服务单位信息公开管理办法（试行）》	要求向社会主动公开三类信息，提高医疗卫生服务的透明度，保障患者的就医知情权。
2010年10月	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	明确了结构调整目标和措施，重点内容是扶持创新及技术提升、推进并购重组、提升行业集中度。
2011年3月	产业结构调整指导目录（2011年本）	限制新建、扩建古龙酸和维生素 C 原粉（包括药用、食品用和饲料用、化妆品用）生产装置，限制新建药品、食品、饲料、化妆品等用途的维生素 B1、维生素 B2、维生素 B12（综合利用除外）、维生素 E 原料生产装置
2011年4月	《2011年维生素 C 生产计划等事项的通知》	发改委、工信部计划，2011 年全国安排生产维生素 C 生产计划 10 万吨，且将生产计划下达到相关省区。

资料来源：联合资信整理

从以上整理的医药行业政策来看，近年来国家对医药行业的规范性要求逐年细化，医药行业的支持鼓励政策也在不断推出，保证了中国医药行业良性有序的向前发展。1998 年中国开始推行“三项改革”，即医疗保险制度改革、医疗卫生体制改革、药品生产流通体制改革。2009 年新医改政策明确 2009~2011 年政府将新增投入 8500 亿元，将为医药行业带来发展机遇。医药改革正在稳步，但是仍然存在的各地改革进展不平衡、药物制度实施中出现的质量安全、价格偏高等问题亟待解决。

总体看，随着经济水平的发展，在医药研发、生产、销售各个环节需要产业集约化、规范化，政府出台多项政策进行支持和监管，这是一个长期的过程，任重道远。

4. 行业发展

2010 年 10 月工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局三部门联合制定的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》（以下简称《意见》）发布，《意见》指出，以结构调整为主线，加强自主创新，促进新品种、新技术研发，推动兼并重组，培育大企业集团，加快技术改造，增强企业素质和国际竞争力。

在产品结构方面，化学药、生物制药和中药领域将加大研发力度，实现更多的高附加值

产品；在组织结构方面，通过扶优扶强和在市场竞争中优胜劣汰，并购重组将逐渐显现，显著提高企业规模经济水平和产业集中度，医药企业数量明显减少，医药百强企业销售收入占到全行业销售收入的 50%以上，形成一批具有国际竞争力和对行业发展有较强带动作用的大型企业集团；在区域结构方面，形成符合国际标准的“长三角”、“珠三角”和“环渤海”三个综合性医药生产基地，中西部地区发挥资源优势，发展特色鲜明的专业性生产基地，积极承接产业转移，严防化学原料药生产向环境承载能力弱的地区转移和低水平产能的扩张，形成东、中、西部优势互补的布局，促进区域医药经济协调发展；在出口结构调整上，扩大制剂出口，支持企业在境外建厂。

总体看，随着医疗改革和监管政策的出台，中国医药行业在行业集中度、产品结构、区域发展等方面均将得到改善，行业发展前景较好。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事维生素 C 原料药和营养保健品的生产和销售，拥有世界上产能规模最大的单条维生素 C 生产线（2 万吨/年），拥有自

主知识产权——二步发酵法生产工艺。目前公司维生素 C 生产能力为 2 万吨/年，是国内维生素 C 五大生产企业之一。公司注册了“Blue Drum”、“蓝桶”、“艾兰得”、“ALAND”、“蓓美”等多个商标。据工信部统计，公司在 2010 年医药行业工业企业中按资产总额位列第 43 位，按利润总额位列第 34 位。

总体看，公司单线产能规模大，生产工艺先进，在维生素 C 生产企业中位居前列。

2. 人员素质

公司董事长兼总经理常亮先生，40 岁，研究生学历，高级经济师，曾在江阴市税务局、江阴市人民政府办公室、江阴市电力投资公司、上海泓邦投资公司和上海长亮投资公司工作，2006 年起担任公司副董事长，目前担任公司董事长兼总经理。常亮曾荣获“无锡市十佳青年”“泰州市劳动模范”“靖江市功勋企业家”等称号。公司其他高管均在医药制造行业内工作多年，管理经验丰富。

截至 2011 年 6 月底，公司在职工 2135 人，按岗位构成划分，管理人员占 11.94%、研发人员占 10.91%、生产人员占 77.14%；按学历划分，本科及以上学历占 13.07%、大专学历占 21.36%、高中及中专学历占 52.97%、初中及以下学历占 12.60%；按年龄划分，30 岁以下占 19.77%、30 至 50 岁占 78.08%、50 岁以上占 2.15%。

总体看，公司高管人员文化素质较高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，年龄和学历构成符合医药生产企业特点。

3. 技术水平

公司是江苏省高新技术企业、江苏省自主创新重点企业和江苏省创新型企业，建有国家级博士后科研工作站、省级企业技术中心、省级企业院士工作站、省级研究生工作站以及省级生物发酵制药工程技术研究中心。

公司拥有大专及以上学历的技术人员 700

余人，具有高级职称的 30 余人，从事专门研究和开发的科技人员 244 人，组建了一支以国务院政府特殊津贴专家等高级技术人员带头的研究开发团队。

公司每年的研发投入均占年销售收入的 3% 以上，近 3 年研发费用累计投入达 1.4 亿元；公司拥有 4500 平米科研实验室，具备开展发酵菌种改造、发酵工艺优化、生物工程研究所需的仪器设备。

在技术研发方面，公司形成了院校合作研发和自主研发两种方式。在院校合作方面：① 公司与中国科学院合作，使维生素 C 发酵收率提高了 20 个百分点。② 公司与江南大学合作，承担了“十一五高新技术研究计划（863 计划）”重点项目（2006AA020303）和“十一五国家科技支撑计划”项目（2007BAI46B02），共申请专利近 10 项。③ 公司与厦门大学化学工程系合作，采用膜分离技术对维生素 C 清洁生产工艺进行改造，该项目获得福建省科技进步二等奖。自主研发方面：公司开发了 EP 级维生素 C、直接压片维生素 C 钙颗粒、L-抗坏血酸-2-磷酸酯等省级高新技术产品，在国内同行中率先打入欧美、日本等高端原料药市场。目前，公司获得省部级技术进步二等奖 2 项、三等奖 1 项，获得 6 项发明专利，3 项实用新型专利，20 项发明专利正在申请中。

总体看，公司重视技术研发，研发平台较好，研发队伍素质高，科研成果多，在维生素 C 研发方面处于国内先进水平。

4. 外部环境

江苏省是中国重要的现代医药制造中心，“十一五”期间江苏省政府明确打造医药行业“一谷一城五园”的产业布局。2009 年 5 月中国第一个国家级医药高新技术产业园在江苏泰州落成，目前公司是该产业园的重点骨干企业。江苏省政府对医药行业的明确定位和鼓励政策为公司的发展提供了良好的外部环境。2011 年国家发改委和工信部计划安排维生素

C 生产 10 万吨，江苏省发改委将全省 1.6 万吨维生素 C 生产计划全部安排给江山制药生产。

公司地处靖江襟江近海，京沪、同三、宁通高速公路和新长铁路均在靖江交汇，上海、南京等中国东部重要的国际航空港距靖江仅一个半小时左右行程。靖江是长江下游少有的集公路、铁路、水运于一体的交通枢纽城市，交通便利。

2011 年 3 月，江苏江源热电有限公司成为江山制药的全资子公司，该公司可为江山制药提供长期电力和蒸汽支持。

公司是江苏省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业，享受 15% 的企业所得税优惠税率。

总体看，公司所处外部环境较好，能得到当地政府的支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国中外合资经营企业法》和《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的规定设立了董事会和监事。董事会是公司的最高权力机构，由 9 名董事组成，其中股东江山（香港）控股有限公司委派 8 名，股东江苏汇鸿国际集团医药保健品进出口有限公司委派 1 名。公司设监事 1 人，由两股东共同任命。公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，包括设总经理 1 名，由董事会聘任和解聘。

2. 管理机制

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列的内部管理制度，并在实施过程中根据实际情况不断进行修改、补充和完善。

在生产管理方面，公司制定了详尽的生产计划管理制度，以年度综合计划为基础，将月度计划分配到各部门和车间。在生产实施过程中，公司以效益最大化为原则组织生产，坚持

高价值订单优先、战略品种和花色品种优先。另外，公司组织优秀现场管理活动，使得现场环境得到改善，生产组织井然有序。在生产安全上，公司制定了《生产安全事故应急救援预案》、《安全生产问责暂行管理办法》等制度，将安全生产责任到岗，规避了生产过程中的安全隐患。

财务管理方面，公司制定了详尽的财务管理制度，并通过定期和不定期审计对其执行情况进行监督。公司对资金收支实行预算管理，动态控制，费用审批权限下发，资金的借入借出统一由财务部归口管理，有效提高了资金利用效率。

采购与物流管理，公司建立了《采购控制程序》、《采购计划管理》、《库存管理制度》、《招标投标管理办法》、《审价管理程序》、《合同管理办法》等制度。公司专设审价中心，负责对公司所购各类产品（包括原料、工程、服务）的价格进行监督评审，最大限度地降低采购价格，采购和审价由不同的领导分管。

药品质量管理方面，公司实行质量授权制，制定有《质量授权人管理制度》，设置质量部（QA）和化验室（QC），质量部具有质量否决权。公司通过原辅材料及包装材料采购、生产过程、成品检验、产品质量投诉管理等各环节进行控制，确保药品质量符合要求。

在人力资源管理方面，公司建立了《人力资源管理制度》、《AB 角管理办法》和《工人技师管理办法》等管理制度。公司建立了“多个方向、不同阶段、宽带分类”的员工职业发展制度，并实行“一手抓引进，一手抓培养”员工培训计划，根据劳动强度制定岗位工资，并根据经济指标和非经济指标进行绩效考核。

总体看，公司法人治理结构和内部管理制度能满足经营需要。

六、经营分析

1. 经营现状

公司产品包括维生素 C 原料药、营养保健品及其他相关业务。从收入构成来看，近三年公司维生素 C 系列产品收入占主营业务收入的均值为 90.46%，是公司主要收入来源。近年来随着维生素 C 原料药的大力发展，市场逐渐出现产能过剩局面，公司加大了营养保健品的战略部署，维生素 C 系列产品收入占比逐年下降，营养保健品收入占比逐年增大，其他产品收入占比很小但呈现了逐年增大趋势。2010 年公司实现主营业务收入 12.46 亿元，其中维生素 C 系列产品占比 85%、保健品占比 11%，其他产品占 5%。2011 年 1~6 月公司实现主营业务收入 7.34 亿元，其中维生素 C 系列收入占比较 2010 年下降了 9 个百分点；保健品业务发展迅速，实现主营业务收入 1.25 亿元，为 2010 年保健品全年收入的 89.92%。

表 5 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

分产品	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
维生素 C 系列	11.55	96	14.07	91	10.55	85	5.55	76
保健品	0.32	3	1.19	8	1.32	11	1.25	17
其他产品 ¹	0.16	1	0.26	2	0.58	5	0.53	7
合计	12.03	100	15.52	100	12.46	100	7.34	100

资料来源：公司提供

从毛利率看，近三年公司维生素 C 系列已实行规模化生产，毛利率平均保持在 60%左

¹其他产品包括古龙酸和多聚磷酸酯，古龙酸是维生素 C 的中间体，多聚磷酸酯是维生素 C 衍生物的一种。其中多聚磷酸酯主要应用于水产养殖业及畜牧业。

右；保健品目前处于市场推广期，产品定价较低，毛利率平均为 33%；公司利润基本由维生素 C 系列构成，占 97%以上，保健品和其他产品对利润贡献不大。2011 年 1~6 月，维生素 C 系列产品毛利率较 2010 年下降了 24 个百分点，主要是维生素 C 生产企业在国家宏观政策出台前大量抛售，导致市场价格大幅下降所致；保健品毛利率较 2010 年下降了 12.4 个百分点，主要是 2011 年公司保健品中低毛利率、低费用率的 OEM 业务大幅增加，从而拉低了保健品毛利率。

表 6 公司产品毛利率情况（单位：%）

分产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~6 月
维生素 C 系列	57.96	67.68	56.36	32.36
保健品	36.36	30.58	32.21	19.81
其他产品	47.69	7.85	14.30	4.30
合计	57.25	63.83	51.84	28.17

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

在公司生产成本构成中，原材料占比 50%、能源占比 30%，其余为折旧和工资等。公司所需原材料主要为山梨醇、碳酸钠、碳酸氢钠、甲醇和盐酸。其中山梨醇在原材料成本中占比较大，主要是从玉米中提取，其价格受玉米价格波动影响较大。公司营养保健品的原材料主要是公司生产的维生素 C 产品，约占维生素 C 产量的 4%。

从原材料采购策略来看，公司将采购额在 100 万以上的物资设为 A 类，按照货比三家的原则，通过招标选择合乎条件的供应商，由公司管理部监督询价过程，最终价格由审价中心审定，按照采购流程，选择质量和价格均适于公司的供应商，签订采购合同。

近三年，公司原材料的采购量呈波动下降趋势，受金融危机影响，公司预期市场需求下降，2009 年停产检修 4 个月，对原材料的需求下降，导致当年采购量骤减。从采购价格来看，受玉米市场价格波动影响，近三年山梨醇采购

价格波动幅度较大，特别是 2010 年玉米受通胀及上年减产影响，价格飙升，导致山梨醇价格上升至每吨 3690.97 元，较上年增加 54%，其他主要原材料采购价格也较上年上涨明显，增大了公司生产成本，挤压了利润空间。2011 年 1~6 月主要原材料的采购价格略有下降。

公司主要原材料供应商分布于山东、江苏、上海等地，其中山梨醇主要从山东地区采购，但运输距离较长且燃油价格呈上升趋势，对生产成本带来一定压力。

在采购款结算方面，公司与供应商合作时间较长，一般能得到 30 天的账期。

表 7 2010 年公司原材料主要供应商

原材料品种	供应商	金额(万元)	占比(%)
山梨醇	鲁洲生物	8603.945	42.49
	山东天力	4700.634	23.21
	郸城财鑫	2481.9203	12.26
	山东鲁南	4259.29	21.03
	柳州利达	204.18	1.01
碳酸钠	江苏华昌	1441.09	97.85
	重庆宜化	31.68	2.15
碳酸氢钠	上海伊盟	1404.32	62.5
	桐柏博源	842.59	37.5
甲醇	三菱商事	4922.96	100
盐酸	江苏梅兰	1552.57	94
	阿克苏	98.94	6

资料来源：公司提供

能耗方面，2011 年 3 月公司全资收购了江苏江源热电有限公司，可为公司电力和蒸汽等能源需求提供保障。

总体看，公司制定了合理的采购策略，受大宗物资行情影响，原材料采购价格波动明显且燃油价格上涨造成了运输成本压力，对成本控制提出了更高要求。

3. 生产经营

公司维生素 C 原料药产品生产包括普通维生素 C 及其衍生物、包衣维生素 C、颗粒维生素 C 等，主要是药用级、食品添加剂、饲料

添加剂、淀粉类、非淀粉类等用途的高附加值维生素 C2 产品，所有产品均通过 GMP、ISO9001、HACCP3、IP4、FAMI-QS5 体系以及 HALAL（伊斯兰清真认证）、KOSHER（犹太认证）证书的认证，产品质量得到保证；营养保健品业务以“艾兰得”品牌为主导，生产各种片剂、胶囊剂、粉剂以及贴牌加工(OEM)。公司生产的其他产品包括 2-酮基-L-古龙酸、工业用维生素 C、动物饲料预配料、宠物保健品。公司建有东、西、北 3 个厂区，其中东厂区是维生素 C 原料药生产区，西厂区和北厂区生产营养保健品。

维生素 C 原料药

公司拥有一条维生素 C 生产线，产能 2 万吨，是行业内产能最大的单体生产线，采用二步发酵法生产工艺。公司关键设备均从国外进口，装备水平在国内同行业领先。公司生产过程及产品均通过了欧盟 COS 认证、日本 JDMF 认证和德国 GMP 认证。

在生产原则上，公司实行以销定产，每月维生素 C 原料药的库存保持在 1 千吨左右，以供客户非常规订单和自身保健品生产需要，每年定期对设备进行检修。另外，公司根据市场需求情况调整每年的生产计划，受金融危机影响，国内外市场需求减少，全球维生素 C 市场行情低迷，公司在 2009 年停产进行设备检修 4 个月，产量减少，随着经济复苏，市场需求回暖，2010 年缓慢增加产量，2008~2010 年维生素 C 产量分别为 22580 吨、15344 吨、19975 吨，其中 2010 年产量较 2009 年增长 30.18%。2011 年上半年，公司维生素 C 产量为 12156 吨，鉴于公司计划下半年停产检修 2~3 个月，上半年公司满负荷生产进行备货，导致在 4 月

²高附加值维生素 C 一般指维生素 C 的衍生物和混合物，以及出口国外医药原料市场的药用级维生素 C。这些产品的技术含量较高，客户对产品和供应商的要求很高，对价格不太敏感，竞争对手较少，所以附加值较高。

³ HACCP 是“Hazard Analysis Critical Control Point”（即危害分析和关键控制点），是一个国际认可的、保证食品免受生物性、化学性及物理性危害的食品安全控制及预防体系。

⁴ IP 认证是目前在欧美通行的证明农产品非转基因“身份”的质量控制系统。

⁵ FAMI-QS 是指欧洲饲料添加剂和预混合饲料质量体系。

份发改委维生素 C 生产配额计划下发的情况下，公司上半年的产量仍实现了 2010 年的 60.85%。2011 年公司在完成发改委配额 1.6 万吨维生素 C 生产计划下，还需生产公司保健品加工和其它深加工产品自用 3000 吨左右，预计 2011 年维生素产量与 2009 年相比变化不大。

营养保健品

目前公司营养保健品主要包括三个系列：维生素 C 类片剂、其他维生素类（含矿物质）片剂和胶囊、氨基葡萄糖+软骨素类片剂。公司营养保健品生产车间总建筑面积 2 万平方米，配套仓库面积 7000 平方米，均按净化厂房标准设计，符合美国 FDA 膳食补充剂 CGMP 的要求。2008~2010 年公司营养保健品产量分别是 3.77 亿片、20.46 亿片、19.63 亿片，总体呈上升趋势。2011 年 1~6 月营养保健品产量 8.69 亿元，是 2010 年全年的 44.26%。

一般情况下，公司保健品经营模式以自有品牌生产和 OEM 为主。在国内外保健品市场 OEM 生产需求快速增长的机遇下，2007 年下半年起公司实施保健品 OEM 生产模式，但在整个保健品生产中占比较小。公司保健品 OEM 合作对象主要有（1）超市、药店等大型零售终端，如美国和英国连锁商超、药店、健康美容店；国内有海王星辰连锁药房、老百姓连锁药房等国内前 20 强连锁药房；（2）行业分销商，此类合作目的主要是使得产品的触角能延伸到很多偏远、欠发达国家和地区。

公司从 2010 年起投入 2.58 亿元，新建 3 个大型制剂、粉剂和软胶囊车间用于保健品生产，预计 2012 年交付使用。上述生产车间投产后，公司将形成片剂年生产能力 120 亿片、软胶囊 10 亿粒、粉剂 1000 吨。

生产环保

环保方面，公司累计完成环保投入 1.2 亿元，建有占地 42 亩的污水处理车间，日处理能力 13000 吨。公司回收利用废水处理过程中产生的沼气，每年节省标准用煤 12000 吨，减

少二氧化硫排放 720 吨。目前公司被认定为江苏省循环经济试点企业和江苏省清洁生产先进企业。

总体看，公司单体产能规模优势明显，生产工艺先进，产品及生产过程得到多项认证，产品质量控制较好，受市场需求制约以及产能过剩影响，维生素 C 原料药持续生产不足，公司加大了保健品生产力度，生产环保工作到位。

4. 产品销售

公司产品销售由子公司和分公司负责具体运作，其中苏州分公司负责维生素 C 系列和保健品出口销售，苏州艾兰得商贸有限公司负责维生素 C 系列产品的国内销售，江苏艾兰得营养品有限公司负责“艾兰得”系列产品的国内销售，苏州瑞康生物科技有限公司负责除“艾兰得”系列产品外的营养保健品的国内销售。

维生素 C

公司维生素 C 原料药销售模式约 85%为渠道销售。近三年公司维生素 C 原料药销售量稳定，保持在 1.7 万吨左右，但受市场供需影响，维生素 C 原料药价格波动较大，2009 年销售价格高主要因为受金融危机影响，当年药企预期市场需求弱而减少产量，供给下降，价格上扬，经济复苏带动维生素 C 原料药生产企业增加产量，供应增加，价格回落，2010 年平均价格（含税）较 2009 年下降了 25.87%，2011 年 1~6 月销售量是 2010 年的 81.90%，主要是上半年保持了满负荷生产和结转了 2010 年部分库存，产销率超过 100%；销售价格较 2010 年下降了 35.79%，主要是针对行业产能过剩和新竞争者加入的新形势，公司充分利用成本优势，改变销售策略，降价销售价格。2011 年下半年随着维生素 C 配额制度的出台，出口受到限制，维生素价格 C 价格有望回升。

在客户选择上，公司通过产品价值、客户信誉和细分市场策略筛选淘汰，形成了自有的

客户体系。从销售格局来看，近三年平均 92.05% 的维生素 C 原料药出口到国外，以渠道销售为主，2010 年公司维生素 C 原料药出口量达到 1.56 万吨，占维生素 C 原料药销售量的 92.77%，结算多采取 T/T 汇款方式，少量信用证，给予 1 个月账期。内销方面，近三年维生素 C 原料药国内销售量逐年降低，以直销为主，但在某些以养殖户为消费主体的区域，保留少量县级区域经销商。

营养保健品

近三年公司加大营养保健品的销售力度，随着人民保健意识的增加，公司产品销量增长趋势明显，2010 年销售量达到 19.63 亿片，因公司保健品处于刚起步阶段，为迅速占领市场，公司在结算方面给予客户的账期较长。自有品牌销售模式分为渠道和直销两种，销售量

分别占 25%、75%，直销区域以江、浙、沪地区为主，目标客户为药房、超市等。公司 OEM 合作客户主要有沃尔玛、COSTCO 两个大型连锁超市，公司给予一定账期。

在销售价格上，公司自主品牌产品直接销售给终端客户，根据品种和当时市场情况定价，2009 年和 2010 年保健品行情低迷，价格急剧下降，2011 年受经济复苏和通胀影响，再加上 2011 年公司增加了氨基葡萄糖等高附加值较高的保健产品，销售价格回升速度很快，2011 年 1~6 月保健品平均价格（含税）上升至 1927.08 元/万片。

目前公司产品已经进入全国百强连锁药店（老百姓大药房、海王星辰等）和全国百强商业超市（沃尔玛、大润发等）。

表 8 公司主要产品销售情况

产品	年份	销量（吨/万片）	平均价格（含税）（元/吨，元/万片）	销售额（万元）	出口量（吨、万片）	出口额（万元）
维生素 C 系列	2008 年	17843.46	75758.66	115535.19	16255.83	104829.58
	2009 年	17009.33	96791.85	140712.18	15592.17	130397.29
	2010 年	17209.37	71747.53	105530.19	15555.08	97896.03
	2011 年 1~6 月	14095.77	46068.04	55501.24	13550.20	53127.16
营养保健品	2008 年	37316.15	1016.73	3242.75	6741.22	506.48
	2009 年	196034.72	708.2	11866	132842.16	7321.87
	2010 年	200331.79	772.35	13224.48	95634	5617.82
	2011 年 1~6 月	76099.42	1927.08	12534.17	42470.12	8836.50

资料来源：公司提供

表 9 公司产品销售结构情况（单位：%）

区域	产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~6 月
国内销售	维生素 C 系列	8.16	6.17	5.07	3.24
	保健品	2.27	2.93	4.73	5.04
	其他	1.30	1.70	4.66	7.28
国外出口	维生素 C 系列	87.85	84.49	79.65	72.40
	保健品	0.42	4.71	5.88	12.04

资料来源：公司提供

总体看，公司产品销售分工明确，维生素 C 原料药销售量基本稳定，以出口国外为主，价格波动大，保健品销售力度加大，销售量上

升。

5. 经营效率

2008~2010 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数波动较大，2010 年分别为 23.05 次、2.96 次和 0.52 次，总体看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

公司未来发展规划是：一方面做深原料业务，大力发展高附加值、高技术含量的医药级维生素 C 产品和其它维生素 C 深加工产品，同

时大力开发附加值高的生物发酵技术新产品；另一方面做大做强保健品业务，推动从原料生产到“制剂代工、品牌销售并举”的产业链整合，打造营养保健品领域领先企业。

公司根据发展战略制定了未来三年投资计

划，主要在创新药物发展、优势产业升级与延伸、制剂拓展和特色原料药、制剂加工平台四个领域重点实施多项投资项目。目前公司在建工程主要是加大 GMP 的更新改造、厂房新建及扩建、设备更新改造。

表 10 公司主要在建工程和未来投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	项目主体	项目描述	资金来源	项目建设期	投资总额	投资进度安排		
							2011 年	2012 年	2013 年及以后
1	保健品腾飞项目	江山制药	保健品生产基地	53.5%自筹，46.5%拟利用本次中票发行募集资金	2010-2012	25800.00	16787	9013.00	-
2	GMP 综合改造	江山制药	按照欧盟 EUGMP 标准，升级改造生产车间、化验室及库房等	53.5%自筹，46.5%拟利用本次中票发行募集资金	2010-2012	2150.00	1115	1035.00	-
3	工程技术研究中心项目	江山制药	新建生物制药发酵工程技术研究中心	75%自筹，25%拟利用本次中票发行募集资金	2011-2013	11900.00	3000	5000	3900
4	维生素 C 生产线节能改造项目	江山制药	维生素 C 生产线的技改工程	100%自筹	2011-2012	2168.00	1600	568	-
5	环保沼气再利用技改项目	江源热电	实施从燃煤锅炉向燃气锅炉的改造，对江山制药环保沼气进行再利用	100%自筹	2011	1000.00	1000	-	-
6	环保提标项目	江山制药	环保废水进一步处理回用	100%自筹	2011-2012	2000.00	500	1500	-
7	新建北横港桥项目	江山制药	厂区交通设施	100%自筹	2011	300.00	300	-	-
8	西来项目	江山制药	新建生物发酵生产基地	100%自筹	2011-2015	6000.00	500	1,000	4500
9	GMP 改造项目	江山制药	按新 GMP 标准要求对维生素 C 生产线实施升级改造	100%自筹	2011-2013	3500.00		1500	2000
10	预混料项目	江山制药	新建预混料生产车间	100%自筹	2012-2013	1000.00	-	500	500
11	环保污泥焚烧项目	江源热电	改造锅炉，实现环保污泥焚烧	100%自筹	2012-2013	3000.00	-	2000	1000
12	保健品新型制剂中心项目	江山制药	新建保健品制剂车间	100%自筹	2013-2014	4200.00	-	-	4200
合计						63018.00	24802	22116.00	16100

资料来源：公司提供

公司计划未来三年投资项目较多，预计总投资 6.30 亿元，将通过银行借款和自筹资金融资。

公司预计 2011 年-2013 年实现营业收入分别为 129850 万元、178460 万元、251000 万元，利润总额为 22324.65 万元、41202.46 万元、69388.82 万元，从目前经营情况看，公司实现上述目标具有一定的可能性。

总体看，公司在建工程较多，资金缺口较大，未来业务向纵深发展也需要不断增加投资，

资金需求压力加重，联合资信关注其未来融资情况。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008 年~2010 年的财务报告已经靖江新天地联合会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2011 年上半年财务数据未经审计。

公司 2008 年和 2009 年合并范围包括全资子公司苏州艾兰得商贸有限公司和苏州瑞康生物科技有限公司，2010 年新增全资子公司江苏艾兰得营养品有限公司。2011 年 3 月公司新增全资子公司江苏江源热电有限公司。

截至 2010 年底，公司资产总额 26.30 亿元，所有者权益合计 17.86 亿元；2010 年公司实现营业收入 12.67 亿元，利润总额 4.55 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 26.91 亿元，所有者权益合计 18.86 亿元；2011 年 1~6 月公司实现营业收入 7.41 亿元，利润总额 1.09 亿元。

以下分析以 2008~2010 年报表数据为主，2011 年上半年财务数据为辅。

2. 资产质量

2008~2010 年，公司资产规模保持了较快增长态势，年均增长 37.04%，主要由于收入和债务规模扩张所致。截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 26.30 亿元，其中流动资产占 72.93%，非流动资产占 27.07%。截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 26.90 亿元，其中流动资产占比 71.58%、非流动资产 28.42%。

流动资产

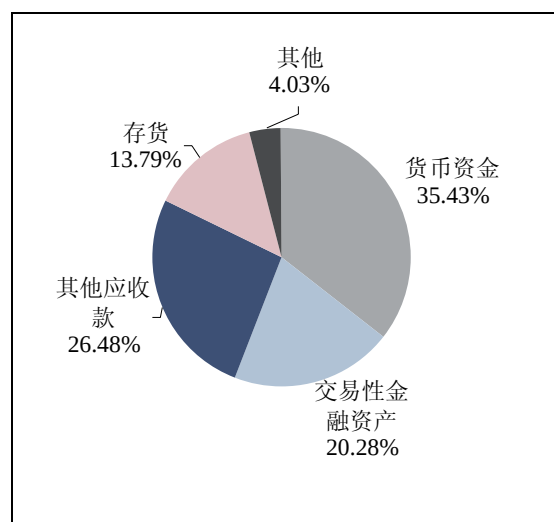
2008~2010 年，公司流动资产规模迅速增长，年均增速为 45.85%，且占总资产的比重逐步上升。截至 2010 年底，公司流动资产为 19.18 亿元，其中货币资金（35.43%）、交易性金融资产（20.28%）、其他应收款（26.48%）和存货（13.79%）占比较大。

2008~2010 年，公司货币资金规模快速增长，年均增长 32.21%。截至 2010 年底，公司货币资金 6.79 亿元，其中银行存款占 16.79%；其他货币资金 5.65 亿元，占比 83.21%，主要是保函保证金和远期结汇保证金。公司货币资金中能够自由使用的资金较少。

2008~2010 年公司交易性金融资产增长迅速，截至 2010 年底，公司交易性金融资产 3.89 亿元，主要是公司在各大银行投资的理财

产品，2010 年底已经得到投资收益 646.57 万元。

图4 2010年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2008~2010 年，公司其他应收款年均增长 70.38%。截至 2010 年，公司其他应收款余额 5.08 亿元，其中应收关联方往来款 4.52 亿元。前十名欠款单位欠款金额占其他应收款总额的 98.95%。从账龄结构看，1 年以内的占 18.52%，1~2 年占 63.93%，2~3 年占 17.55%。2010 年底公司对其他应收款计提坏账准备 7319.66 万元，计提较充分。

2008~2010 年，公司存货年均增长 16.40%，截至 2010 年底，公司存货为 2.64 亿元，其中原材料、库存商品和自制半成品分别占比 16.66%、80.38%和 2.96%。公司未计提存货跌价准备。

截至 2011 年 6 月底，公司流动资产合计 19.29 亿元，主要以货币资金（占 49.29%）、其他应收款（占 18.94%）和存货（占 12.65%）为主，与 2010 年相比，交易性金融资产下降了 12 个百分点，主要是公司部分理财产品到期所致。流动资产中货币资金较 2010 年底增加 2.72 亿元，主要是公司收回了部分交易性金融资产和其他应收款；应收账款较 2010 年底增加 0.93 亿元，主要是 2011 年公司保健品市场较好，截至 6 月底保健品收入达到 1.25 亿元，是 2010 年保健品总收入的 94.78%，而销售正常结算是

3 个月，导致应收账款增加。

非流动资产

2008~2010 年，公司非流动资产年均增长 19.48%，2010 年非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，分别占比 62.96%、24.25%和 9.63%。

2008~2010 年，公司固定资产规模基本保持稳定，2010 年底公司固定资产合计 4.48 亿元。固定资产原值中，房屋建筑物和机器设备分别占比 27.15%和 65.75%。公司未计提固定资产减值准备。

2009 年以来公司加大了技改力度，在建工程增长较快，2010 年在建工程 1.73 亿元，其中工程设备占比 38.50%，预付工程价款 36.64%。

2010 年公司无形资产 0.69 亿元，其中技术转让费占比 5.88%，其余均为土地使用权。

截至 2011 年 6 月底，公司非流动资产 7.63 亿元，以固定资产（占比 62.03%）和在建工程（占比 25.25%）为主。

总体看，近年来公司资产规模增长较快，但货币资金占比偏高，关联企业往来款较多；非流动资产中以固定资产和在建工程为主，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益增长迅速，年均增速为 57.32%，主要是来自未分配利润的增加。从构成来看，2010 年公司所有者权益 17.86 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占比 6.89%、6.26%、3.84%和 83.02%。其中资本公积 1.12 亿元，主要是资本溢价和外币资本折算差额。截至 2011 年 6 月底，公司所有者权益 18.86 亿元，其中未分配利润较 2010 年增加了 0.99 亿元、少数股东权益增加了 132 万元，其余科目未发生变动。总体看，公司所有者权益稳定性较低。

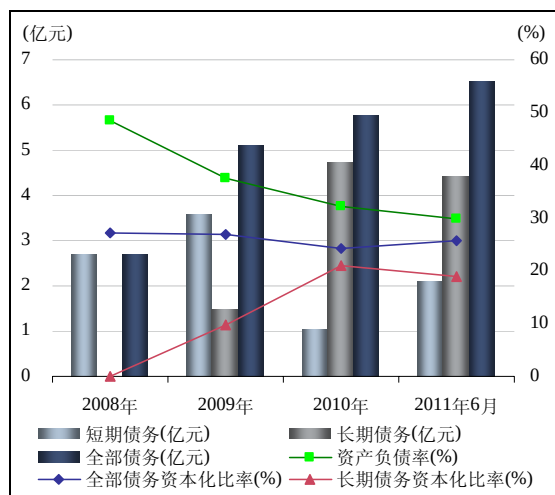
2008~2010 年，公司负债规模稳定增长，年均增长 11.51%，2010 年公司长期借款大幅增加至 4.72 亿元。截至 2010 年底，公司负债

总额 8.44 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 44.08%和 55.92%。

截至 2010 年底，公司流动负债 3.72 亿元，主要由短期借款（占 14.92%）、应付票据（占比 12.82%）、应付账款（占 20.37%）和预收账款（占 48.58%）组成，其中短期借款 5550 万元，是以土地使用权抵押从中国银行股份有限公司靖江支行的借款。应付账款 7577.85 万元，主要是应付原材料款，其中账龄在 1 年以内的占 91.21%、1~2 年的占 7.64%、2-3 年的占 1.15%，公司没有计提坏账准备。预收账款 18074.37 万元，为预收的产品销售款。

截至 2011 年 6 月底，公司负债总额为 8.06 亿元，流动负债和非流动负债占比变化不大，但流动负债结构变化较大。其中与 2010 年相比，短期借款增加了 0.88 亿元，预收账款下降了 82.35%。其中公司新增短期借款至 1.44 亿元，主要是公司保健品业务增长快，且主要是出口业务，公司为了应对人民币升值，增加了以提款单等商业票据抵押的银行贷款。

图5 2008~2011年6月公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2008~2010 年，公司债务总额大幅增长，年均增长 46.42%。截至 2010 年底全部债务为 5.75 亿元，其中短期债务占比 17.94%，长期债务占比 82.06%。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率平均值分别为 36.97%、25.63%和 13.37%；2010 年底，

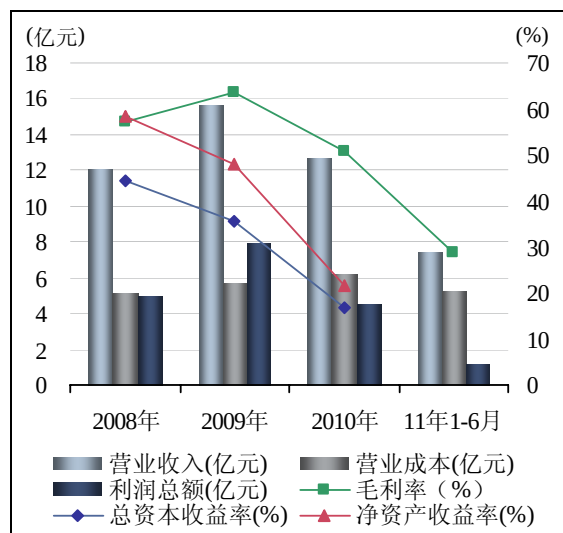
上述三项指标值分别为 32.10%、24.36%和 20.91%。

2011 年 6 月底，公司全部债务 6.51 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 29.94%、25.67%和 18.99%。

总体看，公司权益结构中未分配利润占比高，权益稳定性弱，随着保健品市场的拓展，近几年负债总额稳步增加，长期债务占比略高，但整体资产负债比率不高，债务负担适中。

4. 盈利能力

图 6 2008~2011 年 6 月公司主要盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

2008~2010 年公司营业收入略有波动，2010 年较 2009 年下降 2.94 亿元，主要原因是 2010 年维生素 C 出口单价下降 31.3%所致，2010 年公司营业收入 12.67 亿元。受主要原材料价格波动影响，2008~2010 年公司营业成本年均增长 9.50%，略高于营业收入增幅。

近三年，公司期间费用分别为 1.80 亿元、2.07 亿元、2.09 亿元，分别占营业收入的比重为 14.92%、13.24%、16.49%，占比较大，期间费用中大多数为管理费用，主要包括公司经费、研究开发支出，公司费用控制能力有待提高。

受产品价格、原材料价格和期间费用波动影响，公司利润总额也出现相应波动，三年分别为 4.94 亿元、7.88 亿元、4.55 亿元。

2010 年公司新增公允价值变动损益 1947.29 万元，主要是公司投资的交易性金融资产增加所致。

从主要盈利指标看，2008~2010 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率呈波动下降趋势，主要原因是未分配利润的积累导致所有者权益增大，产品销售价格下跌和材料价格上涨挤压了相关利润。近三年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率平均值分别为 55.87%、28.01%和 36.90%。2010 年以上指标分别为 50.79%、16.93%和 21.74%。

2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.41 亿元，营业成本 5.27 亿元，实现利润总额 1.09 亿元，以上指标分别占 2010 年全年的 58.43%、84.73%、24.05%。2011 年上半年营业费用 4874.64 万元，较 2010 年增长了 968.45 万元，主要是公司增加了保健新品艾兰得氨基酸葡萄糖硫酸软骨素片广告投入所致。2011 年上半年公司取得投资收益 2848.07 万元，为公司取得的理财产品收入。

总体看，受产品销售价格波动影响，公司营业收入亦有波动，材料价格上涨导致成本上升，费用控制能力不强挤压了利润总额，盈利能力下降趋势明显。

5. 现金流

经营活动方面，2008~2010 年公司经营活动产生的现金流入量有所波动，受产品价格下降的影响，2010 年是 13.66 亿元，较 2009 年下降 2.45 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。从收入实现质量指标看，2008~2010 年，公司现金收入比平均值是 103.67%，公司收入实现质量较好。经营活动产生的现金流出主要是购买原材料、支付的各项税费以及关联款，2008~2010 年公司经营活动产生的现金流量净额是 5.89 亿元、4.04 亿元和 2.98 亿元。

投资活动方面以现金流出为主，主要为在建、扩建、技改等方面的投资支出，2008~2010 年公司投资活动产生的现金流量净额分别是

-1.10 亿元、-1.83 亿元和-4.04 亿元。2008 年~2010 年，公司均有一定规模的投资，其中 2008 年和 2009 年公司投资规模较小，且经营活动现金流入量较大，筹资活动前净现金表现为净流入，分别为 4.79 亿元和 2.21 亿元；2010 年开始随着投资规模的增加，以及经营活动获现能力的减弱，公司筹资活动前现金流净额表现为净流出，为 1.06 亿元。

筹资活动方面，2008~2010 年公司筹资方式主要为借款，现金流出以还本付息为主，近三年筹资活动产生的现金流量净额分别是 -1.56 亿元、1.11 亿元和 0.60 亿元。

2011 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.49 亿元，主要由于保健品销售力度加大，而结算周期较长，经营现金回笼较慢，收入实现质量下降；截至 2011 年 6 月底，公司部分理财产品到期，公司收回投资和收益，投资活动主要表现为现金流入量 2.60 亿元，筹资活动前产生的现金流量为 1.33 亿元；筹资活动仍以借款和支付债务为主。

总体来看，公司经营活动现金流量净额逐年下降，若接近三年收入呈下降，成本呈上升的趋势考虑，未来经营活动现金流量可能日趋紧张；投资规模逐年扩大导致现金流出增加，筹资活动主要依赖银行借款。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008~2010 年公司流动比率和速动比率增长迅速，2010 年分别为 515.43%和 444.35%。2011 年 6 月底，流动比率和速动比率继续增加，为 529.97%、462.95%。

2008~2010 年，公司经营现金流动负债比均值 75.15%。总体看，公司短期债务规模较小，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2008~2010 年，受利润影响，公司 EBITDA 有所波动，三年分别为 5.52 亿元、8.40 亿元、5.24 亿元，其中 2010 年公司长期借款增加较多，债务规模上升。近

三年全部债务/EBITDA 分别为 0.49 倍、0.61 倍、1.14 倍；EBITDA 利息倍数分别为 29.32 倍、89.81 倍、43.82 倍，EBITDA 对利息的保障能力有所下降但仍处于行业较好水平，长期偿债能力较强。

截至 2011 年 6 月底，公司共获得银行授信 14.27 亿元，其中未使用额度 6.72 亿元。

目前公司面临的诉讼：维生素 C 反垄断案件：由美国直接购买者及间接购买者（即消费者）向包括江山制药在内的中国五家主要维生素 C 生产企业提起的集团诉讼，受理法院为美国纽约东区联邦法院。该案目前尚未进入实体审理阶段。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行 2011 年第一期中期票据 5 亿元，占 2011 年 6 月底全部债务的 76.79%，对公司债务影响大。

截至 2011 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.96%和 25.68%，以公司 2010 年 6 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期 5 亿元中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 40.92%和 37.91%，公司债务负担增加。考虑到本次募集资金有 1.95 亿元用于置换现有银行存款，发行后公司实际负债水平和债务负担可能低于预测值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2008 年~2010 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 1.10 倍、1.68 倍和 1.01 倍，对本期中期票据的保障能力适宜。

截至 2011 年 6 月底，公司现金类资产（已扣除银行承兑汇票保证金等受限制的现金类资产）6.88 亿元，公司现金类资产对本期中期票据保障倍数为 1.38 倍，保障能力较强。

2010 年公司经营活动现金流入量为 13.66

亿元,经营活动产生的现金流量净额2.98亿元,分别为本期中期票据的2.73倍和0.60倍,总体看,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较强。

总体看,本期中期票据到期不能偿还的风险较低,安全性较高。

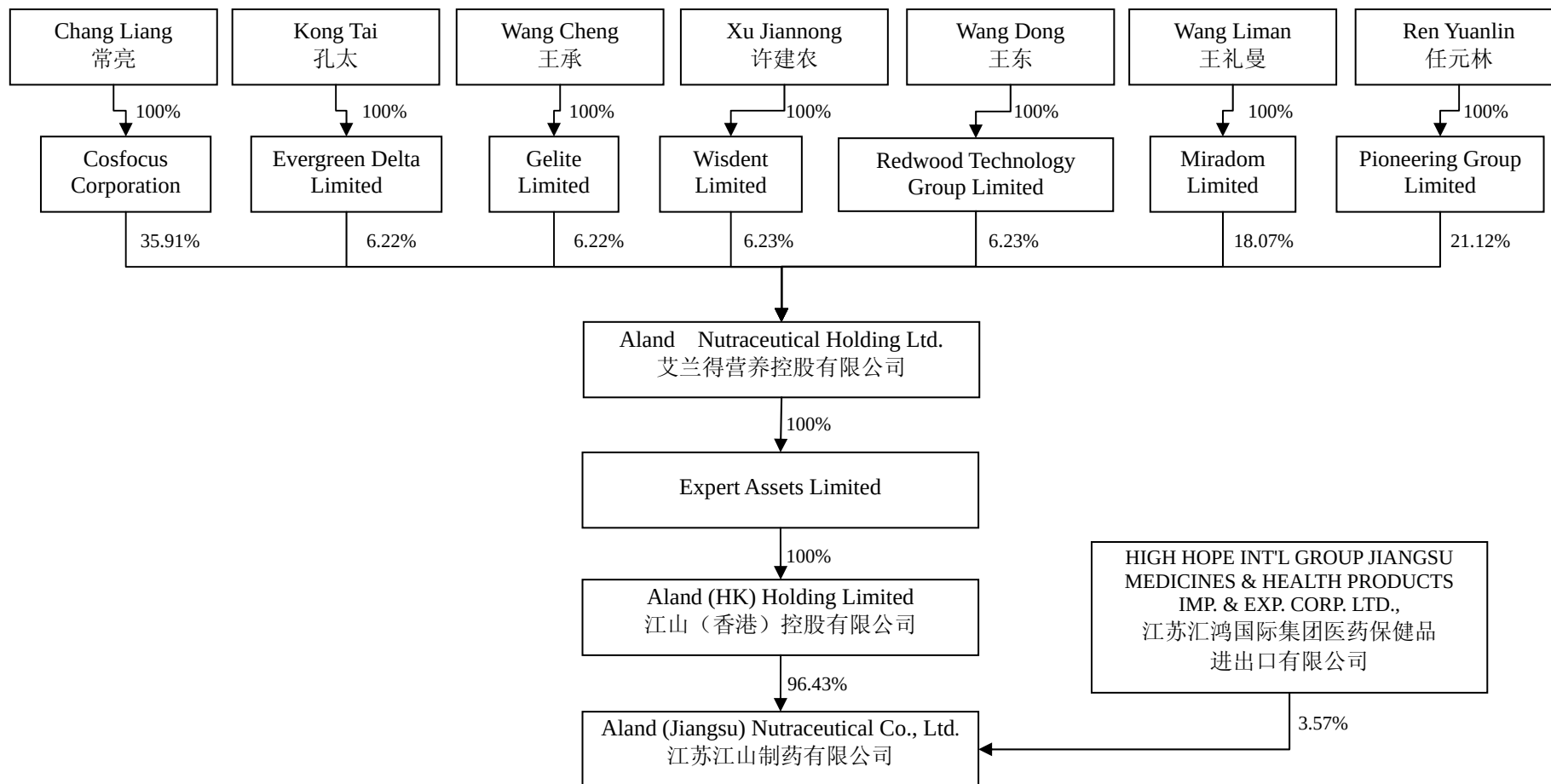
九、综合评价

随着居民生活水平的提高及保健意识的增强,近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动和行业调整下,市场需求将支撑医药行业景气度延续,发展前景较好。

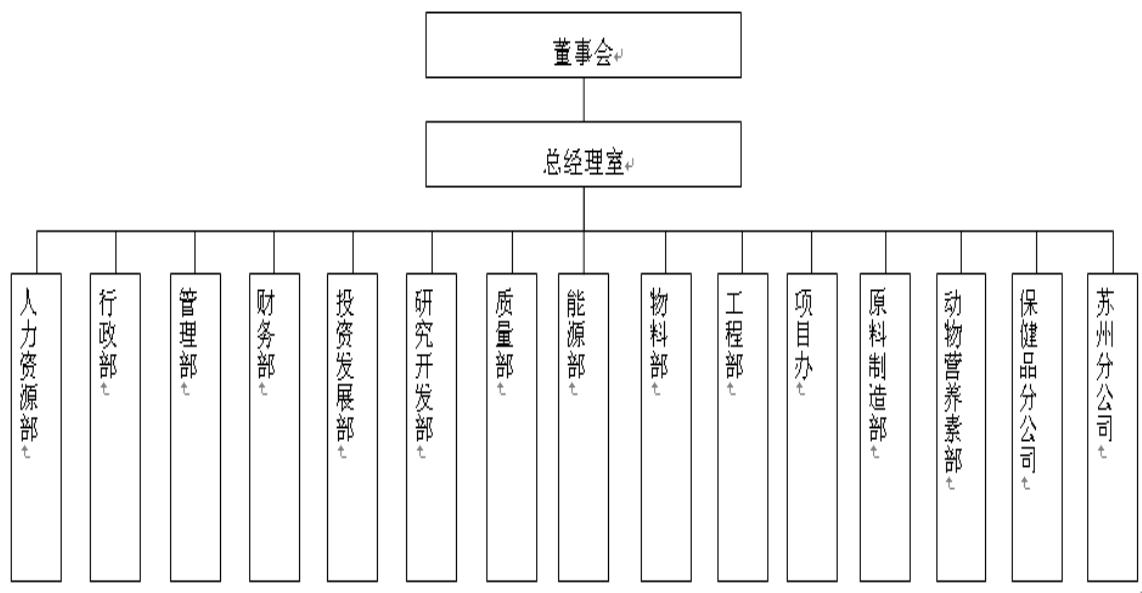
公司作为世界上维生素C单线产能规模最大的生产企业,在行业前景、生产工艺、技术研发、产品质量和环保等方面具有明显的竞争优势。目前公司整体资产质量尚可,债务负担较轻;受产品价格波动下滑,整体盈利能力有所下降,但经营活动现金流量充足,偿债能力较强。总体看,公司主体信用风险低。

本期中期票据对公司现有债务影响大,但公司经营活动现金流量和EBITDA对本期债券保障程度较高。总体看,本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1 公司股权架构图



附件 2 公司组织机构图



附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	38869.60	72102.95	67942.08	32.21	95067.25
交易性金融资产	5540.00	12800.00	38889.93	164.95	15950.52
应收票据	159.59	309.00	40.74	-49.48	3026.42
应收账款	6959.42	4373.07	6273.71	-5.05	15570.70
预付款项	1545.82	465.45	855.72	-25.60	1296.62
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	17494.97	56573.19	50785.39	70.38	36541.36
存货	19521.10	15585.77	26447.79	16.40	24392.07
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	70.44	100.68	552.88	180.16	1041.49
流动资产合计	90160.94	162310.12	191788.24	45.85	192886.42
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	1000.00	1000.00		1000.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	41943.10	40000.94	44827.99	3.38	47302.27
在建工程	1692.74	11187.83	17266.44	219.38	19253.91
工程物资	182.20	239.46	184.16	0.54	198.31
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		-4.72
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	5582.99	7052.00	6857.52	10.83	6928.71
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	471.32	1051.24	1062.01	50.11	1581.29
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	49872.36	60531.47	71198.11	19.48	76259.77
资产总计	140033.29	222841.59	262986.35	37.04	269146.19

附件 3-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	21855.75	29136.08	5550.00	-49.61	14364.37
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	4974.78	6842.18	4769.52	-2.08	6545.43
应付账款	4537.85	7352.60	7577.85	29.23	8746.02
预收款项	18620.54	16272.24	18074.37	-1.48	3189.78
应付职工薪酬	112.00	112.00	114.04	0.91	153.98
应交税费	4083.44	4572.44	-2667.88		-700.51
应付利息	0.00	0.00	71.75		49.31
应付股利	10048.52	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	581.61	562.33	761.51	14.43	1128.86
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	3065.13	3566.79	2957.98	-1.76	2918.34
流动负债合计	67879.62	68416.66	37209.14	-25.96	36395.58
非流动负债：					
长期借款	0.00	15000.00	47200.00		44200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	0.00	15000.00	47200.00		44200.00
负债合计	67879.62	83416.66	84409.14	11.51	80595.58
所有者权益：					
实收资本(或股本)	12303.20	12303.20	12303.20	0.00	12303.20
资本公积	11216.24	11144.82	11176.45	-0.18	11194.61
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	6849.81	6849.81	6849.81	0.00	6849.81
未分配利润	41784.43	109127.11	148247.75	88.36	158070.99
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	72153.68	139424.93	178577.21	57.32	188418.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		132.00
所有者权益合计	72153.68	139424.93	178577.21	57.32	188550.61
负债和所有者权益总计	140033.29	222841.59	262986.35	37.04	269146.19

附件 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~6 月
一、营业收入	120843.86	156090.37	126729.84	2.41	74052.35
减: 营业成本	51874.15	56572.00	62202.37	9.50	52708.07
营业税金及附加	135.72	231.65	161.36	9.04	360.98
营业费用	4444.96	3306.75	3906.19	-6.26	4874.64
管理费用	11302.88	15911.50	15524.02	17.19	6805.11
财务费用	2285.75	1452.91	1440.06	-20.63	957.49
资产减值损失	0.00	0.00	0.00		0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	1947.29		60.59
投资收益	16.05	169.17	646.57	534.73	2848.07
其中: 对合营企业投资收 益	0.00	0.00	0.00		0.00
补贴收入	68.15	1.36	6.68	-68.70	0.00
二、营业利润	50884.60	78786.09	46096.38	-4.82	11254.72
加: 营业外收入	114.78	1293.13	543.04	117.51	58.51
减: 营业外支出	1601.02	1256.77	1140.87	-15.58	367.39
其中: 非流动资产处置损 失	0.00	0.00	0.00		4.00
三、利润总额	49398.37	78822.46	45498.55	-4.03	10945.83
减: 所得税费用	7337.32	12000.33	6684.16	-4.55	1122.60
四、净利润	42061.05	66822.12	38814.39	-3.94	9823.24

附件 5 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~6 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	129535.30	159096.26	130916.44	0.53	55305.68
收到的税费返还	2149.95	119.73	3935.66	35.30	4668.84
收到其他与经营活动有关的现金	75.71	1921.04	1746.20	380.27	17767.01
经营活动现金流入小计	131760.96	161137.03	136598.30	1.82	77741.53
购买商品、接受劳务支付的现金	57873.13	50509.88	68752.22	8.99	55237.61
支付给职工以及为职工支付的现金	3980.75	4476.25	5932.43	22.08	3479.29
支付的各项税费	5017.77	10372.97	14702.73	71.18	2352.50
支付其他与经营活动有关的现金	5990.58	55338.80	17399.00	70.42	11768.01
经营活动现金流出小计	72862.23	120697.89	106786.37	21.06	72837.41
经营活动产生的现金流量净额	58898.73	40439.14	29811.93	-28.86	4904.12
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		23000.00
取得投资收益收到的现金	16.05	169.17	646.57	534.73	2848.07
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	110.02	400.79	107.02	-1.37	4.72
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	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		132.00
投资活动现金流入小计	126.07	569.96	753.59	144.49	25984.79
购建固定资产、无形资产等支付的现金	5544.93	10623.57	14474.80	61.57	2997.26
投资支付的现金	5540.00	8260.00	26689.93	119.49	6182.34
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	11084.93	18883.57	41164.73	92.71	9179.60
投资活动产生的现金流量净额	-10958.86	-18313.62	-40411.15	92.03	16805.20
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		0.00
取得借款收到的现金	43314.65	83762.73	53363.84	11.00	16330.53
发行债券收到的现金	0.60	0.41	4.27	167.42	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		773.68
筹资活动现金流入小计	43315.24	83763.14	53368.11	11.00	17104.21
偿还债务支付的现金	36366.20	61482.40	44749.92	10.93	10566.16
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21455.69	11172.90	2373.60	-66.74	1444.80
支付其他与筹资活动有关的现金	1085.46	0.00	248.33	-52.17	349.21
筹资活动现金流出小计	58907.34	72655.30	47371.85	-10.32	12360.17
筹资活动产生的现金流量净额	-15592.10	11107.83	5996.26		4744.03
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	-57.92		11.00
五、现金及现金等价物净增加额	32347.77	33233.35	-4660.87		26464.35

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	16.97	26.45	23.05	22.86	--
存货周转次数(次)	2.66	3.22	2.96	2.98	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.86	0.52	0.69	--
现金收入比(%)	107.19	101.93	103.30	103.67	74.68
盈利能力					
营业利润率(%)	56.96	63.61	50.79	55.87	28.34
总资本收益率(%)	44.39	35.59	16.93	28.02	--
净资产收益率(%)	58.29	47.93	21.74	36.90	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	9.71	20.91	13.37	18.99
全部债务资本化比率(%)	27.11	26.77	24.36	25.63	25.67
资产负债率(%)	48.47	37.43	32.10	36.97	29.94
偿债能力					
流动比率(%)	132.82	237.24	515.43	355.45	529.97
速动比率(%)	104.07	214.46	444.35	307.33	462.95
经营现金流动负债比(%)	86.77	59.11	80.12	75.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.32	89.81	43.82	54.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.49	0.61	1.14	0.85	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.79	0.43	-0.18	0.40	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	25.46	23.65	-9.19	7.60	--
本期中期票据偿债能力					
现金偿债倍数(倍)	0.89	1.70	2.14	1.76	2.28
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	1.10	1.68	1.01	1.23	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.64	3.22	2.73	2.86	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.18	0.81	0.60	0.78	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.96	0.44	-0.21	0.22	--

注：公司 2011 年上半年数据未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 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 中长期债券信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司

关于江苏江山制药有限公司

2011 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

江苏江山制药有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江苏江山制药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，江苏江山制药有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏江山制药有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏江山制药有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如江苏江山制药有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至江苏江山制药有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江苏江山制药有限公司、主管部门、交易机构等。

