

跟踪评级公告

联合[2012] 1224 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏江山制药有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望调整为负面，并维持“11 苏江山MTN1”的信用等级为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十八日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江苏江山制药有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 负面
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
“11 苏江山 MTN1”	5 亿元	2011/12/16-2014/12/16	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 28 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	8.52	10.69	15.83	12.93
资产总额(亿元)	22.28	26.30	30.26	28.98
所有者权益合计(亿元)	13.94	17.86	14.55	13.55
长期债务(亿元)	1.50	4.72	4.30	3.57
全部债务(亿元)	5.10	5.75	13.66	14.13
营业收入(亿元)	15.61	12.67	13.26	8.82
利润总额(亿元)	7.88	4.55	1.39	-0.96
EBITDA(亿元)	8.40	5.06	2.11	--
经营性净现金流(亿元)	4.04	2.98	2.04	-2.18
营业利润率(%)	63.61	50.79	24.23	18.09
净资产收益率(%)	47.93	21.74	8.39	--
资产负债率(%)	37.43	32.10	51.93	53.25
全部债务资本化比率(%)	26.77	24.36	48.43	51.05
流动比率(%)	237.24	515.43	353.70	436.15
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	1.14	6.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	89.81	43.82	6.28	--
经营现金流流动负债比(%)	59.11	80.12	32.05	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

刘献荣

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

跟踪期内, 江苏江山制药有限公司(以下简称“公司”)主导产品维生素 C 产能规模和生产工艺稳定, 多个产品获得国际注册和认证; 公司推动毛利率较高的保健品业务发展, 有望成为公司新的利润增长点。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司所处原料药行业产能过剩、市场竞争激烈, 公司盈利能力下降, 债务规模不断扩大, 债务负担加重。短期内, 维生素 C 行业产能过剩格局难以迅速扭转, 市场行情仍维持低迷走势, 对公司经营及盈利能力带来压力。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻, 评级展望由稳定调整为负面, 并维持“11 苏江山 MTN1”为 AA⁻ 的信用等级。

优势

1. 公司研发平台较先进, 多个产品获得欧盟 COS、美国 USP 等国际注册和认证, 逐渐进入欧美高端市场。
2. 公司调整产品结构, 推动毛利率较高的保健品业务发展, 有望形成新的利润增长点。
3. 公司现金类资产、经营活动现金流入量对“11 苏江山 MTN1”的保障能力较强。

关注

1. 公司主导产品维生素 C 行业产能过剩, 市场竞争激烈, 产品价格低位运行, 对公司盈利和经营现金流量造成负面影响。
2. 公司债务规模持续扩大, 债务负担有所加重。
3. 受累于维生素 C 价格的大幅下跌及营业费用的增加, 2012 年前三季度, 公司营业收入和利润下滑明显。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏江山制药有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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，截至 2012 年 9 月底，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：许可经营项目：药品生产、加工（按许可证所列范围经营）；食品添加剂生产、加工（按许可证所列范围经营）；饲料添加剂生产、加工（按许可证所列范围经营）。一般经营项目：生产、加工卫生材料。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、江苏雅博动物保健品有限责任公司、江苏艾兰得营养品有限公司、江苏江源热

电有限公司。

截至 2011 年底，公司资产总额 30.26 亿元，所有者权益合计 14.55 亿元；2011 年，公司实现营业收入 13.26 亿元，利润总额 1.39 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 28.98 亿元，所有者权益合计 13.55 亿元；2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，利润总额 -0.96 亿元。

公司注册地址：江苏省靖江市江山路；法定代表人：常亮。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长

28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。2011 年，中国全年货物运输总量 369 亿吨，比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里，增长 12.1%。

2012 年前三季度实现国内生产总值 35.3 万亿元，同比增长 7.7%，环比增长 2.2 个百分点。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-9 月，全国民间固定资产投资 15.9 万亿元，同比名义增长 25.1%（扣除价格因素实际增长 23.4%），增速与 1-8 月份持平。其中，东部地区投资 7.9 万亿元，同比增长 21.6%；中部地区投资 4.8 万亿元，同比增长 28.3%；西部地区投资 3.2 万亿元，同比增长 29.6%。2012 年 1-9 月，全国规模以上工业企业实现利润 3.5 万亿元，同比下降 1.8%。在 41 个工业大类行业中，26 个行业利润同比增长，14 个行业同比下降，1 个行业由同期盈利转为亏损。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面

与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第三季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元，同比增长 14.8%。人民币贷款余额 61.51 万亿元，同比增长 16.3%。前三季度社会融资规模为 11.7 万亿元。金融机构贷款利率继续下行。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对

于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

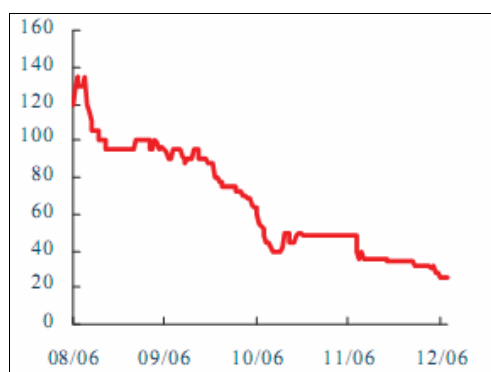
四、行业分析

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，隶属于化学原料药行业。

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。中国可生产全球 2000 多种化学原料药中的 1600 余种，总产量约 80 万吨，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位。其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。2011 年中国化学原料药出口贸易总额 158.3 亿元，同比增长 14.91%，占中国出口类药品贸易总额的 78%，其中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

跟踪期内，中国化学原料药竞争更加激烈，2011 年下半年始，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显加剧。

图 1 维生素 C 价格走势



资料来源：Wind 资讯

维生素 C 主要用于人用食品和医药保健品（约占 95%），全球需求变化不大（约 12 万

吨左右），其中 80% 由中国生产和出口。而由于维生素 C 的生产技术壁垒不高，目前国内产能严重过剩（合计产能约 20 万吨左右），市场竞争激烈，价格自 2009 年以来持续下跌，产品毛利率快速回落。

2011 年 3 月，发改委和工信部颁布《维生素 C 生产计划等事项的通知》，涉及合规产能审定标准、年度生产计划安排以及行业发展监管等；4 月 8 日，国家药监局（SFDA）发文规定，禁止向违规生产维生素原料药厂家颁发《药品生产许可证》；5 月，发改委发布产业结构调整指导目录，将维生素 C 以及上游的古龙酸都列入医药限制类项目。未来还有望对出口环节重新按许可证制度进行管理。密集的调控政策出台将一定程度上遏制维生素 C 价格持续大幅下滑的走势，但短期内行业产能过剩格局难以改变，预计未来一段时间内，市场行情仍将维持低迷走势。

五、基础素质分析

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。

跟踪期内，公司获得发明专利 4 项（维生素 C 类 3 项、保健食品 1 项）、实用新型专利 3 项。公司高纯度维生素 C 钠盐项目通过国家火炬计划立项，EP 级维生素 C 列入国家重点新产品计划。

2011 年 2 月，公司 VC 原料药通过欧盟 GMP 实施最为严格的德国 GMP 认证，获得欧盟 EU-GMP 证书，是中国 VC 行业通过德国 GMP 认证的两家企业之一。公司下属子公司江苏艾兰得营养品有限公司通过了英国 BRC、德

国 IFS、美国 NSF、ISO9001、ISO22000、ISO14001、OHSAS18001 等质量和管理体系的认证。2011 年，该公司 2 个 VC 片剂产品、1 个氨糖片剂产品先后获得美国药典委员会颁发的膳食补充剂 3 张 USP 证书，是中国保健品行业第一家通过美国 USP 认证的保健食品企业；2012 年，公司 VE 软胶囊通过了 USP 认证的现场检查，即将获得相关证书。

2012 年 6 月，公司 VC 钠产品获得欧洲药品质量管理局（EDQM）签发的 VC 钠原料药 COS 证书，这是 EDQM 向中国 VC 企业发出的第一张 VC 钠原料药 COS 证书，标志着公司的 VC 钠产品获得了“高门槛”的欧盟市场认可，企业产品真正从饲料、食品等利润微薄的领域进入医药高端领域，有望获得更大的市场份额和可观的经济效益。

2011 年江苏省将本省 VC 生产配额 16000 吨全部分配给公司。2012 年国家未发布 VC 生产计划，公司是江苏省唯一一家 VC 生产企业，今后国家若有生产、出口配额计划下发，预计江苏省发改委将全部分配给公司。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事长兼总经理常亮先生辞去总经理职务，由王强先生担任总经理，其余无重大变化。

公司总经理王强先生，41 岁，高级经济师，中共党员，研究生学历，曾任靖江市公安局办公室科员，公司进出口分公司副经理、经理，下属营销公司副总经理，公司总经理助理、副总经理，2012 年 9 月始任公司董事、总经理。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍从事维生素 C 原料药、营养保健品的生产和销售业务。近年来随着维生素 C 原料药产能过剩局面加剧，国家限产细则、出口配额等后续产业政策未能如期出台，价格竞争趋于激烈，产品盈利能力下降。公司

进行产品结构调整，加大了营养保健品的发展力度，有望成为公司新的利润增长点。

2011 年公司主营业务收入较上年相比基本保持稳定，其中维生素 C 系列收入仍是主要收入来源，但因销售价格下滑，其收入占比下降至 71%；营养保健品收入占比逐年上升，其他产品收入占比很低但呈现上升趋势。

2012 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 8.82 亿元，较上年同期下降明显，主要是维生素 C 产品销售价格持续大幅下降导致其销售收入减少；另外，维生素 C 系列销售收入占比由上年的 71%大幅下降至 39%。公司加大了保健品业务的发展，实现销售收入 3.58 亿元，占公司整体收入的比重上升至 41%，成为公司主导产品之一。

表 1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

分产品	2010 年		2011 年		12 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
维生素 C 系列	10.55	85	9.25	71	3.47	39
保健品	1.32	11	2.58	20	3.58	41
其他产品 ¹	0.58	5	1.13	9	1.77	20
合计	12.46	100	12.96	100	8.82	100

资料来源：公司提供

从毛利率看，2011 年下半年以来，由于 VC 价格持续下滑，公司维生素 C 系列毛利率由上年的 56.36%大幅下降至 27.67%；保健品毛利率较上年略下降至 27.51%。2012 年 1~9 月，公司维生素 C 系列产品毛利率较 2011 年下降了 15.75 个百分点；保健品毛利率较上年略提升了 0.06 个百分点。

表 2 公司产品毛利率情况（单位：%）

分产品	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
维生素 C	56.36	27.67	11.92

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禽业。

分产品	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
保健品	32.21	27.51	27.57
其他产品	14.30	0.54	14.20
合计	51.84	24.92	18.73

资料来源：公司提供

原材料采购

跟踪期内，公司生产成本构成仍为：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。2011 年公司采购的山梨醇平均价格为 3431.33 元/吨，相比 2010 年有较大幅度下降，2012 年 1-9 月为 3139 元/吨，由于山梨醇同样存在产能过剩情况，因此预计山梨醇价格将长期在低位徘徊。

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。另外，受物价上涨影响，公司能源、人力等成本上升。

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。跟踪期内，公司产能未扩大，仍拥有 1 条年产 2 万吨的生产线，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。2011 年公司维生素 C 产量为 19837 吨，较上年的 19975 吨略有减少，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和其它深加工产品自用量。2012 年 1~9 月，公司产量 12097 吨，比上年同期有所下降，主要由于公司停产检修时间长于上年。

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。2011 年公司营养保健品产量 16.41 亿片，较 2010 年的 19.63 亿片下降 16%，是因为公司优化保健品品种结构，加大氨糖软骨素制剂的生产量，

减少了普通保健品产量。2012 年 1~9 月公司营养保健品产量 18.50 亿片，较上年同期有所增长。

产品销售

2011 年公司维生素 C 产品销售量为 25454.13 吨，较 2010 年的 17209.37 吨增长了 47.91%；但平均销售价格为 42239.61 元/吨，较上年的 71747.53 元/吨大幅下降了 58.87%，主要由维生素 C 产能过剩及竞争激烈影响。2012 年 1-9 月，公司维生素 C 产品销售量为 12263 吨，较上年同期减少，主要由于市场竞争激烈，公司减少普通产品销售量，同时保健品自用 VC 数量增加；销售价格持续下降至 28269.60 元/吨。从销售格局来看，公司维生素 C 原料药主要出口到国外且仍以渠道销售为主，2011 年出口量占 95.30%。

保健品方面，2011 年公司加大了氨基葡萄糖等高附加值产品及 VC 片剂的海外市场销售力度，部分新型品种、剂型有了新突破并实现出口；另一方面公司在国内市场加大了“艾兰得关节活素”的推广力度，产品覆盖了 52 家全国百强连锁药店。2011 年公司保健品销售均价为 1873.51 元/万片，较 2010 年的 772.35 元/万片上涨了 142.57%；销售量为 17.12 亿片，较上年的 20.03 亿片下降 14.53%，原因是公司提升产品销售结构，单片价值高的氨糖片剂销售量增加。2012 年 1-9 月，公司保健品销售量为 20.10 亿片，高于 2011 年全年销售量，主要是公司部分产品相继通过国际高端质量体系认证，出口量增加；在销售格局方面，公司保健品出口量占 66.30%，内销占 33.70%。销售价格方面，2012 年前三季度公司产品销售均价上升至 2087.26 元/万片。

销售结算方面，受维生素 C 市场不景气影响，公司改变销售策略，增加赊销和票据结算形式。

表 3 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	2010 年	17209.37	71747.53	105530.19	15555.08	97896.03
	2011 年	25454.13	42239.61	91895.08	24257.56	88414.2
	12 年 1~9 月	12263.52	29133.08	34667.12	11164.39	31827.52
营养保健品	2010 年	200331.79	772.35	13224.48	95634	5617.82
	2011 年	171246.99	1873.51	25773.21	100214.98	16665.43
	12 年 1~9 月	201517.03	2087.26	25973.22	133270.67	19948.90

资料来源：公司提供

未来发展

根据公司发展战略及投资计划，跟踪期内，投资项目进展情况如下表。

表 4 公司投资项目进展情况

序号	项目名称	项目进展
1	保健品腾飞项目	项目已竣工。
2	GMP 综合改造	204 车间改造、化实验提标升级、纯化水分配改造等已项目完成，项目整体进度约 70%。
3	工程技术研究中心项目	现有研发中心改造、中试一车间已完工，项目整体进度约 30%。
4	维生素 C 生产线节能改造项目	发酵罐节能改造完成 80%、甲醇双效浓缩塔节能改造已完成，项目整体进度 75%。
5	环保沼气再利用技改项目	项目已竣工。
6	环保提标项目	项目暂缓实施。
7	新建北横港桥项目	项目已竣工。
8	西来项目	由于涉及政府用地规划调整，该项目暂时中止实施。
9	GMP 改造项目	201 车间空气处理设备改造、203 车间酯转反应罐改造、208 车间 GMP 改造正在实施，项目整体进度约 40%。
10	预混料项目	项目取消。
11	环保污泥焚烧项目	项目暂缓实施。
12	保健品新型制剂中心项目	项目取消。

资料来源：公司提供

公司保健品腾飞项目、GMP 综合改造、工程技术研究中心项目等重点投资项目进展基本符合预期，但由于维生素 C 市场竞争激烈，营养保健品业务快速增长，为了确保未来三年运营资金安全，公司投资项目适当缩减，部分项

目暂缓实施，在建项目进展顺利，资金压力不大。

八、重大事项

2012 年 10 月，公司收到美国纽约东区联邦法院就多家美国公司及自然人对公司提起的维生素 C 反垄断诉讼的判决。

2005 年 1 月起，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 生产企业提起了集团诉讼，受理法院为美国纽约东区联邦法院。为避免持久诉讼带来的额外费用，也为了最终解决本次反垄断诉讼中针对公司现存的或潜在的指控，经公司董事会同意，2012 年 5 月，公司与原告签署和解协议，向原告分期支付 1050 万美元；2012 年 10 月，美国纽约东区联邦法院批准了上述和解协议，撤销针对公司的反垄断指控。

截至 2012 年 12 月 25 日，公司已支付了 800 万美元和解金，2013 年 3 月将支付剩余 250 万美元。上述诉讼案件的和解一定程度上减少了未来判决中不可预知的风险。国外市场一直是公司的主导市场，公司已充分考虑了反垄断诉讼可能产生的各类费用支出，此事件对公司的正常生产经营影响不大。

九、募集资金使用情况

公司2011年发行了第一期中期票据，发行额度5亿元，期限3年。其中14500万元用于补充营运资金、19500万元用于置换银行贷款、16000万元计划用于技改工程项目建设，截至2012年9月底，已使用1.40亿元。

各募投项目进展情况如下：

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，该项目建设工期两年，总投资1.19亿元。截至2012年9月底，该项目已完成现有研发中心改造、中试一车间的安装调试，累计投资3208.75万元，其中使用募集资金1000万元。

2、计划投入12000万元用于公司保健品腾飞项目建设，该项目建设工期两年，总投资25800万元，其中固定资产总投资16936万元。截至2012年9月底，该项目已竣工，其中使用募集资金12000万元。

3、计划投入1000万元用于公司GMP综合改造建设，该项目建设工期一年半，总投资2150万元。截至2012年9月底，该项目完成进度约70%，项目累计投资1570.26万元，其中使用募集资金1000万元。

十、财务分析

公司提供的2011年财务报表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。公司2012年三季度财务报表未经审计。

1. 盈利能力

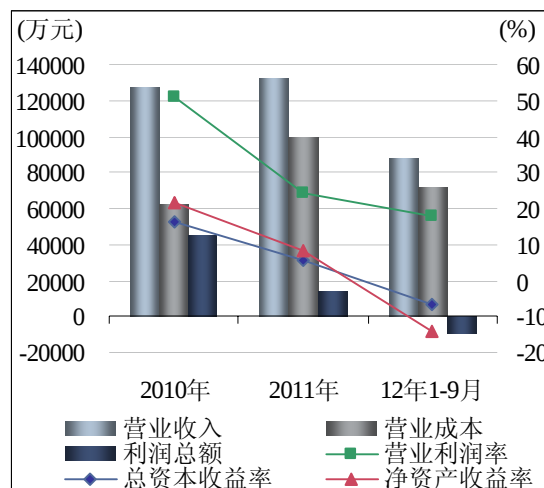
跟踪期内，受维生素C价格持续下跌影响，公司维生素C销售收入下降，2011年公司实现营业收入132582.73万元，较2010年的126729.84万元仅增长4.62%；受销售量增加影响，公司营业成本99537.53万元，较上年增长60.02%；公司加大管理费用开支，期间费用合计为2.09亿元，与上年持平。

2011年公司公允价值变动损益-1133.89万元，主要是公司投资的交易性金融资产所致。投资收益4277.57万元，较上年大幅增加，主要是金融理财产品收益增加。

受成本增加及公允价值变动收益影响，2011年公司营业利润为14455.17万元，较上年的46096.38万元下降68.64%；利润总额为13872.30万元，较上年的45498.55万元下降69.51%。从盈利指标来看，2011年公司营业利润率为24.23%，远低于上年的50.79%，主要原因是维生素C市场价格持续下跌，毛利率下降。受利润减少影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.52%和8.39%，均大幅低于上年水平。

2012年1-9月，公司实现营业收入和利润总额分别为88217.93万元、-9558.06万元，公司利润总额为负，主要由于市场竞争激烈，VC产品毛利率大幅下降导致收入减少，以及公司调整产品结构，大力营销国内保健品市场导致营业费用增加；营业利润率降至18.09%。

图2 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

整体看，跟踪期内，受主导产品维生素C行业产能过剩、市场价格持续下跌影响，公司毛利率和利润均较上年下滑，盈利能力下降；受累于维生素C价格的大幅下跌及营业费用的增加，2012年前三季度，公司营业收入和利润

下滑明显。

2. 现金流

经营活动方面，2011年公司销售商品、提供劳务收到的现金129381.20万元，现金收入比为97.59%，低于上年的103.30%，受维生素C市场行情下跌影响，公司改变销售策略，赊销和票据结算形式增加，收入实现质量下降；收到其他与经营活动有关的现金为40045.42万元，远高于上年水平，主要是收回对外暂借款较多；经营活动现金流入量为176801.51万元，较上年增长29.43%。现金流出方面，公司购买商品、接受劳务支付的现金为120827.70万元，较上年增加75.74%，主要由于随物价不张，能源等生产成本上升；公司经营活动现金流出量为156431.67万元，较上年增加46.49%，受现金流入量增幅小于流出量影响，2011年公司经营活动产生的现金流量净额为20369.84万元，较上年的29811.93万元下降31.67%。

投资活动方面，2011年公司收回投资收到的现金27116.28万元，主要是公司收回到期理财产品，取得投资收益4277.57万元，投资活动现金流入量为31411.67万元，较上年大幅增长。现金流出方面，公司建造保健品生产车间、GMP综合改造、工程技术研究中心等，导致购建固定资产、无形资产等支付的现金5564.25万元，投资支付的现金6182.34万元，均较上年减少，投资活动现金流出合计11746.59万元，较上年减少了71.46%，投资活动现金流量净额转为净流入19665.07万元。

筹资活动方面，2011年公司筹资渠道主要是银行借款和发行债券，筹资活动现金流入89408.93万元，较上年增长67.53%；筹资活动现金流出62719.45万元，较上年的47371.85万元增长32.40%，主要是偿还债务和利息；筹资活动产生的现金流量净额26689.48万元。公司现金及现金等价物净增加额为66820.05万元。

2012年1-9月，公司经营活动现金流入量为118927.93万元，现金收入比为119.05%，但支付其他与经营活动有关的现金大幅增至41495.75万元，原因是对外借款增多，导致公司经营活动现金净流量转为负值21840.96万元，公司继续对原有项目进行投资，投资活动产生的现金流量净额为-16401.87万元，筹资活动产生的现金流量净额10514.78万元，公司现金及现金等价物净增加额-27565.49万元。

总体看，跟踪期内，受维生素C价格持续下降影响，公司经营活动现金流量下降，同期投资活动也减少，筹资渠道拓宽、融资流入增加；2012年前三季度，受借出资金增多影响，公司经营现金流量不足，不能满足投资需求，现金流整体平衡能力有待加强。

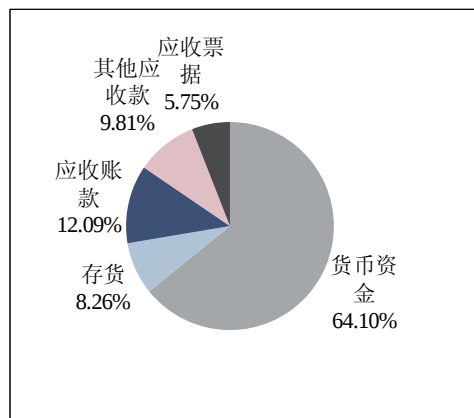
3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额为302648.07万元，较上年的262986.35万元增长15.08%。其中，流动资产占74.28%，非流动资产占25.72%，流动资产占比进一步上升。

流动资产

截至2011年底，公司流动资产224816.80万元，较上年的191788.24万元增长17.22%，主要是货币资金和应收账款的增加，流动资产构成以货币资金、应收账款和其他应收款为主，具体参见图3。

图3 截至2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司货币资金 135422.94 万元，较上年的 67942.08 万元增长 99.32%，主要原因是公司发行中期票据、增加短期借款以及收回部分交易性金融资产。交易性金融资产 10706.04 万元，较上年的 38889.93 万元大幅减少，原因是公司收回到期理财产品。应收票据 12142.20 万元，较上年大幅增加。应收账款账面余额为 25542.65 万元，较上年的 6273.71 万元上升了 307.14%，应收票据和应收账款的增加主要由于维生素 C 市场行情持续下跌，公司改变销售策略，赊销和票据结算形式增加；公司应收账款中，账龄在 1 年以内的占比 98.67%，1-2 年的占 1.32%，公司计提坏账准备 1537.07 万元，其中前五大欠款客户合计占应收账款的 61.67%，集中度较高。其他应收款 20728.22 万元，较上年的 50785.39 万元大幅下降，原因是公司收回对外暂借款，其中账龄在 1 年以内的占比 98.44%，1-2 年的占 1.14%，公司计提坏账准备 1100.61 万元，其中前五大欠款客户合计占应收账款的 92.25%，集中度很高。公司存货账面余额为 17444.01 万元，较上年的 26447.79 万元下降 34.04%，原因是公司加大销售量，并根据市场行情减少生产量；公司存货主要是原材料（占 31.57%）、库存商品（占 53.16%）、自制半成品（占 15.27%），公司未计提跌价准备和减值损失。

非流动资产

截至 2011 年底，公司非流动资产 77831.27 万元，较上年的 71198.11 万元增长 9.32%；非流动资产构成主要以固定资产、在建工程和无形资产为主。公司固定资产 51014.33 万元，较上年的 44827.99 万元增长 13.80%，主要是部分项目由在建工程结转，固定资产主要是房屋建筑物、机器设备、电子设备和运输设备等，公司未计提固定资产减值准备。在建工程 16265.34 万元，较上年的 17266.44 万元下降 5.80%。无形资产 7887.84 万元，较上年的 6857.52 万元增长 15.02%，主要是土地使用权

（占 95.57%）、技术转让费等。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 289810.30 万元，较 2011 年下降 4.24%，主要是货币资金减少导致流动资产下降至 212511.96 万元，较上年下降 5.47%；公司非流动资产 77298.34 万元，较上年略有下降，其构成仍以固定资产、在建工程和无形资产为主。

所有者权益及负债

截至 2011 年底，公司所有者权益 145485.74 万元，较上年的 178577.21 万元下降 18.53%，主要是未分配利润的减少；公司所有者权益中，实收资本、资本公积和盈余公积分别为 12303.20 万元、11194.61 万元和 6849.81 万元，与上年相比均变动不大；未分配利润为 115015.58 万元，较上年下降 22.42%。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益 135486.08 万元，较上年下降 6.87%，仍是未分配利润的减少，其余无变化。

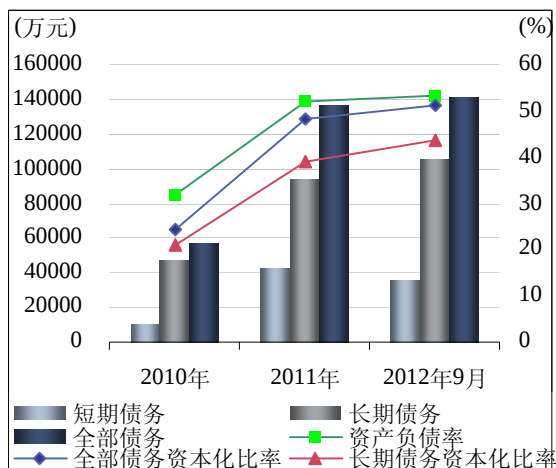
截至 2011 年底，公司负债总额为 157162.33 万元，较上年的 84409.14 万元增长 86.19%，主要原因是公司增加了短期借款和发行债券；其中流动负债占 40.44%、非流动负债占 59.56%，非流动负债占比有所提高。

截至 2011 年底，公司流动负债 63562.33 万元，较上年增长 70.82%，主要是短期借款增加，其构成以短期借款、应付票据、应付账款为主。公司短期借款 28658.89 万元，较上年的 5550.00 万元大幅增长，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；应付票据 14365.78 万元，较上年的 4769.52 万元增长 201.20%；应付账款 13877.08 万元，较上年的 7577.85 万元增长 83.13%，主要为应付原材料款。

截至 2011 年底，公司非流动负债 93600.00 万元，较上年的 47200.00 万元增长 98.31%，全部是应付债券的增加；公司非流动负债中，长期借款 43600.00 万元，占 46.58%；应付债券

50000 万元，占 53.42%。

图4 公司债务情况



资料来源：公司提供

2011 年公司债务总额 136624.67 万元，较上年的 57519.52 万元增长 137.53%，其中短期债务为 43024.67 万元，长期债务 93600.00 万元。从债务指标看，2011 年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 39.15%、48.43%和 51.93%，债务负担较上年加重。

截至 2012 年 9 月底，公司负债总额 154324.22 万元，较上年下降 1.81%，其中流动负债由于应付票据和应付账款的减少而下降至 48724.22 万元，非流动负债由于长期借款的增加而上升至 105600.00 万元，其余构成较上年无重大变化；全部债务略增至 141322.32 万元，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均较上年上升，分别为 43.80%、51.05%、53.25%。

整体看，公司资产构成合理，以货币资金、应收款项和固定资产为主，流动性适宜；债务规模持续加大且以有息债务为主，债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2011 年底，公司

流动比率、速动比率分别为 353.70%、326.25%，均低于上年水平，主要由于流动负债增幅远大于流动资产增幅；2012 年 9 月底，两项指标分别回升至 436.15%和 399.17%。2011 年，受经营现金流量下降和短期借款增加影响，公司经营现金流流动负债比为 32.05%，远低于上年的 80.12%，考虑到公司货币资金充足，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2011 年公司 EBITDA 为 21119.47 万元，EBITDA 利息倍数为 6.28 倍，全部债务/EBITDA 为 6.47 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 17.56 亿元，已使用 13.07 亿元，尚未使用 4.49 亿元，公司间接融资空间较小。

公司目前无对外担保情况。

5. 本期债券保障能力分析

公司 2011 年 12 月发行了第一期中期票据，发行额度 5 亿元（即“11 苏江山 MTN1”，以下简称本期中票），期限 3 年，发行利率 8.5%。

2011 年，公司 EBITDA 为 21119.47 万元，是本期中票的 0.42 倍；2011 年，公司经营活动现金流入量为 176801.51 万元，经营活动产生的现金流量净额 20369.84 万元，分别为本期中票的 3.54 倍和 0.41 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中票的保障能力较强。

6. 过往债务履约情况

截至目前，公司在资本市场未出现债务违约情况。2012 年 12 月 14 日，公司已支付了本期中票 4250 万元利息。

7. 抗风险能力

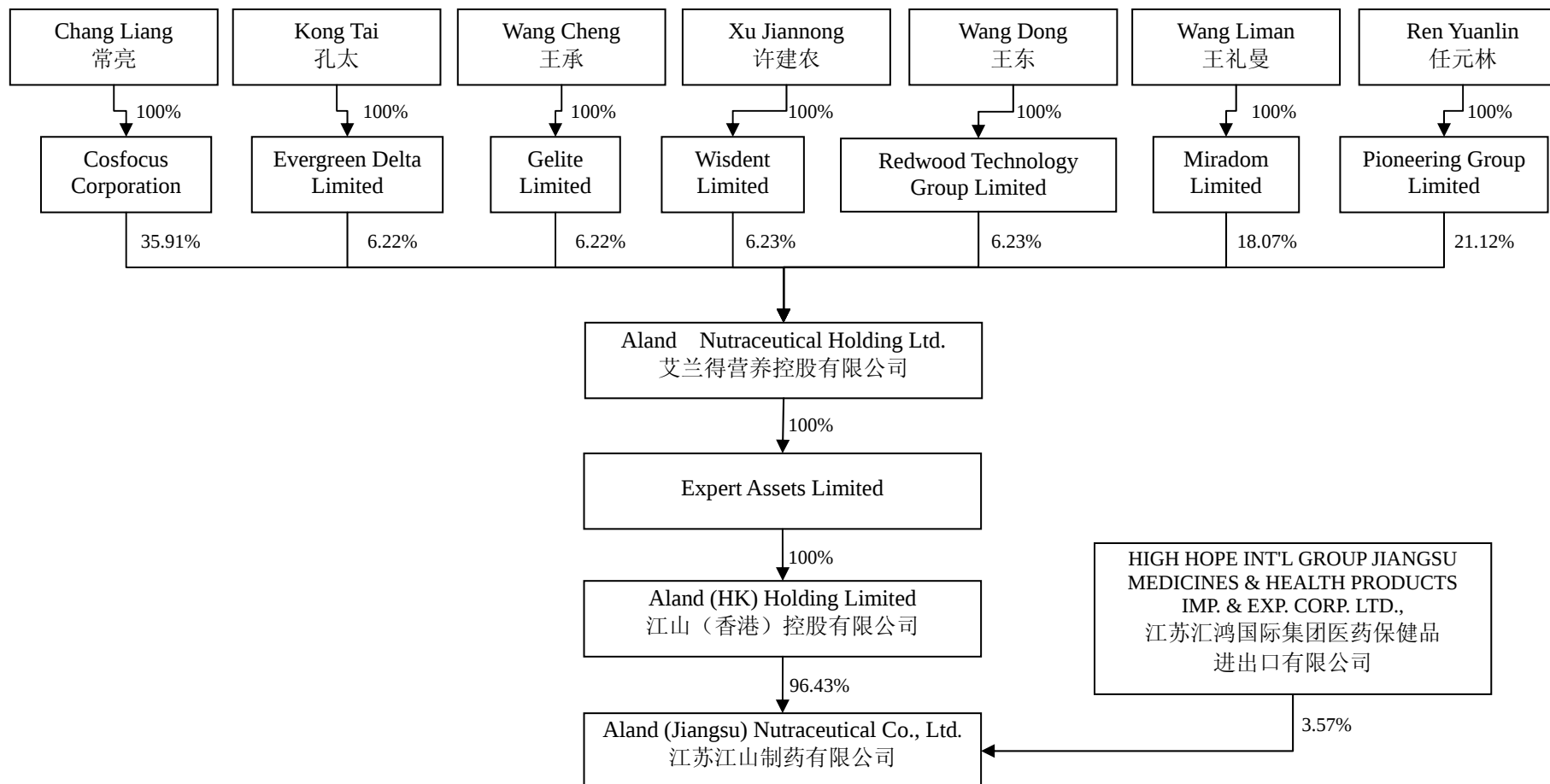
跟踪期内，公司所处维生素 C 行业持续低迷，竞争激烈，产品毛利率下降，整体盈利能力下滑，但公司产能规模和生产工艺稳定，部分产品获得国际认证，高附加值产品销售收入增加，短期偿债能力较强；另一方面公司正不

断调整产品结构，加大毛利率较高的保健品业务发展，未来有望成为公司新的利润增长点。基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力相对较强。

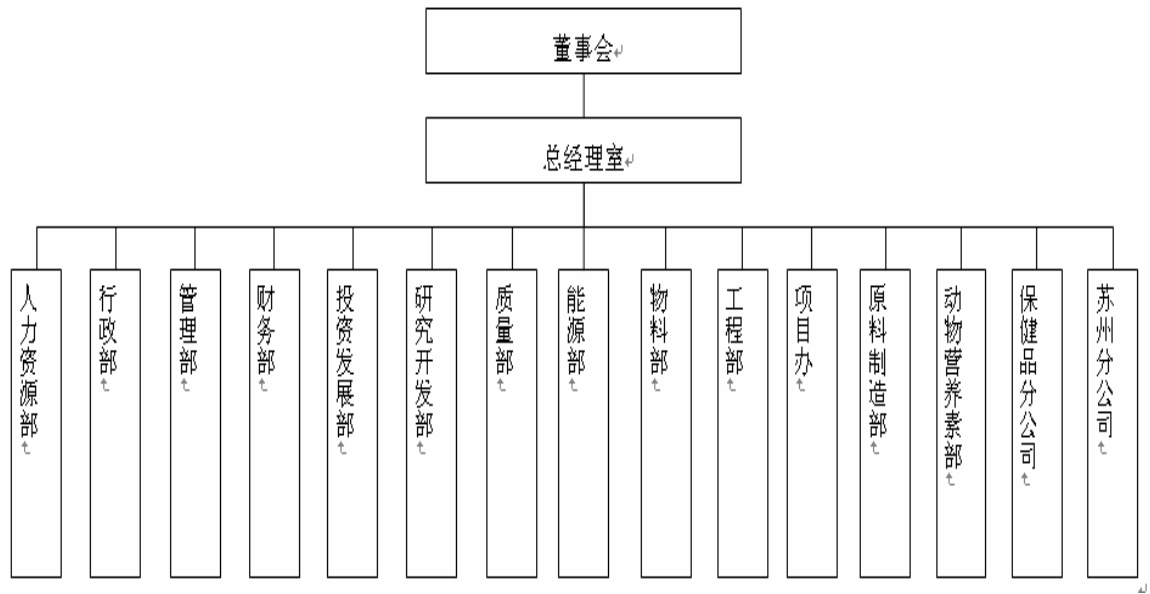
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望由稳定调整为负面，并维持本期中票信用等级为 AA⁻。

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	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
流动资产：				
货币资金	72102.95	67942.08	135422.94	107857.45
交易性金融资产	12800.00	38889.93	10706.04	20606.31
应收票据	309.00	40.74	12142.20	801.13
应收账款	4373.07	6273.71	25542.65	16867.47
预付款项	465.45	855.72	2570.47	3804.32
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	56573.19	50785.39	20728.22	43673.43
存货	15585.77	26447.79	17444.01	18018.20
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		
其他流动资产	100.68	552.88	260.27	883.64
流动资产合计	162310.12	191788.24	224816.80	212511.96
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	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	40000.94	44827.99	51014.33	49948.54
在建工程	11187.83	17266.44	16265.34	17400.94
工程物资	239.46	184.16	82.46	151.75
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
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	7052.00	6857.52	7887.84	7730.77
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	1051.24	1062.01	1581.29	1066.33
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	60531.47	71198.11	77831.27	77298.34
资产总计	222841.59	262986.35	302648.07	289810.30

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	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
流动负债：				
短期借款	29136.08	5550.00	28658.89	33150.75
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	6842.18	4769.52	14365.78	2571.57
应付账款	7352.60	7577.85	13877.08	5717.93
预收款项	16272.24	18074.37	3629.39	1221.54
应付职工薪酬	112.00	114.04	124.45	137.26
应交税费	4572.44	-2667.88	-2715.14	-2640.38
应付利息	0.00	71.75	323.77	3385.34
应付股利	0.00	0.00	655.86	655.86
其他应付款	562.33	761.51	826.65	1628.65
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	3566.79	2957.98	3815.60	2895.70
流动负债合计	68416.66	37209.14	63562.33	48724.22
非流动负债：				
长期借款	15000.00	47200.00	43600.00	55600.00
应付债券	0.00	0.00	50000.00	50000.00
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	15000.00	47200.00	93600.00	105600.00
负债合计	83416.66	84409.14	157162.33	154324.22
所有者权益：				
实收资本(或股本)	12303.20	12303.20	12303.20	12303.20
资本公积	11144.82	11176.45	11194.61	10757.50
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	6849.81	6849.81	6849.81	6774.04
未分配利润	109127.11	148247.75	115015.58	105516.79
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	139424.93	178577.21	145363.20	135351.53
少数股东权益	0.00	0.00	122.54	134.56
所有者权益合计	139424.93	178577.21	145485.74	135486.08
负债和所有者权益总计	222841.59	262986.35	302648.07	289810.30

附件 4 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
一、营业收入	156090.37	126729.84	132582.73	88217.93
减：营业成本	56572.00	62202.37	99537.53	71690.67
营业税金及附加	231.65	161.36	918.25	569.43
营业费用	3306.75	3906.19	11095.93	11390.93
管理费用	15911.50	15524.02	7526.09	9182.72
财务费用	1452.91	1440.06	2193.44	5519.38
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	1947.29	-1133.89	0.27
投资收益	169.17	646.57	4277.57	684.12
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
补贴收入	1.36	6.68	0.00	0.00
二、营业利润	78786.09	46096.38	14455.17	-9450.81
加：营业外收入	1293.13	543.04	245.23	302.55
减：营业外支出	1256.77	1140.87	828.10	409.80
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	78822.46	45498.55	13872.30	-9558.06
减：所得税费用	12000.33	6684.16	1661.88	-71.28
四、净利润	66822.12	38814.39	12210.41	-9486.77

附件 5 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 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	159096.26	130916.44	129381.20	105027.63
收到的税费返还	119.73	3935.66	7374.89	5514.88
收到其他与经营活动有关的现金	1921.04	1746.20	40045.42	8385.42
经营活动现金流入小计	161137.03	136598.30	176801.51	118927.93
购买商品、接受劳务支付的现金	50509.88	68752.22	120827.70	89428.18
支付给职工以及为职工支付的现金	4476.25	5932.43	7733.74	7516.72
支付的各项税费	10372.97	14702.73	9740.40	2328.24
支付其他与经营活动有关的现金	55338.80	17399.00	18129.83	41495.75
经营活动现金流出小计	120697.89	106786.37	156431.67	140768.89
经营活动产生的现金流量净额	40439.14	29811.93	20369.84	-21840.96
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	27116.28	0.00
取得投资收益收到的现金	169.17	646.57	4277.57	108.27
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	400.79	107.02	17.82	305.62
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	0.00
投资活动现金流入小计	569.96	753.59	31411.67	413.90
购建固定资产、无形资产等支付的现金	10623.57	14474.80	5564.25	6867.89
投资支付的现金	8260.00	26689.93	6182.34	9947.87
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	18883.57	41164.73	11746.59	16815.76
投资活动产生的现金流量净额	-18313.62	-40411.15	19665.07	-16401.87
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	132.00	0.00
取得借款收到的现金	83762.73	53363.84	37613.83	134715.66
发行债券收到的现金	0.41	4.27	50000.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1663.10	1852.81
筹资活动现金流入小计	83763.14	53368.11	89408.93	136568.47
偿还债务支付的现金	61482.40	44749.92	18304.94	117256.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11172.90	2373.60	43808.58	4062.81
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	248.33	605.93	4734.06
筹资活动现金流出小计	72655.30	47371.85	62719.45	126053.68
筹资活动产生的现金流量净额	11107.83	5996.26	26689.48	10514.78
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-57.92	95.66	162.55
五、现金及现金等价物净增加额	33233.35	-4660.87	66820.05	-27565.49

附件 6 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	26.45	23.05	6.03	--
存货周转次数(次)	3.22	2.96	4.54	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.52	0.47	--
现金收入比(%)	101.93	103.30	97.59	119.05
盈利能力				
营业利润率(%)	63.61	50.79	24.23	18.09
总资本收益率(%)	35.59	16.93	5.52	--
净资产收益率(%)	47.93	21.74	8.39	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	9.71	20.91	39.15	43.80
全部债务资本化比率(%)	26.77	24.36	48.43	51.05
资产负债率(%)	37.43	32.10	51.93	53.25
偿债能力				
流动比率(%)	237.24	515.43	353.70	436.15
速动比率(%)	214.46	444.35	326.25	399.17
经营现金流动负债比(%)	59.11	80.12	32.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	89.81	43.82	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	1.14	6.47	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.43	-0.18	0.29	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	23.65	-9.19	11.90	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 4 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	营业成本 / 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 / 主营业务收入 × 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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 主体长期信用等级设置及其含义

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，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期。