

跟踪评级公告

联合[2014] 1427 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A⁺，评级展望为稳定，并维持“11苏江山MTN1”的信用等级为A⁺。

特此公告。



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: A⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁺ 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	A ⁺	A ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.83	14.00	10.97	12.94
资产总额(亿元)	30.26	28.06	32.33	36.49
所有者权益合计(亿元)	14.55	13.13	13.23	13.32
短期债务(亿元)	4.30	3.58	7.61	11.13
全部债务(亿元)	13.66	14.09	14.93	18.45
营业收入(亿元)	13.26	11.63	24.21	6.21
利润总额(亿元)	1.39	-1.38	-0.05	0.09
EBITDA(亿元)	2.16	0.04	1.41	--
经营性净现金流(亿元)	2.04	-1.43	1.38	0.04
营业利润率(%)	24.23	16.52	17.16	18.25
净资产收益率(%)	8.39	-10.41	0.76	--
资产负债率(%)	51.93	53.19	59.07	63.50
全部债务资本化比率(%)	48.43	51.76	53.01	58.07
流动比率(%)	353.70	462.36	179.79	160.80
全部债务/EBITDA(倍)	6.33	378.70	10.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	0.04	1.95	--
经营现金流/流动负债(%)	32.05	-32.31	11.87	--

注: 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

姬宝龙 马栋
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, 国内原料药行业产能过剩、市场竞争激烈, 维生素 C 价格低位运行, 在行业景气度偏低的情况下, 江苏江山制药有限公司 (以下简称“公司”) 调整产品结构, 向高附加值维生素 C 产品和保健品产品转移, 并购 American Vitamin Corporation 公司后, 保健品营业收入大幅提升。未来, 随着公司保健产品全面进入欧美主流零售终端, 公司保健品业务有望得到快速发展。

同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到短期内维生素 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 A⁺, 评级展望为稳定, 并维持“11 苏江山 MTN1” 的信用等级为 A⁺。

优势

1. 跟踪期内, 公司通过技术改造调节产品结构, 向高附加值维生素 C 产品和保健品产品转移。
2. 跟踪期内, 公司收购 American Vitamin Corporation, 保健品业务快速发展, 成功抢占欧美市场, 公司保健品板块收入快速增长。
3. 公司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. 公司维生素 C 反垄断诉讼所支付的部分和解金对 2013 年度公司盈利产生负面影响。
3. 公司债务规模持续扩大, 债务负担有所加重。

4. 人民币对外币汇率变动对公司出口业务有一定影响。

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“11 苏江山 MTN1”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 2013 年 3 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(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。2012 年 11 月,股东王承将其持有的股权(6.22%)转让给股东常亮,对公司的运营管理无影响。(公司股权结构见附件 1-1)

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。

公司内设总经理办公室、人力资源部、管理部、研究开发部、物料部、质量部、工程部、财务审计部、投资发展部、安全环保部、生产部、国际业务部、国内业务部等部门(见附件 1-2)。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 2013 年底,公司(合并)资产总额 32.33 亿元,所有者权益合计 13.23 亿元(其中少数股东权益 142.34 万元);2013 年公司实现营业收入 24.21 亿元,利润总额-532.16 万元。

截至2014年3月底,公司(合并)资产总额 36.49 亿元,所有者权益合计 13.32 亿元(其中少数股东权益 141.45 万元);2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 6.21 亿元,利润总额 871.94 万元。

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

2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元,同比增长 7.7%。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现利润总额 62831 亿元,同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%;三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013 年,中国进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%;其中出口金额增长 7.9%,进口金额增长 7.3%,贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，

更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

1. 维生素 C 行业

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%。在中国化学原料药出口贸易中，抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素

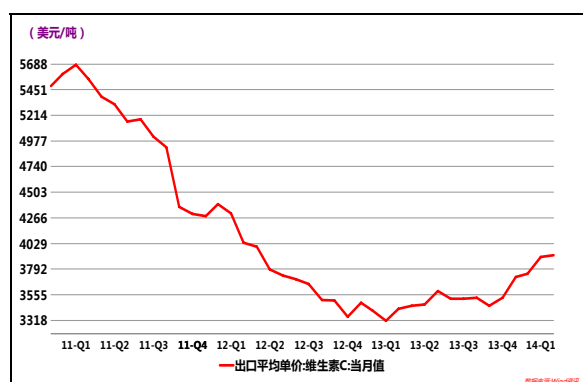
等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

近年来，中国化学原料药竞争愈演愈烈，2011 年下半年开始，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。

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。

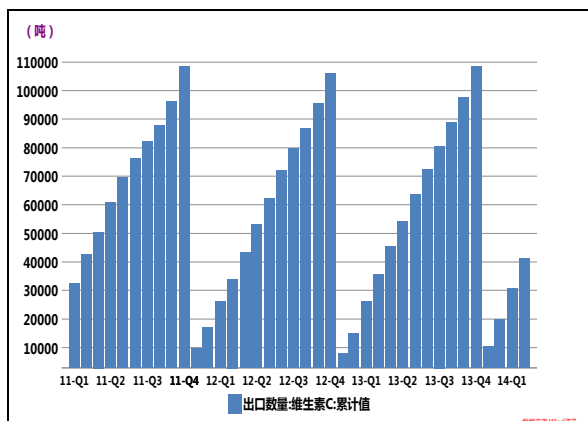
2013 年，中国出口维生素 C 10.84 万吨，出口贸易额为 3.76 亿美元，同比分别增长 2.36% 和下降 7.84%；2013 年初，维生素 C 的出口价格延续了 2012 年以来持续下跌的态势，2013 年 3 月跌至谷底 3314.65 美元/吨后波动反弹，进入 2014 年后，回升势头明显，截至 2014 年 3 月底，中国出口维生素 C 出口平均价格为 3905.96 美元/吨，维生素 C 有触底反弹的趋势，但行业产能过剩的现状并无太大改观。

图 1 维生素 C 价格走势



资料来源：Wind 资讯

图2 维生素C出口数量走势图



资料来源：Wind 资讯

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。

2. 保健品行业

中国保健食品于上世纪80年代开始兴起，以蜂王浆为标志，之后快发展，以太阳神、娃哈哈儿童营养液、太太口服液以及中华鳖精等为代表产品，进入90年代后期，保健品行业进入了调整期，21世纪以来，特别是2003年非典之后，中国消费者健康意识空前提高，加上21世纪前十年中国经济的高速发展，对保健品的需求促使行业快速发展，历经30多年的发展，目前中国保健品行业已经形成一个千亿元规模的产业。

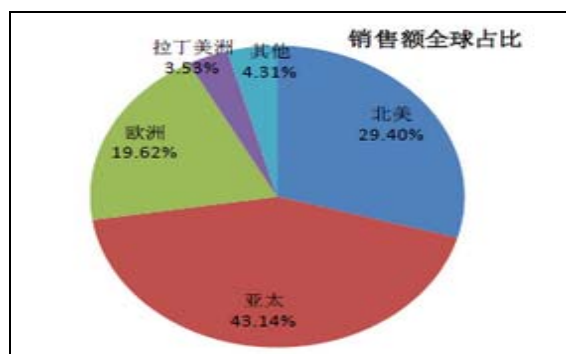
中国保健品行业主要可分为膳食营养补充剂、减肥类食品、儿童膳食营养补充剂和传统

滋补类保健品几大类，其中膳食营养补充剂以625亿的零售额占据全行业的62.2%。2012年保健食品行业销售规模达到1100亿元，同比增长4.8%。

国际经验表明中国保健品市场发展空间大

从全球来看，膳食营养补充自20世纪60年代兴起，之后飞速发展，其消费主要分布在经济发达地区，北美占全球消费额的29.40%。欧洲为19.62%，人口众多的亚太区占43.14%。

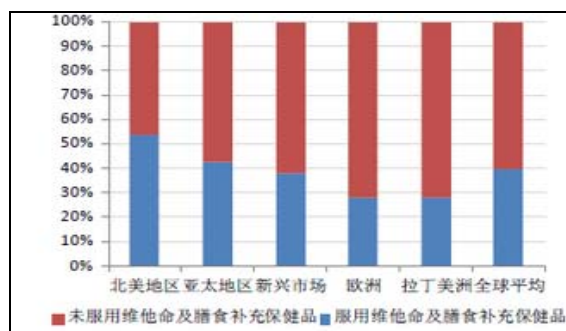
图3 全球膳食补充剂主要消费地区



资料来源：Wind 资讯

膳食营养补充在各国的发展状况相差很大，发达国家成熟度远远大于欠发达国家。美国是全球膳食营养补充的第一消费国，市场规模已达300亿美元左右，全美约有三分之二的消费者有膳食补充的习惯；日本为全球第二大膳食营养补充消费国，市场规模约160亿美元。

图4 全球分地区是否服用维他命及膳食补充剂的比例



资料来源：Wind 资讯

中国保健食品市场规模有巨大的发展空间，2012年1月，国家发改委、工信部联合印发《食品工业“十二五”发展规划》，“营养与

保健食品制造业”首次被列为重点发展行业。规划指出，到 2015 年中国营养与保健食品产业将保持年均 20% 的增长速度，并形成 10 家以上产品销售收入在 100 亿元以上企业，百强企业的生产集中度超过 50%。用于补充人体维生素、矿物质的营养补充剂被列入重点发展方向。

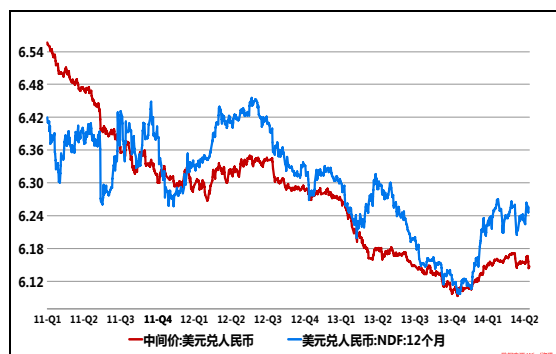
3. 汇率变动影响

国外市场一直是公司的主导市场，公司收购 American Vitamin Corporation 后，出口业务未来呈增长趋势，人民币对外币汇率的变动对公司的出口业务有一定影响。

在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍。

2012 年，经历了从贬值预期到升值预期的转变，外汇市场出现较大分歧，但全年人民币汇率整体波动不大，仅小幅升值。2013 年人民币在外汇市场保持强劲态势，2013 年 4 个季度，人民币对美元汇率升值幅度分别为 0.3%、1.4%、0.5%、0.5%。2013 年全年人民币对美元汇率升值 2.8%。2014 年 1 月人民币汇率小幅震荡，但自 2 月中旬以来迅速上升，美元兑人民币中间价从 2 月 17 日的 6.1053 一路升至 6 月 5 日的 6.1708，出现明显贬值，后至 6 月中小幅波动态势。

图5 2011年以来美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

五、基础素质分析

公司主要从事维生素 C 原料药和营养保健食品的生产和销售，拥有世界上产能规模最大的单条维生素 C 生产线，拥有自主知识产权——二步发酵法生产工艺。近年来，公司积极进行工艺革新、设备改造和生产运营优化，目前在未增加厂房和人员的情况下，公司维生素 C 生产能力已从 2 万吨/年扩大到 2.5 万吨/年，进巩固了公司的技术优势和市场优势。公司是国内维生素 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。

公司维生素 C 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。公司 2 个 VC 片剂产品、1 个氨糖片剂产品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；公司 VE 软胶囊通过了 USP 认证的现场检查，获得相关证书。公司 VC 钠产品获得欧洲药品监督管理局（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。2014 年 2 月，公司 VC 钠产品获得欧盟 EU-GMP

证书，标志着该产品获得了欧盟市场认可，企业相关产品进入医药高端领域，未来有望获得更大的市场份额和可观的经济效益。

2013 年公司收购美国 American Vitamin Corporation 后，拥有片剂 160 亿片、粉剂 6000 吨、胶囊 40 亿粒、软胶囊 52 亿粒的生产能力。目前各车间运行情况良好，并且已通过英国 BRC、德国 IFS、美国 USP 药典的膳食补充剂 cGMP 认证及美国国家卫生基金会的 NSF 质量体系认证，是中国保健品行业第一家获得 USP 膳食补充剂 cGMP 认证的企业。

跟踪期内，公司获得发明专利 4 项（维生素 C 类 2 项、保健食品 2 项）、实用新型专利 11 项；公司与南京理工大学等高校共同成功申报了国家高技术研究发展计划（863 计划）项目“基因工程菌高密度发酵表达胶原蛋白及高效分离工艺的关键技术及其产业化”。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

公司主要从事维生素 C 原料药、营养保健品的生产和销售业务。2013 年，维生素 C 产品销售价格低位运行，公司维生素 C 产品盈利能力有所下降；在此背景下，公司进行产品结构调整，加大营养保健品的发展力度，以 7050 万美元的价格收购 American Vitamin Corporation 100% 的股权，（American Vitamin Corporation 成立于 1955 年，总部位于美国新泽西州，是美国第二大营养保健品 ODM 企业。拥有 54 个自

有品牌配方和超过 3500 个不同生产配方，产品覆盖了全球七十多个国家和地区，主要客户为美国主流的连锁超市和连锁药店，同时为辉瑞、拜耳等世界著名药厂贴牌生产。目前 American Vitamin Corporation 在新泽西的雇员达到 600 多人。截至 2013 年底，American Vitamin Corporation 资产总额 12380.37 万美元，净资产 4778.44 万美元，2013 年度实现销售收入 19198.35 万美元，净利润 834.77 万美元。）保健品板块已成为公司主要收入来源。

2013 年公司实现主营业务收入 24.21 亿元，同比大幅增长 147.04%，主要由于跟踪期内公司并购 American Vitamin Corporation，公司保健品板块收入大幅增长。

从收入构成来看，维生素 C 系列收入仍是公司重要收入来源，2013 年维生素 C 系列产品实现收入 6.19 亿元，同比增长 36.34%，其收入占比由于公司营养保健产品的大幅上升而下降至 26%；营养保健产品由于合并 American Vitamin Corporation，收入大幅上升，2013 年实现收入 16.37 亿元，占比上升至 67%，成为公司第一大收入来源；其他产品收入为 1.65 亿元，占比较 2012 年下降 9 个百分点，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、动物饲料预配料和宠物保健品。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 6.20 亿元，较上年同期大幅增长，主要是维生素 C 产品销售价格回升明显，市场低迷的大环境有所改观；另外，维生素 C 系列销售收入占比为 26%，较 2013 年无变化；公司保健品业务实现销售收入 4.26 亿元，占公司整体收入 69%，较 2013 年上升 2 个百分点；其他产品收入 0.32 亿元，占比由 2013 年的 7% 降至 5%。

表 1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

分产品	2012 年		2013 年		14 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
维生素 C 系列	4.54	46.00	6.19	26.00	1.62	26.00
保健品	3.74	38.00	16.37	67.00	4.26	69.00
其他产品	1.52	16.00	1.65	7.00	0.32	5.00

合计	9.80	100.00	24.21	100.00	6.20	100.00
----	------	--------	-------	--------	------	--------

资料来源：公司提供

从毛利率看，2013 年以来，由于维生素 C 价格低位运行，公司维生素 C 系列产品毛利率由上年的 10.01% 下降至 8.79%；保健品毛利率为 20.47%，较 2012 年下降 13.70 个百分点，主要由于公司合并 American Vitamin Corporation，保健品贸易收入占比大幅增加拉低了毛利率；其他产品毛利率为 17.58%，较 2012 年上升 7.13 个百分点。2014 年 1~3 月，公司维生素 C 系列产品毛利率较 2013 年上升了 7.98 个百分点，主要由于原材料山梨醇价格的持续下跌、维生素 C 产品价格有所回升以及公司满负荷生产所带来的规模效应；保健品毛利率较上年下降了 1.04 个百分点；其他产品毛利率为 15.43%，较 2013 年下降 2.15 个百分点。

表 2 公司产品毛利率情况（单位：%）

分产品	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
维生素 C	10.01	8.79	16.77
保健品	34.17	20.47	19.43
其他产品	10.45	17.58	15.43

资料来源：公司提供

原材料采购

跟踪期内，公司生产成本构成较 2012 年变化不大，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。2013 年公司采购的山梨醇平均价格为 2868.82 元/吨，相比 2012 年的 3115.74 元/吨有所下降，2014 年 1~3 月为 2790.05 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，但公司拥有热电

联合的发电厂，由于煤炭市场低迷，因此受能源成本上升的影响较小。

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，公司通过工艺革新和设备改造，在未增加厂房、人员的情况下，公司现有的维生素 C 生产线产能已由 2 万吨扩大为 2.5 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。2013 年公司维生素 C 产量为 27629 吨，较上年的 17428 吨大幅增长 58.53%，主要系公司上年停产技改维修 2 个月致使产量下降，而 2013 年通过上年技改后公司产能扩大且满负荷生产、运营效率提高；2014 年 1~3 月，公司维生素 C 产量 7584 吨，比上年同期的 6841 吨上升 10.86%，主要由于 2014 年以来，公司维生素 C 价格回升势头明显，公司充分发挥技术改造后的技术优势和规模优势，降低生产成本，提高产量特别是附加值高的深加工产品的产量，以抢占市场份额。

目前公司营养保健品主要包括三个系列：维生素、矿物质和专业补充剂。2013 年公司营养保健品产量 76 亿片，较 2012 年的 30 亿片增长 153.33%，主要由于公司收购主营保健品业务的 American Vitamin Corporation 以及公司保健品腾飞项目已建成并于 2012 年年中正式投产，公司保健品的生产能力和水平得到提高。2014 年 1~3 月公司营养保健品产量 19 亿片，较上年同期增长 90%，预计今后三季度将继续保持增长态势。

产品销售

2013 年公司维生素 C 产品销售量为 27358.68 吨，同比大幅增长 61.58%；平均销售价格为 22636.24 元/吨，较上年的 31346.31 元/吨下降 27.79%，主要受维生素 C 产能过剩及竞争因素影响较大。2014 年 1~3 月，公司维生素 C 产品销售量为 6780.36 吨，较上年同期有所增

加；销售价格较 2013 年有所回升，为 23964.97 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，2013 年出口量占 86.83%，较 2012 年出口量占比有所下降。

保健品方面，公司在国内外两个市场，分别采取 ODM 和自有品牌两种不同业务模式。ODM 业务定位于全球最大、最成熟、监管最严格的欧美市场，品牌业务定位于全球潜力最大、增长最快的中国市场，两种业务相互支持。公司收购 American Vitamin Corporation 后的战略目标是成为欧美营养保健品 ODM 市场第一名和国内功能性营养品第一品牌。

目前公司 ODM 业务发展迅速，氨糖片剂、VC 片剂的市场占有率位居美国市场前列，毛利率均在 20%以上。国内品牌业务在加强传统渠道精耕细作的同时，将大力发展电商新渠道。2013 年公司保健品销售均价为 1100.75 元/万片，较 2012 年的 1490.70 元/万片大幅下降，主要由于公司收购 American Vitamin Corporation 后，公司保健产品的产品结构发生变化

(American Vitamin Corporation 以营养品加工为主，收购 American Vitamin Corporation 后公司售价较高的自有品牌保健品业务占比有所下降)；2013 年全年销售量为 37.54 亿片，较上年的 29.39 亿片增长 27.73%。2014 年 1~3 月，公司保健品销售量为 10.52 亿片，较上年同期增长 27.67%。在销售格局方面，2013 年公司保健品出口量占 80.25%，内销占 19.75%，出口占比较 2012 上升 5.80 个百分点。销售价格方面，2014 年第一季度公司产品销售均价为 853.96 元/万片，较 2013 年有所下降。

销售结算方面，出口业务的结算方式主要以 T/T、D/P、和 L/C 为主；国内业务的结算方式以银行承兑汇票为主（约占 70%），不超过 90 天账期的现款为辅（约占 30%）。

考虑到汇率风险对公司出口业务的影响，公司销售部门在订立合同时及时与银行沟通，充分调研汇率风险，视情况选择币种/利率互换产品和远期结汇等方式使汇率风险对公司的经营影响降至最低。

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	2012 年	16931.51	31346.31	45362.42	15387.17	41528.85
	2013 年	27358.68	22636.24	61929.76	23755.08	53954.84
	14 年 1~3 月	6780.36	23964.97	16249.11	5789.92	13889.30
营养保健品	2012 年	293856.26	1490.70	37440.37	210405.66	27872.59
	2013 年	375351.92	1100.75	41316.86	301232.03	32761.13
	14 年 1~3 月	105150.44	853.96	8979.47	74866.86	5894.50

资料来源：公司提供

注：出口量为公司国内产品出口量，不含 American Vitamin Corporation。

未来发展

根据公司发展战略及投资计划，公司投资

项目进展情况如下表。

表 4 公司在建项目和未来投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	项目描述	资金来源	项目建设期	投资总额	投资进度安排	
						2014 年完成	2015 年完成

1	GMP 升级改造	按新 GMP 标准要求对维生素 C 生产线实施升级改造	100%自筹	2012 年-2013 年	921.05	--	--
2	江源热电环保升级改造项目	1 台 75t/h 及 6 台 35t/h 链条层燃锅炉烟气除尘、脱硫、脱硝	100%自筹	2014 年-2015 年	2100.00	1000.00	1100.00

资料来源：公司提供

由于维生素 C 行业进入了行业低谷期，公司为优化投资结构，延期或取消了部分维生素 C 生产线技改项目及原料药业相关新建项目，为营养保健品业务发展提供资金支持，争取未来两年内保健品收入占比达到公司总收入的 70%。

总体看，跟踪期内，受公司收购 American Vitamin Corporation 影响，2013 年公司营业收入大幅增长，利润总额亏损大幅收窄；2013 年维生素产品价格低位运行，公司调整产业结构，向高附加值维生素 C 产品和保健品产品转移，2014 年第一季度随着维生素 C 产品价格回升，公司经营情况有望好转，公司目前在建工程和投资计划有所减少，对外融资压力不大。

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。

2012 年公司支付了 800 万美元和解金，2013 年公司支付了剩余的 250 万美元和解金（计入公司管理费用），截至 2013 年底，和解协议中 1050 万美元已全部支付给原告。上述拆

讼案件的和解一定程度上减少了未来判决中不知预知的风险。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。

九、募集资金使用情况

公司2011年发行了第一期中期票据“11苏江山MTN1”，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2014年3月底，所有募集资金均已投入使用。

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2014年3月底，该项目累计投资3686.08万元（截至2014年3月底，项目中的研发中心改造、生物发酵中试车间建设已经完成，公司考虑到实际经营状况，对项目总体进度进行了调整，后续项目延期实施），其中使用募集资金3000万元。

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2014年3月底，该项目已建成投产，实际固定资产投资16750万元，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2014年3月底，该项目已完成建设，实际总投资2036万元，其中使用募集资金1000万元。

十、财务分析

公司提供的2012~2013年财务报表经靖江新天地联合会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2014年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2013年公司合并范围内二级子公司4家，较2012年无变化；二级子公司中江苏艾兰得营养品有限公司收购American Vitamin Corporation，对公司财务报表可比性产生较大影响。

截至2013年底，公司（合并）资产总额32.33亿元，所有者权益合计13.23亿元（其中少数股东权益142.34万元）；2013年公司实现营业收入24.21亿元，利润总额-532.16万元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额36.49亿元，所有者权益合计13.32亿元（其中少数股东权益141.45万元）；2014年1~3月，公司实现营业收入6.21亿元，利润总额871.94万元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司维生素C销售收入同比有所回升，保健品板块由于合并了美国维生素集团销售收入大幅上升，对公司营业收入贡献力度大。2013年公司实现营业收入24.21亿元，同比大幅增长108.18%；公司营业成本20.03亿元，同比增长108.15%；由于营业成本增长幅度略低于营业收入的增长幅度，2013年公司营业利润率上升至17.16%，同比上升0.64个百分点。

2013年公司期间费用为4.84亿元，同比增长43.59%，主要系合并范围扩大、支付和解金致使管理费用的大幅增长以及保健品业务市场开拓费用增加所致。

2012年公司公允价值变动损益-1119.45万元，主要是公司投资的交易性金融资产的变动所致；投资收益6177.39万元，同比大幅增长主要由于公司出售了部分子公司股权以及公司增加了银行理财产品投资规模所致。

受营业收入大幅增长和投资收益增长影响，2013年公司营业利润-1228.35万元，利润总

额-532.16万元；亏损幅度较上年大幅收窄。

从盈利指标来看，受净利润增加影响，2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.93%和0.76%。

2014年1~3月，公司分别实现营业收入和利润总额6.21亿元和871.94万元。2014年一季度维生素C价格回升，维生素C未来三季度的前景可期；公司继续调整产品结构，大力支持公司保健品板块的发展，营业利润率为18.25%，较2013年上升1.09个百分点。

整体看，跟踪期内，维生素C市场价格2014年一季度回升态势明显，公司维生素C销量同比大幅增长，受公司合并American Vitamin Corporation影响，公司期间费用大幅上升，公司营业利润率有所上升，盈利能力有所提高。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013年公司经营性现金流入量为28.48亿元，同比大幅增长63.05%，主要构成为销售商品、提供劳务收到现金（占94.14%）和收到的税费返还（占4.07%），其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长69.01%，主要原因是公司合并范围的增加所致。同期，公司经营性现金流出量为27.09亿元，同比增长43.41%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（占80.28%）、支付给职工以及为职工支付的现金（占12.26%）和支付其他与经营活动有关的现金（占9.49%），其中支付其他与经营活动有关的现金主要是支付其他应收款往来单位的借款费用、管理费用、销售费用和诉讼和解费；2013年，公司经营活动产生现金流量净额为1.38亿元，同比大幅增长主要系公司合并范围扩大导致收入规模大幅增长所致。

从投资活动看，2013年，公司投资活动现金流入量为0.72亿元，同比大幅增长126.35%，主要由于当年公司取得投资收益收到的金额大幅增长，公司投资活动现金流入量主要构成为收回投资收到的现金（18.06%）和取得的投资收益（占76.39%）；公司投资活动现金流出2.31

亿元，同比大幅增长404.50%，主要由于公司投资支付的现金大幅增长所致；2013年公司投资活动现金净流量为-1.59亿元，同比负敞口大幅扩大。

从筹资活动来看，2013年，公司筹资活动现金流入量为9.23亿元，同比大幅下降37.66%，主要系公司取得的借款大幅减少所致；同期，筹资活动产生的现金流出量为12.40亿元，同比下降9.22%，主要由偿还债务支付的现金（占92.02%）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（占7.02%）构成；公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.16亿元。

2014年1~3月，公司经营活动产生现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为426.63万元、-1.91亿元和3.68亿元，其中投资活动现金流出主要是公司投资支付了现金2.11亿元，为公司用闲置资金购买的交易性金融资产，体现在其他应收款科目。

从收入实现质量看，2013年公司现金收入比为110.73%，较上年大幅减少25.67个百分点；2014年一季度公司现金收入比为109.52%，较2013年略有下降，总体来看，公司收入质量虽有下降但水平尚可。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力有所增强，筹资活动方面公司偿还债务压力较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额为32.33亿元，同比增长15.24%；从资产构成看，流动资产占64.85%，非流动资产占35.15%，流动资产占比较上年有所下降。

流动资产方面，截至2013年底，公司流动资产合计20.97亿元，同比增长2.76%。截至2013年底，公司货币资金10.12亿元，同比下降22.89%，主要系银行存款（4.75亿元）和其他货币资金（5.37亿元）；应收票据0.05亿元，

同比增长106.42%，全部为银行承兑汇票；应收账款净额为2.73亿元，同比增长65.73%，主要构成是应收货款，2013年公司未计提坏账准备；从账龄看，一年以内的占98.54%，一年至两年的占0.87%，应收账款整体账龄较短；从集中度看，欠款数额较大的前5位客户占应收账款总额的19.60%，集中度较不高；预付款项0.55亿元，同比下降9.49%；存货4.94亿元，同比增长140.56%，增长主要由于合并范围的扩大，公司存货中主要系库存商品，库存商品中维生素C占9.80%，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产方面，截至2013年底，公司非流动资产为11.36亿元，同比增长48.53%。截至2013年底，公司在建工程0.34亿元，同比下降24.78%，主要系本期部分在建工程完工投入使用故转入固定资产所致。截至2013年底，公司固定资产7.15亿元，同比增长14.95%，主要系合并American Vitamin Corporation以及结转部分在建工程所致。截至2013年底，公司无形资产1.33亿元，同比大幅增长73.04%，主要由于合并American Vitamin Corporation后专利权的增长。截至2013年底，公司商誉1.65亿元，全部来自于并购American Vitamin Corporation产生的商誉。

截至2014年3月底，公司资产总额为36.49亿元，流动资产占69.30%，非流动资产占30.70%，流动资产有所增长。

总体看，跟踪期内，由于合并范围的增加，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，资产质量较好。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益合计为13.23亿元，同比增长0.77%，主要系未分配利润增长所致；其中少数股东权益为142.34万元，归属于母公司所有者权益为13.22亿元。归属于母公司的所有者权益中，从权益构成看，主要由实收资本（占9.31%）、资本公积（占8.14%）、盈余公积（占5.13%）和未分配利润

(占 77.42%) 构成。

截至 2014 年 3 月底, 公司所有者权益合计为 13.32 亿元, 同比增长 0.66%, 其中少数股东权益为 141.45 万元, 归属于母公司所有者权益为 13.31 亿元, 权益构成基本与 2013 年底基本一致。

总体看, 公司未分配利润占比较大, 权益结构稳定性较差。

负债

截至 2013 年底, 公司负债合计 19.10 亿元, 同比增长 27.97%。负债构成中, 流动负债占负债总额的比重为 61.07%, 非流动负债占 38.93%。

流动负债方面, 截至 2013 年底, 公司流动负债合计 11.66 亿元, 同比大幅增长 164.25%, 主要来自于短期借款和其他应付款的增长。截至 2013 年底, 公司短期借款 7.33 亿元, 同比增长 118.91%, 主要系公司保健品业务增长快, 出口业务占比大, 公司控制汇率风险, 增加了以提款单等商业票据抵押的银行贷款。截至 2013 年底, 公司应付票据 0.28 亿元, 同比增长 19.70%, 主要为应付材料款。截至 2013 年底, 公司应付账款 0.85 亿元, 同比下降 2.68%, 为应付材料款和货款, 账龄基本在 1 年以内。截至 2013 年底, 公司其他应付款 2.85 亿元, 同比大幅增长 1118.50%, 主要为收购美国 American Vitamin Corporation 的股权收购款。

非流动负债方面, 截至 2013 年底, 公司非流动负债合计 7.44 亿元, 同比下降 29.25%, 主要系长期借款的减少。截至 2013 年底, 公司长期借款 2.32 亿元, 同比下降 57.89%。同期, 公司应付债券 5 亿元, 全部为公司 2011 年发行的中期票据。

截至 2014 年 3 月底, 公司负债总额 23.17 亿元, 较 2013 年底增长 21.34%, 主要系短期借款和其他应付款的增长, 负债结构与 2013 年底变化不大。

截至 2013 年底, 公司全部债务 14.93 亿元, 同比增长 5.95%, 其中短期债务 7.61 亿元, 长

期债务 7.32 亿元; 截至 2014 年 3 月底, 公司全部债务 18.45 亿元, 其中短期债务 11.13 亿元, 长期债务 7.32 亿元, 短期债务较 2013 年底有所增加, 公司债务结构合理。

债务指标方面, 截至 2013 年底, 公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.01% 和 59.07%, 较 2012 年有所上升; 截至 2014 年 3 月底, 公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 58.07% 和 63.50%, 较 2013 年指标有所上升, 公司债务负担有所加重。

总体看, 跟踪期内, 负债规模有所增加, 债务负担有所加重, 债务结构较为合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 截至 2013 年底, 公司的流动比率和速动比率分别为 179.79% 和 137.41%, 流动比率和速动比率较上年均大幅度下降, 但仍保持在较好水平; 公司经营现金流动负债比为 11.87%, 较上年大幅改观。总体看, 跟踪期内, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2013 年公司 EBITDA 为 1.41 亿元, EBITDA 利息倍数为 1.95 倍, 较 2012 年的 0.04 倍有所上升; 同期, 公司全部债务/EBITDA 为 10.56 倍。总体看, 公司整体偿债能力较上年有所增强。

目前公司存续期内的债券为“11 苏江山 MTN1”, 截至 2013 年底, 公司现金类资产(已剔除受限货币资金)为 5.60 亿元, 为“11 苏江山 MTN1”的 1.12 倍, 现金类资产对存续债券的保障能力尚可。2013 年公司经营活动现金流入量为 28.48 亿元, 为“11 苏江山 MTN1”的 5.70 倍, 经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较好。综合来看, 公司经营活动现金流入量对存续债券有较强的保障能力。

截至 2014 年 3 月底, 公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底, 公司共获得各家银行授信额度合计 21.98 亿元, 其中已使用的额度为 17.40 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1032128200016290E），截至 2014 年 5 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

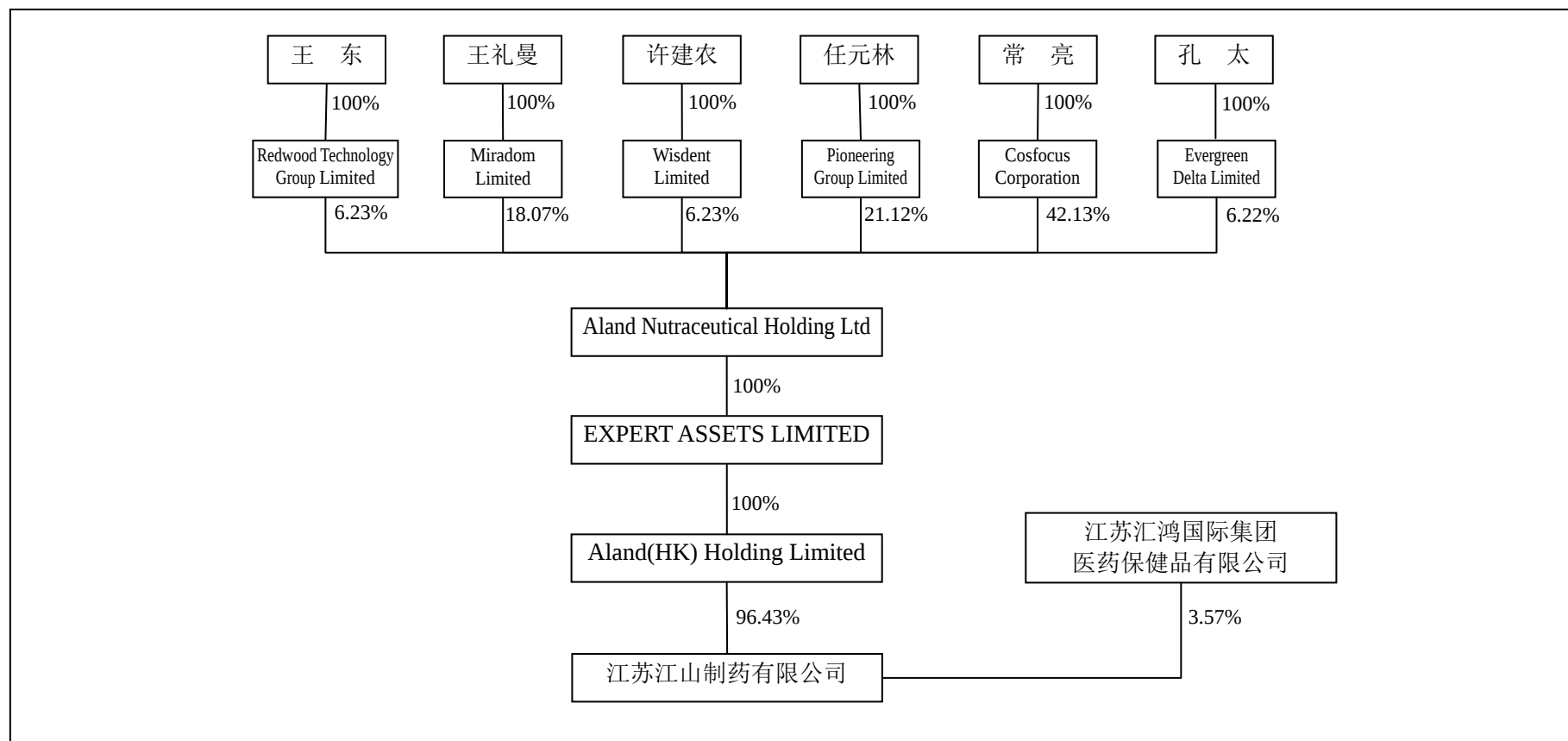
6. 抗风险能力

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，保健品业务的发展迅速，产品全面进入欧美主流零售终端，已成为公司新的利润增长点。同时，公司为了应对行业周期波动产生的经营压力，储备了较大规模的现金类资产，对本期中票提供了有力支撑。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一般。

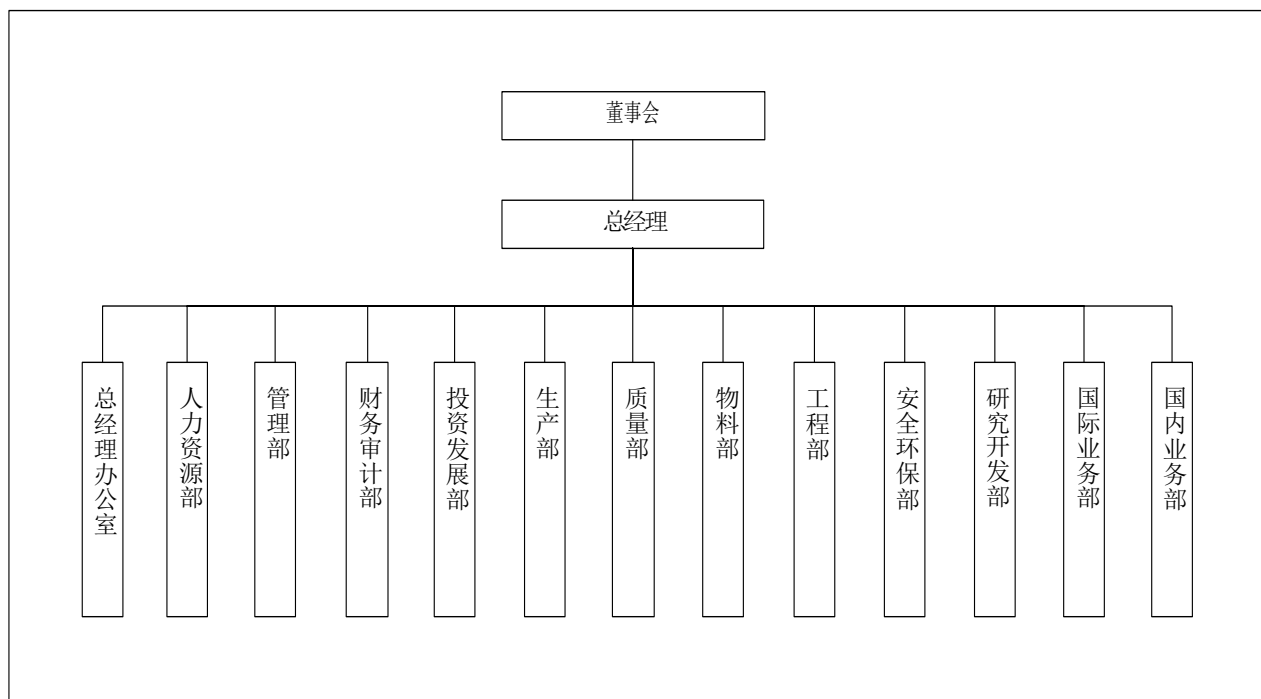
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为A⁺，评级展望为稳定，并维持“11苏江山MTN1”的信用等级为A⁺。

附件 1-1 公司股权架构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.83	14.00	10.97	12.94
资产总额(亿元)	30.26	28.06	32.33	36.49
所有者权益(亿元)	14.55	13.13	13.23	13.32
短期债务(亿元)	4.30	3.58	7.61	11.13
长期债务(亿元)	9.36	10.51	7.32	7.32
全部债务(亿元)	13.66	14.09	14.93	18.45
营业收入(亿元)	13.26	11.63	24.21	6.21
利润总额(亿元)	1.39	-1.38	-0.05	0.09
EBITDA(亿元)	2.16	0.04	1.41	--
经营性净现金流(亿元)	2.04	-1.43	1.38	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.52	4.28	10.88	--
存货周转次数(次)	5.71	5.06	5.72	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.40	0.80	--
现金收入比(%)	97.59	136.40	110.73	109.52
营业利润率(%)	24.23	16.52	17.16	18.25
总资本收益率(%)	5.52	-1.56	2.93	--
净资产收益率(%)	8.39	-10.41	0.76	--
长期债务资本化比率(%)	39.15	44.45	35.61	35.46
全部债务资本化比率(%)	48.43	51.76	53.01	58.07
资产负债率(%)	51.93	53.19	59.07	63.50
流动比率(%)	353.70	462.36	179.79	160.80
速动比率(%)	326.25	415.80	137.41	130.21
经营现金流动负债比(%)	32.05	-32.31	11.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	0.04	1.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.33	378.70	10.56	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 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+费用化利息支出) / (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
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%

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

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 4 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信用