

国药控股股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0611 号

国药控股股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 国控 01”、“19 国控 01”、“20 国药 01”、“21 国药 01”和“21 国药 03”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。维持“17 国控 01”、“19 国控 01”、“20 国药 01”、“21 国药 01”和“21 国药 03”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东背景实力雄厚、继续保持突出的行业地位，分销业务竞争实力强、收入规模进一步扩大，主营业务盈利能力持续提升、备用流动性充足和融资渠道畅通等方面的优势及良好的外部发展环境对公司整体信用实力提供了有力支持。但中诚信国际也关注到，并购带来管理方面的挑战、应收账款规模大且持续增加和债务增长且短期债务占比高等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

概况数据

国药控股（合并口径）	2019	2020	2021	2022.1~3
总资产（亿元）	2,697.38	3,110.80	3,352.56	3,605.57
所有者权益合计（亿元）	771.37	901.66	998.71	1,022.69
总负债（亿元）	1,926.01	2,209.14	2,353.85	2,582.88
总债务（亿元）	846.72	1,027.70	1,052.71	1,190.60
营业总收入（亿元）	4,252.73	4,564.15	5,210.51	1,275.98
净利润（亿元）	106.31	121.05	130.56	24.28
EBIT（亿元）	172.04	190.24	207.39	--
EBITDA（亿元）	203.72	226.36	246.91	--
经营活动净现金流（亿元）	187.77	111.55	93.08	-364.93
营业毛利率(%)	8.92	8.96	8.58	7.85
总资产收益率(%)	6.81	6.55	6.42	--
资产负债率(%)	71.40	71.02	70.21	71.64
总资本化比率(%)	52.33	53.27	51.32	53.79
总债务/EBITDA(X)	4.16	4.54	4.26	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.94	6.62	6.56	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：医药流通(C100200 2019_02)

国药控股股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(25%)	EBITDA 利润率(%)*	4.83	7
	净资产回报率(%)*	22.73	8
	现金周转天数(天)*	68.84	8
财务政策与偿债能力(30%)	资产负债率(%)	70.21	7
	总债务/EBITDA(X)*	4.32	8
	货币等价物/短期债务(X)*	0.78	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	6.37	7
规模(15%)	营业总收入(亿元)	5,210.51	10
运营实力(30%)	销售区域覆盖广度及深度	10	10
	渠道保障能力	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性、药品安全质量及特殊事件风险等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入增加，使得医药市场及下游需求总量扩容，且国家逐步提高医药行业准入标准，扶持大型药企发展，为公司创造了良好的外部环境。

■ **股东背景实力雄厚。**公司间接控股股东中国医药集团有限公司（以下简称“国药集团”）作为国务院国资委直接管理的唯一一家以医药健康产业为主业的中央医药企业，经营实力很强。公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，能够得到国药集团较强的支持。

■ **行业地位突出，分销业务竞争实力强。**公司拥有全国最大的医药分销网络，通过建立或并购方式推动分销网络下沉，在稳固已有区域网络业务基础上，持续拓展基层市场业务，2021 年以来公司继续保持突出的行业地位，作为头部企业的竞争优势明显。

■ **收入规模进一步扩大，主营业务盈利能力持续提升。**受益于分销网络规模优势及不断扩展，器械及零售业务的持续增长等，2021 年公司营业总收入和净利润分别提高至 5,210.51 亿元和 130.56 亿元，主营业务盈利能力持续提升。

■ **备用流动性充足，融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 2,536.49 亿元，其中未使用额度为 1,413.16 亿元，备用流动性充足。此外，公司为 H 股上市公司，下属子公司国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）为 A 股上市公司、国药集团一致药业股份有限公司（以下简称“国药一致”）是 A 股、B 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关注

■ **并购带来管理方面的挑战。**公司继续通过收并购促进业务发展等，整合已完成收购项目及下属企业众多给经营管理带来挑战的同时，亦需关注其并购重组后的实际经营效果和效益实现情况。

■ **应收账款规模大且持续增加，对营运资金形成占用。**2021 年在疫情的影响下，医院客户回款速度变慢，加之公司营业总收入增加及保理规模下降，应收账款规模进一步扩大，现金周转天数有所增加；2022 年一季度新增销售令 3 月末应收账款进一步增加，对营运资金形成占用。

■ **债务增幅较大且短期债务占比高。**2021 年以来公司总债务持续增加，且短期债务占比超过 85%。

评级展望

中诚信国际认为，国药控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**下游回款出现超预期坏账令净利润出现大幅亏损、财务杠杆进一步大幅攀升、流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

评级历史关键信息 1

国药控股股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/07/09	许新强、田梦婷、刘逸伦	中诚信国际医药流通行业评级方法 C100200_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	--	2011/01/27	李欣、毛麒璟、吴继德	--	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

国药控股股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/08/27	周莉莉、赵屹	通用行业评级方法	阅读全文
AAA/稳定	--	2012/08/03	邵津宏、宋诚、蔡汤东	--	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2021年部分医药流通企业主要指标对比表					
	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	现金周转天数（天）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）
华润医药控股	1,973.46	58.26	80.14	2,001.21	65.41
上海医药	2,158.24	62.75	75.36	1,634.36	63.86
国药控股	5,210.51	130.56	76.96	3,352.56	70.21

注：“华润医药控股”为“华润医药控股有限公司”简称；“上海医药”为“上海医药集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17 国控 01	AAA	AAA	2021/6/23	10.00	9.90	2017/10/27~2022/10/27 (3+2)	票面利率选择权、回售条款
19 国控 01	AAA	AAA	2021/6/23	40.00	40.00	2019/09/05~2022/09/05	--
20 国药 01	AAA	AAA	2021/6/23	27.00	27.00	2020/07/28~2023/07/28 (2+1)	票面利率选择权、回售条款
21 国药 01	AAA	AAA	2021/6/23	10.00	10.00	2021/02/04~2024/02/04	--
21 国药 03	AAA	AAA	2021/10/22	30.00	30.00	2021/11/03~2024/11/03	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

国药控股股份有限公司发行的各期债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

表 1: 截至 2022 年 3 月末公司债募集资金使用情况(亿元)

债券简称	募集资金总额	已使用募集资金	是否按照募集说明书用途使用
17 国控 01	10.00	10.00	是
19 国控 01	40.00	40.00	是
20 国药 01	27.00	27.00	是
21 国药 01	10.00	10.00	是
21 国药 03	30.00	30.00	是

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末

持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约

束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

医药流通行业增速保持恢复态势，随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势

2021年全国药品流通市场销售规模持续稳定增长，行业增速保持恢复态势。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2021年全国七大类医药商品销售总额25,829亿元（含税），扣除不可比因素同比增长9.26%，增速同比加快8.06个百分点，比2019年同期增长8.93%；其中药品零售市场销售额5,463亿元，同比增长7.73%，增速同比放慢3.84个百分点，比2019年同期增长14.69%。

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显，药品批发企业行业集中度持续提升，2020年药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的73.7%，同比提高0.4个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的42.6%，同比提高1.6个百分点。2021年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下，药品流通企业利润空间继续被压缩，具备较强资金实力、拥有较全面的

网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现，未来或将进一步提升行业集中度，不断优化行业结构。同时，在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力，实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商，进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 2：2020 年度医药批发业企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药股份有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至2021年9月末连锁化率提升至57.1%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具竞争优势。

此外，2021年10月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加疫情催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

跟踪期内产权结构及治理情况未发生重大变化

公司产权结构未发生重大变化，截至 2022 年 3 月末国药产业投资有限公司（以下简称“国药产投”）和国药集团对国药控股的持股比例分别为 50.36% 和 6.64%，其余股权均由公众股东（含社保基金）持有，控股股东为国药产投，间接控股股东及实际控制人为国药集团。

公司已按照公司法和有关规定建立了完善的法人治理结构，设置了股东大会、董事会和监事会，目前现有董事和经营管理层均正常履职，生产经营正常。公司建立了以资金管理、预算管理、信用管理、应收及应付账款管理、费用管理、投资及担保管理等为主要内容的管控体系，经营管理制度健全，对下属企业的控制力较强，但下属子公司数量多、分布地域广，对公司统一经营管理、财务控制等提出了较高要求。此外，跟踪期内公司继续通过收并购促进业务发展等，整合已完成收购项目及下属企业众多给经营管理带来挑战的同时，亦需关注其并购重组后的实际经营效果和效益实现情况。

资金管理方面，公司本部制定了较为完善的资金管理制度。其中资金集中管理方面，公司下属财务部通过资金集中管理平台对成员企业实行存量资金的集中管理，银行每日自动将各成员单位允许留存额度以上资金上划公司账户，各成员单位按需向财务部发起现金池下拨申请。此外，国药集团对下属成员单位资金实行资金集中管理，国药集团财务公司与公司签订了金融服务框架协议，规定其为公司提供存款、贷款及委托贷款、票据贴现及承兑、融资租赁、结算等服务的年度上限及市场化的定价原则，有利于国药集团体系内企业集中发挥优势，提高资金运作效率，但公司及下属国药股份、国药一致为上市公司，财务管理及资金使用具备相对独立性。

公司完善营销网络并拓展基层市场业务，保持突出的行业地位，分销业务竞争实力强；器械分销区域覆盖率不断增加，药械联动战略深入带动其收入亦快速提升

公司为中国最大的药品、医疗器械分销商，拥有全国最大的药品分销网络，截至 2021 年末，其分销网络已覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，地级行政区覆盖率提升至 99%、县级行政区覆盖率亦达 96%；当年公司重点挖掘各级配送网络的规模优势，提升集约化运营能力，继续通过建立或并购方式推动分销网络下沉，在稳固已有区域网络业务基础上，持续拓展基层市场业务。受益于此，2021 年以来公司医药分销板块收入保持持续增长态势。

在终端覆盖和业态结构方面，随着公司基层市场业务的持续拓展，截至 2021 年末，公司终端网络覆盖已经超过 50 万家，直接客户包括 22,457 家等级医院（其中三级医院 3,047 家），155,429 家基层医疗卫生机构等，各类客户数量同比均有较大提升。2020 年以来，在新冠肺炎疫情的影响下，医院的日常诊疗、手术服务量急剧下降，导致公司医院客户全年销售收入占比有所下降，但仍为医药分销收入的主要来源；零售药店及其他医疗机构销售收入占比基本保持稳定。

表 3：近年来公司分客户类型医药分销业务收入占比(%)

经营业态	2019	2020	2021	2022.1~3
等级医院	67.98	59.89	61.74	61.37
商业分销	8.90	17.34	16.24	16.61
零售药店及其他 医疗机构	23.12	22.53	22.02	22.02

注：2020 年以来公司“商业分销”业态统计对象由“分销公司”更新为“药品分销业务及器械分销业务”，即增加了二级专业器械公司商业分销收入，因此 2020 年商业分销收入占比之前年度出现明显上升。

资料来源：公司提供

信息化系统和现代物流设施建设方面，2021 年公司对物流设施及信息系统建设累计投入 6.3 亿元，截至年末已建立 5 个枢纽物流中心，37 个省级物流中心，283 个地市级物流网点，42 个县级物流网点，28 个零售物流网点，219 个器械物流网点，总网点数 614 个，拥有超过 317 万平方米的仓储空间。上述物流中心拥有先进的仓储条件，运用现代化的信息管理系统对各个区域的药品进行统一调配，有利于公司强化物流运营管理和供应链综合服务能力，为公司向供应链服务深化转型奠定基础，

物流配送系统的升级以及信息化水平的提高也将为公司节约成本、提高运营效率。依托网络覆盖和服务优势，公司持续推动集中配送、院内物流管理、智慧后勤等创新服务，2021年累计开展集中配送和SPD项目分别同比增加103个和92个，与终端客户的合作关系进一步加深。

从产品结构看，公司经销品种基本覆盖了全部治疗领域，其中多数是新药特药品种及合资、进口产品，普药相对较少。2021年以来公司重点关注产品比重的调整优化，加速对接上游业务资源，强化对带量采购品种和创新药品的承接能力。公司在前三期带量采购相关品种的获取率上亦保持行业领先地位，市场占有率和配送总量显著提升，作为头部企业的竞争优势明显。此外，凭借覆盖全国的销售网络和高质量、高附加值的物流配送服务，公司与国内外众多知名医药公司保持良好的合作关系，2021年，公司前十大销售品种共实现销售收入254.30亿元，集中度很低。

表 4：2021 年公司前十大药品销售情况（亿元）

药品名称	收入金额
人血白蛋白	45.91
注射用 A 型肉毒毒素	27.86
甘精胰岛素注射液	27.84
贝伐珠单抗注射液	25.90
硝苯地平控释片	23.88
吸入用布地奈德混悬液	23.82
注射用曲妥珠单抗	23.17
阿托伐他汀钙片	21.14
甲磺酸奥希替尼片	17.59
注射用胸腺法新	17.18
合计	254.30

资料来源：公司提供

在 2020 年完成对中国科学器材有限公司（以下简称“中科器”）收购项目¹后，公司持续推动器械分销网络建设和业务模式创新，截至 2021 年末，器械业务已经覆盖 335 个地级市以上地区。随着“药械联动”战略的持续深入，加之不断加强器械制造业务的探索和开拓，产品从百余种品规的医用耗材延伸到医用内窥镜整机系统等具有较高科技壁垒

的医疗器械品类，以上措施带动其医疗器械板块收入继续保持高速增长，2021 年实现收入 1,081.02 亿元，同比提升 20.95%。**中诚信国际关注到**，随着高值耗材带量采购的正式落地，医疗器械分销行业亦将面临经营模式转型，公司器械板块收入和毛利率或将承压，未来公司将持续通过内生增长和外延并购继续扩大网络布局，加快实现等级以上医院有效覆盖，打造面向医疗机构的全国一体化专业服务体系，中诚信国际将对行业政策变化及其对公司医疗器械分销业务的影响保持关注。

2021 年“批零一体”和“全国一体”战略的推进令零售业务收入保持较好增速，传统药房与专业药房协同优势显现

2021 年以来公司医药零售板块持续落实“批零一体”和“全国一体”战略，推行统一的标准建设和连锁认证体系，并且顺应国家政策调整及行业发展方向，加强全国采购、物流资源的统筹和协同，探索业态转型，加快设立“医保统筹药房”“双通道”资质的药房门店。全年公司医药零售业务实现收入 290.59 亿元，保持了较好的收入增速。截至 2021 年末，公司零售门店数量达 10,259 家，较上年末增加 1,282 家，覆盖全国 25 个省、直辖市和自治区。其中，子公司国药控股大药房有限公司的国大零售药房达 8,798 家，SPS+、双通道等专业药房 1,461 家，零售门店区域覆盖程度高且充分发挥了传统药房与专业药房相互协同的业务优势。

尽管同分销业务相比，公司医药零售业务收入、利润占比均较低，对其整体运营影响较小，但其销售规模行业内排名位列第一，亦具备很强的竞争实力。同时零售业务作为战略性板块，依托分销供应链体系优势和医院客户资源，公司积极推动传统零售药店转型升级，持续进行专业化药房网络布局，强化零售终端服务能力和业务覆盖，未来零售业务盈利能力有望进一步提升。

¹ 2018 年公司以 51.08 亿元的交易对价通过发行股份收购国药集团持有的中科器 60% 股权，2018 年 10 月中科器纳入公司合并范围。

未来战略目标明确，在建项目主要为物流中心，未来资本支出较小

公司将抓住医药行业发展契机，在巩固商贸流通网络优势的基础上，挖掘分销和零售、药品和器械的协同能力，探索创新业务领域的发展机遇，推

动业务板块的纵向延伸，构建适应行业转型背景下全新竞争格局的供应链服务体系。

截至 2021 年末，公司在建项目主要为各地物流中心，计划总投资 6.91 亿元，预计尚需投资 3.82 亿元，未来资本支出较小。

表 5：截至 2021 年末公司在建项目情况（平方米、万元）

项目名称	建筑面积	计划总投资	截至 2021 年末投资额	2022 年计划投资额	预计完工时间
国药乐仁堂物流中心三期项目	51,224	33,908	13,134	15,000	2022 年
内蒙古物流中心项目	11,179	8,192	5,245	2,000	2022 年
国药山西物流中心二期项目	18,662	8,864	3,911	4,000	2022 年
国药乐仁堂秦皇岛物流中心项目	16,113	8,222	3,397	4,000	2022 年
云南物流中心项目	23,500	9,937	5,250	3,000	2022 年
合计	120,678	69,123	30,937	28,000	--

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券调至短期债务。各期财务数据均为审计报告或财务报表期末数。

收入规模进一步扩大，主营业务盈利能力持续提升，整体盈利能力很强

2021 年，公司药品分销网络进一步扩展，加之器械分销的高速增长，作为收入最重要来源的医药分销业务收入提升；在“批零一体”、“全国一体”战略下，医药零售业务收入亦保持较好的增长态势，上述因素使得当期公司营业总收入进一步扩大。2022 年一季度，公司整体业务规模保持良好增长态势，营业总收入同比增长 6.10%。

受药品带量采购政策逐步推进影响，药品降价呈现常态化，公司各类业务毛利空间亦有所压减，2021 年毛利率同比下降 0.38 个百分点；2022 年一季度，部分毛利率较高的产品销量增加带动医药零售板块毛利率回升，但医药分销业务毛利率下降带动营业毛利率仍进一步下降。

表 6：近年来公司主营业务收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
医药分销	3,967.34	4,223.56	4,781.53	1,173.88
医药零售	227.55	268.82	337.20	72.07
其他	42.60	51.62	67.72	24.86
其他业务	15.23	20.15	24.06	5.17
营业总收入	4,252.73	4,564.15	5,210.51	1,275.98
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
医药分销	8.08	8.13	7.69	6.75
医药零售	16.24	17.06	16.91	19.25
其他	30.56	38.40	24.49	23.42
营业毛利率	8.92	8.96	8.58	7.85

注：公司其他收入主要包括实验室用品、化学试剂和药品的制造商销售收入；其他业务收入主要包括原材料销售、咨询服务、经营租赁、零售加盟和进口代理等非主营业务收入。

资料来源：公司提供

2021 年，经营规模的扩大，业务的开拓和分销网络扩张等推升销售费用和管理费用，亦使得期间费用增长；融资成本降低和利息收入增加使得公司财务费用有所下降。受益于营业总收入增幅更大，期间费用率呈下降态势。

收入的增长推动公司盈利水平提升，其中经营性业务利润是公司利润总额最主要来源，2021 年保持较好增长带动利润总额的增加。但受新冠肺炎疫情影响，医院客户回款延长等导致公司全年对应收票据及应收账款计提的坏账损失及存货跌价损失等较大，对当期利润产生一定负面影响。2022 年一季度，公司利润总额和净利润分别同比增长 12.90%

和 12.38%。

公司 EBIT 和 EBITDA 随利润总额和折旧等的增加而增长，EBITDA 利润率及净资产回报率略有下滑，但仍处于较高水平，整体盈利能力很强。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	125.57	141.42	154.38	37.96
管理费用	65.40	66.48	73.18	16.84
财务费用	29.25	27.04	31.90	6.90
期间费用合计	220.22	234.93	259.45	61.70
期间费用率	5.18	5.15	4.98	4.84
经营性业务利润	153.45	169.02	180.34	36.40
资产减值损失	6.06	11.60	12.29	5.62
投资收益	-9.78	-1.20	-0.07	0.57
利润总额	137.74	156.07	169.92	31.50
净利润	106.31	121.05	130.56	24.28
EBIT	172.04	190.24	207.39	--
EBITDA	203.72	226.36	246.91	--
EBITDA 利润率	4.79	4.96	4.74	--
净资产回报率	14.60	14.47	13.74	--

注：管理费用含研发费用，资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

业务规模扩大使得公司总资产和总负债持续增加，其中应收账款增速快，对资金形成较大占用，营运资金需求等推升总债务规模，短期债务占比高

随着业务规模的扩大及收并购等，公司以流动资产为主的总资产进一步增加。受偿付超短期融资券等有息债务增加及支付现金股利等影响，2021 年末货币资金有所下降，但仍较为充裕，其中 96.95 亿元作为保证金或三个月以上银行存款使用受限，受限比例为 18.22%；由于行业收款通常在每年年末，2022 年一季度公司营运资金占用增幅较大，3 月末货币资金进一步降至 359.13 亿元。受新冠疫情等影响，医院客户回款速度较慢，加之营业总收入增加及保理规模下降，应收账款规模快速增长，但账期主要集中在一年以内，其占比超过 95%。公司存货亦随营业规模扩大而增长，处于较大规模，与应收账款共同对营运资金形成较大占用。

公司总负债主要为应付账款、其他应付款和有息债务，其中由于业务规模扩大，未结算采购货款增加使得应付账款持续增长。2022 年一季度续做保

理业务、应付保证金增加等推动其他应付款有所回升。由于业务规模扩大、经营周转及疫情物资采购需求对资金需求增大，2021 年公司增加银行借款融资规模，同时采购使用票据结算增多，共同推升年末债务规模；2022 年一季度，公司短期借款融资进一步增加，且发行较多超短期融资券，期末总债务增长。债务期限结构方面，受行业运行特点影响，公司短期债务占比高。相较于长期债务，较多使用短期债务有助于公司降低财务成本，但一定程度上亦对其营运资金管控及偿债期限安排提出更高要求。受益于利润积累等，年末公司所有者权益同比增长，资产负债率和总资本化比率保持相对稳定。

表 8：近年来公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	498.46	602.08	532.24	359.13
应收账款	1,096.15	1,341.20	1,587.43	1,932.23
存货	425.19	467.03	511.98	574.88
总资产	2,697.38	3,110.80	3,352.56	3,605.57
流动资产/总资产	85.11	85.67	86.33	87.26
应付账款	710.12	786.87	918.37	982.61
其他应付款	249.06	225.65	222.77	270.10
短期债务	732.60	906.24	936.04	1,071.94
总债务	846.72	1,027.70	1,052.71	1,190.60
总负债	1,926.01	2,209.14	2,353.85	2,582.88
短期债务/总债务	86.52	88.18	88.92	90.03
少数股东权益	295.79	336.53	378.32	387.97
所有者权益合计	771.37	901.66	998.71	1,022.69
资产负债率	71.40	71.02	70.21	71.64
总资本化比率	52.33	53.27	51.32	53.79

注：中诚信国际将合同资产计入存货。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产流动性方面，2021 年，受医院客户回款速度变慢等影响，公司应收账款周转速度降低，现金周转天数有所上升，但仍处于同行业较好水平，中诚信国际将持续关注公司销售回款及现金周转情况。

表 9：近年来公司主要周转率指标（次、天）

	2019	2020	2021
应收账款周转率	4.12	3.75	3.47
存货周转率	9.96	9.31	9.73
应付账款周转率	5.82	5.61	5.64
现金周转天数	61.62	70.57	76.96

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司经营获现水平有所下降, 加大超短期融资券等有息债务偿付力度及发放现金股利等令筹资活动现金大幅净流出; 部分偿债指标有所弱化, 但仍保持很强的偿债能力

公司通过年底催款及应收账款保理业务促进货款回款, 但受新冠肺炎疫情对下游客户回款的不利影响, 加之保理业务规模降低等, 经营获现水平有所下降, 但仍实现较大净流入; 对外收购使得投资活动现金仍呈净流出状态, 但收购规模同比下降; 加大超短期融资券等有息债务偿付力度以及发放现金股利等使得筹资活动现金转为大幅净流出规模。2022 年一季度, 受流通行业特性年底回款及公司增大债务融资力度影响, 经营活动净现金流为负, 同时筹资活动现金流为大幅净流入态势。

2021 年公司经营获现水平有所下降, 相关偿债指标有所弱化, EBITDA 同比提升, 但同期公司增加债务融资规模, 债务本息的上升令 EBITDA 利息保障倍数有所下降; 短期债务的增加亦使得货币等价物/短期债务有所下降, 但整体来看, 公司仍保持很强的偿债能力。

表 10: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	187.77	111.55	93.08	-364.93
投资活动净现金流	-67.96	-22.03	-12.67	0.83
筹资活动净现金流	-130.85	20.26	-146.93	197.25
总债务/EBITDA	4.16	4.54	4.26	--
EBITDA 利息保障倍数	5.94	6.62	6.56	--
经营活动净现金流/总债务	0.22	0.11	0.09	-1.23*
经营活动净现金流/利息支出	5.47	3.26	2.47	--
货币等价物/短期债务	0.85	0.79	0.70	0.44

注: 带*指标已经年化处理。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

从存续债券分布来看, 公司 2022 年共有 126.90 亿元债券到期或面临回售, 但其整体融资能力很强, 偿债压力较小, 中诚信国际将对公司偿债资金安排保持关注。

表 11: 截至报告出具日公司本部存续债券到期分布情况 (亿元)

	2022	2023	2024 及以后
到期金额	126.90	-	40.00

注: 假设当期可以赎回/回售的债券全额赎回/回售。

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持, 受限资产规模较小

银行授信方面, 截至 2022 年 3 月末, 公司共获得银行授信总额 2,536.49 亿元, 其中未使用额度为 1,413.16 亿元, 备用流动性充足。此外, 公司自身是 H 股上市公司, 下属子公司国药股份为 A 股上市公司、国药一致是 A 股、B 股上市公司, 资本市场融资渠道畅通。同期末, 公司对国药股份和国药一致持股比例分别为 54.72% 和 56.06%, 上述股权均无质押情况。

或有负债方面, 截至 2022 年 3 月末, 公司无对外担保及重大未决诉讼。

资产抵质押方面, 截至 2021 年末, 公司受限资产余额为 120.55 亿元, 占总资产的比重为 3.60%; 主要为受限货币资金和应收账款等。

表 12: 截至 2021 年末公司受限资产明细 (亿元)

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	96.95	借款担保、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金及三个月以上的定期存款
应收票据	6.45	借款担保、商业承兑汇票质押
应收账款	14.27	借款担保
固定资产	0.17	借款担保
应收款项融资	2.64	银行承兑汇票质押
无形资产	0.07	借款担保
投资性房地产	0.0001	借款担保
合计	120.55	--

资料来源: 公司提供

过往债务履约情况: 根据公司提供的相关资料, 2019~2022 年 4 月 27 日, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

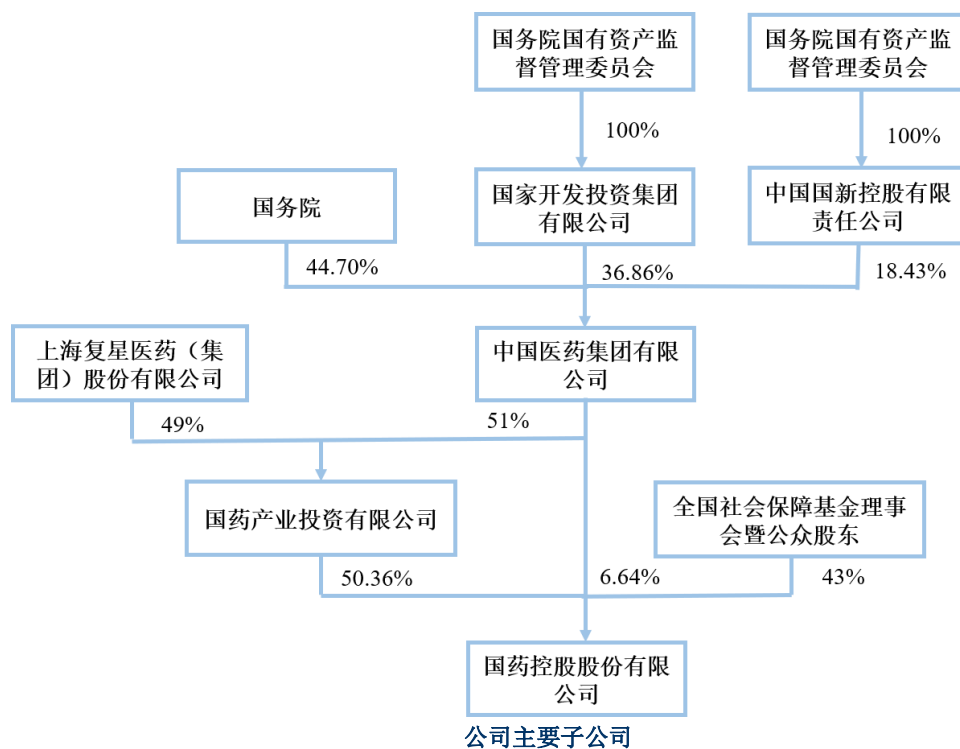
间接控股股东国药集团在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位, 经营实力很强; 公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源, 可获得股东较大支持

公司间接控股股东国药集团是由国务院国资委直接管理的唯一一家以医药健康产业为主业的中央医药企业，拥有大健康全产业链。2021年，国药集团营业收入超 7,000 亿元，进入世界 500 强企业前 100 强，位列世界医药企业第 1 位。在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位，经营实力很强。目前公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，亦是集团未来发展的重要业务板块，股东对公司支持意愿很强。

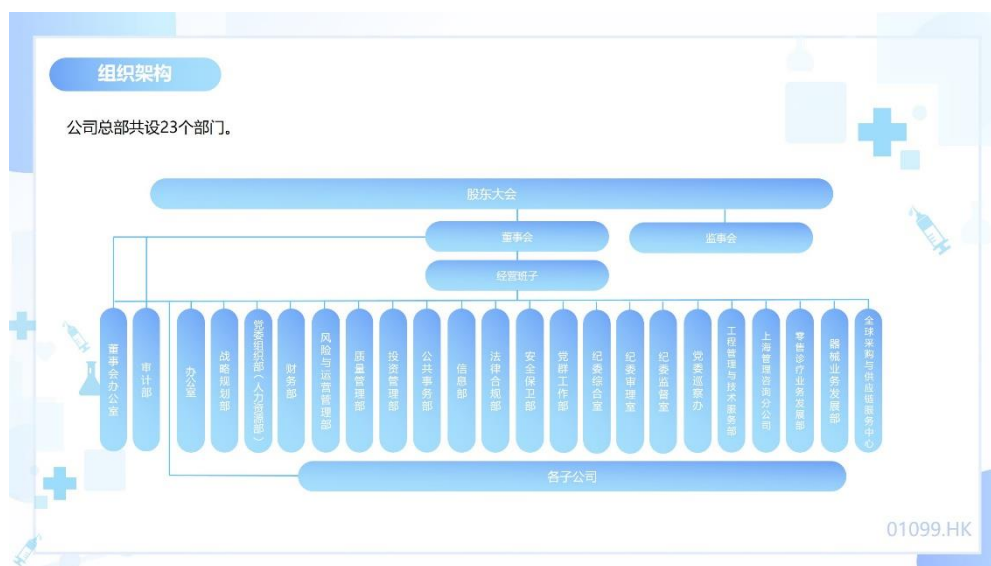
评级结论

综上所述，中诚信国际维持国药控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 国控 01”、“19 国控 01”、“20 国药 01”、“21 国药 01”、“21 国药 03”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：国药控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	持股比例 (%)	简称
国药集团药业股份有限公司	54.72	国药股份
国药集团一致药业股份有限公司	56.06	国药一致
国药控股分销中心有限公司	100.00	国控分销公司
国药集团医药物流有限公司	100.00	国药物流



资料来源：公司提供

附二：国药控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	4,984,560.01	6,020,795.78	5,322,395.70	3,591,277.66
应收账款净额	10,961,458.82	13,411,998.27	15,874,270.47	19,322,293.67
其他应收款	504,813.23	487,778.30	511,079.26	585,923.08
存货净额	4,251,933.28	4,670,275.97	5,119,757.10	5,748,845.92
长期投资	782,055.76	847,287.57	918,427.93	940,319.48
固定资产	851,697.50	1,050,581.19	1,050,879.68	1,037,786.91
在建工程	231,019.84	51,984.70	71,853.34	80,770.04
无形资产	918,518.01	977,903.28	970,226.10	971,879.30
总资产	26,973,785.36	31,108,013.89	33,525,579.32	36,055,725.39
其他应付款	2,490,560.63	2,256,454.08	2,227,727.24	2,700,978.38
短期债务	7,325,998.95	9,062,375.21	9,360,389.19	10,719,379.79
长期债务	1,141,168.57	1,214,639.67	1,166,739.34	1,186,582.80
总债务	8,467,167.52	10,277,014.89	10,527,128.53	11,905,962.58
净债务	3,482,607.51	4,256,219.10	5,204,732.83	8,314,684.92
总负债	19,260,087.31	22,091,399.45	23,538,469.56	25,828,802.31
费用化利息支出	342,931.93	341,627.60	374,769.57	--
资本化利息支出	261.86	335.25	1,554.92	--
所有者权益合计	7,713,698.05	9,016,614.43	9,987,109.77	10,226,923.08
营业总收入	42,527,272.58	45,641,461.06	52,105,123.54	12,759,804.55
经营性业务利润	1,534,493.80	1,690,187.62	1,803,388.91	363,963.10
投资收益	-97,826.77	-11,951.37	-661.02	5,668.57
净利润	1,063,128.23	1,210,470.10	1,305,571.76	242,830.22
EBIT	1,720,353.04	1,902,374.57	2,073,944.04	--
EBITDA	2,037,157.37	2,263,557.31	2,469,078.35	--
经营活动产生现金净流量	1,877,709.76	1,115,460.93	930,808.49	-3,649,312.25
投资活动产生现金净流量	-679,596.71	-220,275.93	-126,696.41	8,286.81
筹资活动产生现金净流量	-1,308,456.59	202,585.22	-1,469,300.72	1,972,473.90
资本支出	257,238.73	208,732.41	225,564.21	42,789.00

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	8.92	8.96	8.58	7.85
期间费用率(%)	5.18	5.15	4.98	4.84
EBITDA 利润率(%)	4.79	4.96	4.74	3.14
总资产收益率(%)	6.81	6.55	6.42	--
净资产回报率(%)	14.60	14.47	13.74	--
流动比率(X)	1.29	1.31	1.32	1.30
速动比率(X)	1.05	1.08	1.09	1.06
存货周转率(X)	9.96	9.31	9.73	8.66*
应收账款周转率(X)	4.12	3.75	3.47	2.83*
资产负债率(%)	71.40	71.02	70.21	71.64
总资本化比率(%)	52.33	53.27	51.32	53.79
短期债务/总债务(%)	86.52	88.18	88.92	90.03
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.11	0.09	-1.23*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	0.12	0.10	-1.36*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.47	3.26	2.47	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	12.07	2.97	1.01	--
总债务/EBITDA(X)	4.16	4.54	4.26	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.25	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.94	6.62	6.56	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.01	5.56	5.51	--

注：1、2022年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券调至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将使用权资产计入无形资产，将研发费用计入管理费用；将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产回报率	=EBIT/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。