

2020 年浙江英特集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100356】

评级对象: 2020年浙江英特集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

英特转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA*/稳定/AA*/2022年6月16日

前次跟踪: AA*/稳定/AA*/2021年6月21日

首次评级: AA*/稳定/AA*/2020年6月12日

主要财务数据及指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.21	0.29	2.23	1.58
刚性债务	2.62	5.63	10.59	10.64
所有者权益	7.46	7.57	8.94	8.99
经营性现金净流入量	0.02	0.04	0.05	-0.02
合并口径数据及指标:				
总资产	107.69	112.50	122.45	137.08
总负债	77.98	80.44	87.30	100.94
刚性债务	32.11	35.53	37.14	49.50
所有者权益	29.72	32.06	35.16	36.14
营业收入	246.01	250.08	267.31	71.29
净利润	3.38	3.43	3.96	1.00
经营性现金净流入量	2.21	3.32	3.26	-12.95
EBITDA	7.26	6.95	7.89	-
资产负债率[%]	72.41	71.50	71.29	73.63
权益资本与刚性债务 比率[%]	92.53	90.23	94.66	73.02
流动比率[%]	127.75	134.72	139.02	134.35
现金比率[%]	20.93	24.44	24.62	16.07
利息保障倍数[倍]	3.71	4.34	4.38	-
净资产收益率[%]	13.36	11.10	11.79	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	3.16	4.44	4.30	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	0.66	1.98	2.17	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.23	4.97	4.94	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.21	0.22	-

注:根据英特集团经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com

熊桦 xh@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对2020年浙江英特集团股份有限公司(简称英特集团、发行人、该公司或公司)公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了2020年以来英特集团在外环境、配送网络、股东支持、融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在药品分销、偿债压力、运营等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部发展环境较好。**国家医药卫生改革逐步推进,浙江省是我国药品需求大省,为英特集团发展提供了较好的外部环境。
- **配送网络优势。**英特集团是浙江省医药流通区域龙头企业之一,网络覆盖全省县及以上医疗机构。公司具有强大的配送网络,配送网络覆盖浙江省内及周边地区,辐射华东六省一市,配送能力较好。
- **股东支持。**英特集团控股股东为国贸集团,实际控制人为浙江省国资委,股东背景雄厚,可获得低成本融资、对公医疗机构合作等方面的支持。
- **融资渠道畅通。**英特集团为上市公司,在资本市场和债券市场具有多种融资渠道,均有利于债务偿付能力的提升。此外,公司尚有一定规模的未使用银行授信,后续仍有一定的融资空间。

主要风险:

- **医改政策和市场竞争的影响。**近年来医改政策频频出台,“两票制”、“医保控费”及“4+7带量采购”等政策的实施均影响着医药流通行业的发展。此外,公司持续面临同业企业在全省招标及渠道扩张中的激烈竞争。

- **负债经营程度高，短期债务偿付压力较大。**受医药流通行业特点影响，英特集团应收账款规模大，回款周期较长，从而导致资产负债率维持高水平，且短期银行借款规模较大，面临较大的债务集中偿付压力。
- **运营管理风险。**英特集团近年兼并收购频繁，旗下子公司众多，业务规模的扩大对公司的管理能力提出更高要求。同时，药品质量及安全直接关系到国计民生，公司持续面临合规经营与药品质量管理风险。
- **可转债转股风险。**英特集团本次可转债若未来转股情况不理想，则需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

关注

- 英特集团拟以发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，关注相关事件的进展及影响。

➤ 未来展望

通过对英特集团及其发行的本期公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债券还本付息安全性很强，并维持本期公司债券信用等级为 AA⁺。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年浙江英特集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年浙江英特集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“英特转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据英特集团提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对英特集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司已发行但尚未到期的债券为“英特转债”和“22 英特集 SCP001(乡村振兴)”。其中英特转债发行规模为 6.00 亿元，期限为 6 年，募集资金主要用于英特药谷运营中心项目、英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心项目及补充流动资金。该债券转股期为 2021 年 7 月 12 日至 2027 年 1 月 4 日。截至 2022 年 3 月末，尚未转股的“英特转债”金额为 598,254,700 元，占可转债发行总额的 99.73%。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日期	本息兑付情况
英特转债	6.00	6 年	0.30 ¹	2021-01	正常付息
22 英特集 SCP001(乡村振兴)	2.50	224	2.29	2022-05	尚未到付息日、尚未到期
21 英特集 SCP001(乡村振兴)	2.50	220	2.80	2021.10	已兑付
18 英特 MTN001	2.50	3+2 年	6.73	2018-04	已兑付
16 英特集 SCP001	5.00	214 天	3.85	2016-11	已兑付
15 英特集 CP001	5.00	90 天	3.39	2015-12	已兑付
14 英特 CP001	3.60	270 天	6.50	2014-04	已兑付
13 英特 CP001	3.60	270 天	4.75	2013-04	已兑付

资料来源：英特集团

¹ 英特转债票面利率设定为：第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

国家陆续推行“两票制”、“营改增”、“带量采购”、新版GSP等政策，客观上推动了药品流通行业结构调整，提升了行业的集中度。2020年初，受新冠疫情影响，药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。随着国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产，医疗秩序逐步恢复正常，2020年医药商品销售总额得以实现增长，但增速大幅放缓，2021年整体实现较好恢复。在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，药品流通市场规模将持续扩大；同时，以“医药分开”为导向的医改政策给药品零售业务带来巨大的增量市场。

A. 行业概况

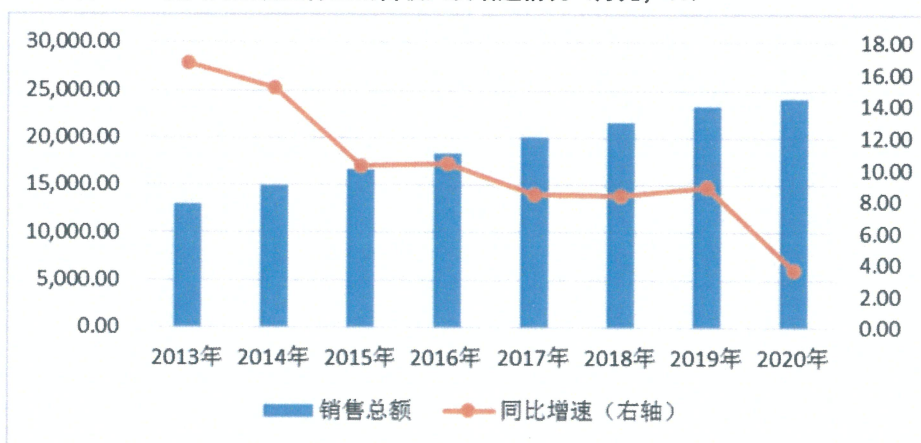
我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保护容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。

药品流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重

要环节。药品流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。药品流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低药品流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。随着我国药品流通体制改革的深入，药品流通行业发展势头良好。特别是近十年来，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本保障制度刺激了市场需求增长。两票制、带量采购等医药政策相继落地实施，互联网信息技术发展带来的居民消费习惯转变，政策与技术双向驱动，药品流通行业呈现集中度提升、渠道下沉、供应链数字化的趋势。由于人口增长，老龄化进程加快，医保体系不断健全，居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。根据国家统计局公布数据，2015~2021 年我国居民人均医疗保健消费支出由 1,165 元增至 2,115 元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重由 7.4% 提升至 8.8%。根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计公布数据（米内网），2021 年我国三大终端六大市场（不含民营医院、私人诊所、村卫生室）药品销售额实现 17,747 亿元，同比增长 8.0%，主要是 2020 年受疫情影响基数较低所致。

2020 年初，受新冠疫情影响，我国药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。随着国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产，医疗秩序逐步恢复正常，全年药品流通市场销售相对于第一季度持续好转。根据商务部药品流通统计系统数据显示，2020 年全国七大类医药商品销售总额 23,532 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 1.20%，增速较同期下降 7.67 个百分点，其中药品零售市场 5,128 亿元，同比增长 11.57%，增速较同期上升 1.72 个百分点。2020 年，我国药品流通直报企业主营业务收入为 17,493 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 1.49%，增速较同期下降 8.42 个百分点；实现利润 321 亿元，扣除不可比因素，同比增长 5.44%，增速下降 3.01 个百分点；平均毛利率约为 8.44%，同比下降 0.14 个百分点；平均费用率为 6.72%，同比下降 0.13 个百分点；平均利润率为 1.83%，同比上升 0.04 个百分点。2021 年，药品流通行业收入稳步增长，基本恢复至疫情前水平，盈利能力增速仍呈下降态势，根据中国药店数据，2021 年全国七大类医药商品销售总额同比增长 8.75%，其中实体零售市场销售规模同比增长 3.21%，2021 年医疗机构销售额和零售药店销售额占比分别为 73.73% 和 26.27%。另外，根据中国医药商业协会药品流通统计数据显示，2021 年药品流通直报企业收入同比增长 10.27%，增速同比加快 8.78 个百分点；利润总额同比增长 4.4%，增速同比下降 1.04 个百分点。

图表 2. 我国药品流通行业销售收入及增速情况（万元，%）



资料来源：Wind、《中国药品流通行业发展报告》

在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，我国药品流通市场规模将持续扩大。同时，以“医药分开”为导向的医改政策给零售业务带来巨大的增量市场。

B. 政策环境

目前，我国药品流通市场呈现出整体分散，趋于集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励药品流通行业的整合。

2019 年以来，我国陆续发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案》、《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》、《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》等多个文件，推动医药行业带量采购和集中采购的发展。相关政策的推进加快了医药流通领域集中度的提高。2019 年 8 月，新修订的《药品经营质量管理规范》对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛。此外，2019 年我国出台多项“互联网+医疗健康”、“互联网+医药”新规，推动了互联网诊疗快速发展，规范远程医疗、在线问诊等业务，推动线上线下服务一体化；并支持在线开具处方药品的第三方配送，加快了医药电商的发展。2020 年 3 月，国务院通过了《关于深化医疗保障制度改革的意见》，倡导进行“一票制”，其若全面施行，可能会对部分医药流通企业带来冲击，服务能力和配送网络薄弱的医药流通企业将会出局。在新冠疫情、市场竞争和国家政策导向的三重压力下行业整合加剧，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式。2021 年 1 月，国务院印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，推动药品集中带量采购常态化及医保支付的实施和新医保目录的执行，促进以量换价和终端用药结构的调整，进而推动规模化运作和成本控制。2021 年 10 月，商务部下发《“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，加快建立布局合理的现代医药物流服务体系，提升全国医药物流网络的服务功能；并推进“互联网+药品流通”模式，支持药品流通企业与电子商务平台融合，发展智慧物流和智慧药房等新业态。

随着互联网技术的发展，医药电商销售成为医药零售的重要销售模式之一。近年，国家不断规范互联网诊疗和互联网医院的准入和执业管理机制，并在医保方面进一步完善了“互联网+”医疗服务价格和医保支付方式。2021年，随着药品集中带量采购政策的实施、互联网医院配送模式兴起与医药电商业务的快速增长，以及防控疫情的医药物资供应保障任务，药品流通企业在物流网络布局、冷链管理尤其是疫苗配送、仓储拆零拣选、运输调度、终端配送服务等方面加快物流技术和管理水平升级，特别是加快对冷链业务的战略布局。未来的医药电子商务不仅包括医药流通环节各企业间的网上交易，同时还包括零售药、医药流通企业对消费者的网上零售，将成为医药流通行业新的增长点。

整体看，未来在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，行业内企业的两极分化或将日益明显。大型药品流通企业占行业整体业务量的比重有望逐年提升，业务增速将高于行业平均水平；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继。各项医改政策推行均有助于规范药品流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型药品流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

根据国家药品监督管理局发布的《药品监督管理统计年度报告（2020年）》，截至2020年末，我国共有药品批发企业1.31万家；药品零售连锁企业和门店数量31.92万家，零售单体药店24.10万家。我国药品流通市场的集中度相对较低，带来了恶性竞争、无序经营的状况，直接导致我国药品流通企业经营效率低下，从政策和行业发展现状来看，整合是未来主要发展趋势。

浙江省药品消费市场竞争激烈，四大全国性药品流通企业集团（国药集团、上药集团、华润医药及九州通）和华东医药是英特集团有力的竞争对手。上药集团通过兼并重组构建全国性医药分销网络，构建华东（长三角）、华北（环渤海）和华南（珠三角）三大战略区域布局，是华东区域医药流通龙头企业。华东医药和英特集团是浙江省区域性医药商业流通龙头企业，占据了浙江省较大部分的市场份额，两者竞争较为激烈。

图表3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	营业收入现金率（倍）	应收账款周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
国药控股有限公司	5,210.51	8.58	1.08	3.56	3,352.56	70.21	130.56	93.08
华润医药集团有限公司	1,973.46	15.70	1.09	3.82	2,001.21	65.41	58.26	106.35
上海医药集团股份有限公司	2,158.24	13.23	1.08	3.89	1,634.36	63.86	62.75	50.61
九州通医药集团股份有限公司	1,224.07	8.04	0.98	4.76	859.36	68.50	26.08	34.59
广西柳州医药股份有限公司	171.35	11.42	1.08	2.51	158.75	63.42	6.41	3.33
浙江英特集团股份有限公司	267.31	6.53	0.98	5.15	122.45	71.29	3.96	3.26

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

药品流通行业风险主要来自：（1）医改政策陆续出台对药品流通企业经营形成挑战；（2）由于药品关系到国计民生，行业内企业面临持续的合规经营与药品质量管理风险；（3）作为资金密集型的药品流通行业，企业面临一定的资金流动性风险；（4）医药物流市场竞争明显加剧。

2. 业务运营

该公司是浙江省内医药流通龙头企业之一，主营医药批发及零售业务，其中医药批发业务是公司收入和利润的主要来源。公司不断通过自建物流中心及投资的方式完善物流配送网络、提高物流辐射能力。跟踪期内，随着医药批发业务销售规模的持续扩张，公司经营业绩亦保持了增长态势。此外，由于医疗机构业务回款周期较长，也对其营运资金形成了一定的占用。

该公司以浙江省为主要药品经营区域，主要经营医药批发及零售业务，医药销售业务涵盖药品销售、中药销售、医疗器械销售三大板块，其他业务包括仓储运输和房屋租赁，其中医药批发是公司主要的收入和利润来源，近年在收入中占比超过 90%。2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现营业收入 246.01 亿元、250.08 亿元、267.31 亿元和 71.29 亿元。同期，公司毛利率分别为 6.68%、6.22%、6.53%和 6.53%。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
医药流通	浙江省	管理/规模/渠道

资料来源：英特集团

该公司除医药流通业务外，还涉及仓储运输板块及经营性房屋的房屋租赁等，公司于 2008 年 6 月率先通过浙江省食品药品监督管理局认证，成为浙江省首家具有第三方药品物流资质的企业，其仓储运输主要是作为第三方物流配送企业给医药企业提供服务。2019~2021 年，公司其他业务分别实现收入 1.18 亿元、1.10 亿元和 1.60 亿元，在营业收入中占比很低，对公司经营业绩影响很小。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
核心业务收入合计	246.01	250.08	267.31	71.29	64.54
其中：（1）医药批发	231.21	231.15	245.06	59.51	59.36
在核心业务收入中所占比重（%）	93.98	92.43	91.68	83.47	91.97
（2）医药零售	13.62	17.84	20.64	11.78	4.85
在核心业务收入中所占比重（%）	5.54	7.13	7.72	16.53	7.52
（3）其他	1.18	1.10	1.60	-	0.33

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
在核心业务收入中所占比重(%)	0.48	0.44	0.60	-	0.50
毛利率(%)	6.68	6.22	6.53	6.53	6.49
其中：医药批发(%)	6.18	5.78	5.89	6.64	6.02
医药零售(%)	11.31	9.34	10.05	5.99	10.20
其他(%)	49.66	48.86	58.71	-	49.33

资料来源：英特集团

A. 医药批发

该公司是浙江省医药流通区域龙头企业之一，省内县以上医疗机构、连锁药店已基本实现全覆盖。公司招标市场品种满足率达 90%，药品供应保障能力保持浙江省龙头地位。截至 2021 年末，公司下游批发客户突破 20,000 余家，配送终端 33,000 余个。公司围绕“内涵式增长、外延式扩张、整合式发展、创新式提升”的发展路径，近年来通过收购兼并及设立子公司的方式，省内布局日趋完善，市场覆盖能力不断增强，市场竞争力进一步提升，对省内医疗机构的辐射影响力得到进一步加强。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司医药批发分别实现收入 231.21 亿元、231.15 亿元、245.06 亿元和 59.51 亿元。

该公司医药批发分为医疗机构批发业务和商业分销业务，其中医疗机构批发业务由于中国的医院占药品销售终端最大比重，且医院纯销方式符合两票制的医改政策方向，故医疗机构销售业务为公司药品销售的主要流通模式。截至 2021 年末，公司医疗机构批发业务占医药批发中比重约为 95%。商业分销业务主要是对商业公司的调拨活动，受两票制等政策背景影响，商业分销业务规模呈缩减趋势。

B. 医药零售

零售方面，该公司积极实施医药批零一体化战略，通过开设 DTP 药房、院内（边）店、社区店、诊疗店等多业态门店大力发展零售业务。截至 2021 年末，公司共拥有各类型线下门店 187 余家，DTP 门店实现了全省十一个地级市全覆盖，公司与全省各大医院、供应商、基金会共同搭建了合作平台，引进 DTP 品种超过 250 个。公司通过不断加强专业药事服务体系构建，同时推进院内（边）药房布局，优化批零联动协同模式。此外，公司还不断探索“互联网医院+药房”新业态，与多家等级医院开展合作，完成近千单处方外流承接，近年医药零售业务收入规模持续增加。2019~2021 年及 2022 年第一季度，医药零售分别实现收入分别为 13.62 亿元、17.84 亿元、20.64 亿元和 11.78 亿元。通过拓展线下门店数量、提升门店药事服务能力，公司 2021 年医药零售销售收入同比增长 15.71%。

管理因素

该公司实行本部以省内县以上医院及杭州地区社区医疗、零售 OTC 市场

为主要销售目标，各区域子公司在公司整体战略规划引领下，实行渠道网络下沉的深度营销策略。同时，公司将各子公司的药品业务纳入公司药品分销经营单元中，按照不同类型的医疗机构、社区及乡镇卫生院、零售连锁及单体药房进行分类专业化营销，实现母子公司业务的协同发展，区域性业务人员进行总部与属地化的双重考核管理。公司通过组建专业化终端助销团队，专注于营销市场细分及供应链服务的集成，强化采购力量，满足供应商订单式服务集成需求，从而提高竞争力。

在医疗机构销售模式下，该公司采用以电汇为主，少量商业承兑汇票的结算方式；在商业分销的模式下，公司采用以电汇和银行承兑汇票为主，少量商业汇票的结算方式；在零售药店销售模式下，公司采用在约定账期内以电汇和汇票的结算方式。医疗机构受医保结算影响账款结算周期较长，公司应收账款规模较大，但回款安全性高。2021年，公司医疗机构应收账款周转天数平均为85天、商业分销应收账款周转天数平均为61天、零售终端应收账款周转天数平均为48天。

规模因素

由于基本药物市场的快速发展，该公司也相应调整经营策略。公司从以“名优新特”为主调整为“基本药物为基础，名优新特为特色”。经销品规2.4万余个，与世界制药行业50强及中国制药行业100强中绝大部分都建立了长期稳定的合作关系，在进口合资、国产名优等领域拥有较大优势，品种丰富齐全，是浙江省医药流通重要渠道。公司2021年引进进口专利药物及国产创新药物40余个，通过一致性评价通路新挂网品种合作比例达到81.8%，在浙江省招标市场的药品保障供应满足率上有较大优势。

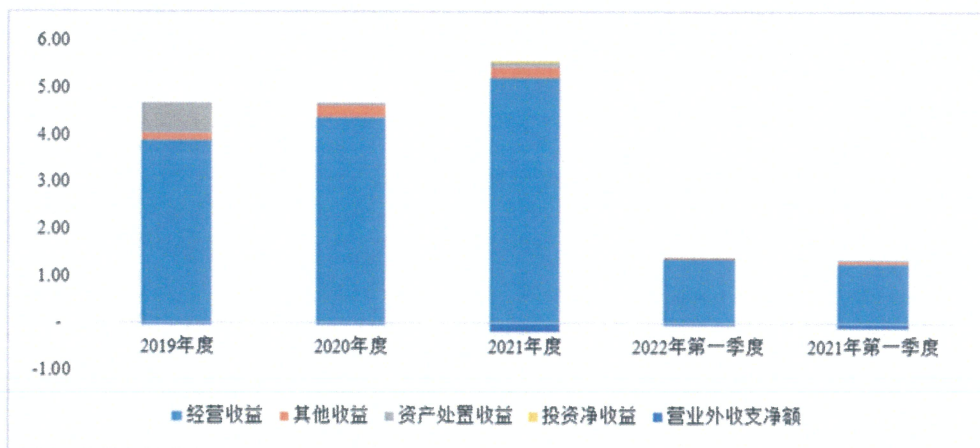
在医药物流网络建设方面，由于该公司药品销售业务主要在县级以上医院，基层医疗市场渗入不高，因此公司将网络渠道构建策略调整为“以城镇市场为主体、医疗机构为重点，巩固高端市场，重点拓展社区卫生服务机构和乡镇卫生院”。近年来，公司以战略合作等方式不断开拓基层医疗市场，同时加快省外的网络建设，2013年对福建英特盛健药业有限公司（简称“福建盛健”）的成功并购是对省外市场的重要尝试。公司上述兼并收购策略以横向为主，主要在于扩大市场份额，完善网络覆盖。未来，公司收购策略将转为纵向为主，完善产业链条。

现代医药分销业务的主流是提供增值和物流服务。该公司物流配送的主要经营实体是浙江英特物流有限公司（以下简称“英特物流”），英特物流拥有行业领先的现代物流系统，配送网络覆盖浙江省内及周边地区，配送能力较强。英特物流已投入使用的杭州物流中心面积达6万多平方米，可提供集药品储存、验收养护、物流加工、装卸搬运、集中配送和信息服务六大功能于一体的综合服务。公司持续在省内布局物流建设，实施多库联动战略。目前，公司已形成杭州物流中心、宁波物流中心、金华物流中心、温州物流中心和嘉信元达物流中心五个现代化医药物流中心，已拥有仓储面积24万平米、冷库2万立方、阴凉库14万平方的现代物流装备的专业医药物流平台。公司共拥有专业

物流人员 800 余人，配送车 300 余辆，冷藏车 50 余辆，年吞吐量 2,000 余万件，配送网络覆盖浙江省内及周边地区。此外，公司为进一步完善销售网络、提高药品配送能力，积极同多方进行投资合作。公司于 2016 年 10 月与浙江省上虞经济开发区管理委员会签订了《投资合作框架协议》，计划通过公开出让方式购买位于上虞经济开发区地块的土地使用权²，并以在绍兴上虞区新设立的项目公司为主体建设辐射全省的集医药专业分销、电子商务和现代物流配送于一体的英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心，预计总投资 3.78 亿元，截至 2022 年 3 月末，已投资金额为 3.05 亿元，公司对绍兴、金华、衢州等地区的配送效率将进一步提高。

(2) 盈利能力

图表 6. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据英特集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源以医药流通主业收益为主，其他收益及营业外收入占比较小。2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司营业毛利分别为 16.42 亿元、15.55 亿元、17.45 亿元和 4.65 亿元，同期毛利率分别为 6.68%、6.22%、6.53% 和 6.53%，其中 2020 年毛利率小幅下滑，主要系根据新收入准则相关要求，销售运费需调整至销售成本所致。

该公司期间费用率较为稳定，2019~2021 年及 2022 年第一季度期间费用占营业收入的比重分别为 4.84%、4.28%、4.38% 和 4.26%。同期，销售费用分别为 6.57 亿元、5.62 亿元、6.03 亿元和 1.69 亿元，主要包括职工薪酬、仓储费、租赁费等；同期，管理费用（含研发费用）分别为 3.63 亿元、3.80 亿元、4.24 亿元和 0.93 亿元，主要由员工薪酬、折旧及摊销等构成；财务费用分别为 1.70 亿元、1.29 亿元、1.43 亿元和 0.42 亿元，主要为利息支出。

² 该公司已于 2016 年 12 月在国有建设用地使用权挂牌出让活动中竞得上虞经济开发区 [2014]G12-1 号地块国有建设用地使用权，该地块总价为人民币 2,705 万元，土地面积为 6 万平方米，土地用途为仓储用地，出让年限为 50 年，建设周期为 30 个月。

图表 7. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	246.01	250.08	267.31	71.29	64.54
毛利（亿元）	16.42	15.55	17.45	4.65	4.19
期间费用率（%）	4.84	4.28	4.38	4.26	4.24
其中：财务费用率（%）	0.69	0.51	0.54	0.58	0.64
全年利息支出总额（亿元）	1.72	1.40	1.60	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—	—

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

2018~2020 年及 2021 年第一季度，该公司其他收益分别为 1,408.57 万元、2,273.38 万元、1,967.41 万元和 282.79 万元，营业外收入分别为 921.28 万元、778.98 万元、441.80 万元和 472.47 万元，主要为政府补助收入。同期，公司资产处置收益分别为 6,427.07 万元、698.36 万元、1,110.49 万元和 -25.45 万元，其中 2019 年公司获得无形资产处置利得和投资性房地产处置利得分别为 3,818.89 万元和 2,229.54 万元；同期资产减值损失及信用减值损失合计为 2,333.84 万元、504.79 万元、309.79 万元和 1,052.12 万元，主要为坏账损失和商誉减值损失等。同期末，公司净利润分别为 3.38 亿元、3.43 亿元、3.96 亿元和 1.00 亿元。

图表 8. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
投资净收益	-57.87	-77.03	371.86	-33.00
营业外收入	921.28	778.98	441.80	472.47
其中：政府补助	451.83	488.33	356.45	—
其他收益	1,408.57	2,273.38	1,967.41	282.79
资产处置收益	6,427.07	698.36	1,110.49	-25.45

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

（3）运营规划/经营战略

该公司未来将以“内涵式增长、外延式扩张、整合式发展、创新式提升，生态圈协同”为发展目标，专注医药流通行业。不断巩固药品分销核心业务，打造中药完整产业链，发展生物制品、医疗器械等其他新兴业务，拓展电子商务业务和建立现代物流服务体系，推进分销、物流、电子商务一体化，全面提升公司的服务能力，实现跨越式发展。

该公司未来资本性支出主要为英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心、英特药谷运营中心及医药流通企业并购展开。其中英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心项目预计总投资 3.78 亿元，主要建设内容为集现代营销、专业物流、物流加工、冷链服务和电子商务于一体的医药产业中心。目前项目已完工投入使用（具体投资额还需等待竣工结算后

确定), 成为浙江省最大的专业第三方医药物流中心之一, 承担全省医药物流和周边省份的一级配送, 范围覆盖浙江省中东部及南部, 辐射江苏、安徽、上海等省市。英特药谷运营中心以英特集团总部办公基地为主体, 配套医药电子商务发展中心、信息中心等作为辅助, 最终建设为集办公、会务、培训等多项配套设施于一体的总部办公基地, 预计总投资 3.07 亿元, 投入运行后不直接产生经济效益, 但本项目实施后产生的间接效益将在公司的经营中体现。截至 2022 年 3 月末, 公司主要在建项目投资总额为 6.85 亿元, 已投资金额为 3.84 亿元, 资金来源主要为可转债募集资金, 关注投资进展及回报情况。

图表 9. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况(单位: 亿元)

项目名称	总投资	预计完工时间	已投资	资金来源	计划投资额		
					2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年及以后
英特集团公共医药物流平台绍兴(上虞)医药产业中心	3.78	已完工	3.05	1.78 亿元来自英特转债	0.73	—	—
英特药谷运营中心项目	3.07	2023-12-31	0.79	2.42 亿元来自英特转债	0.58	1.00	0.70
合计	6.85	—	3.84	—	1.31	1.00	0.70

资料来源: 根据英特集团所提供数据整理

管理

跟踪期内, 该公司股权结构较稳定, 控股股东仍为国贸集团, 实际控制人为浙江省国资委。公司拟向国贸集团等三方发行股份, 若相关事项完成, 股东持股比例将发生一定变化。2021 年公司关联交易规模较小, 对经营影响有限。

截至 2022 年 3 月末, 该公司控股股东仍为国贸集团, 国贸集团直接及间接持有公司 41.14% 的股份³, 为公司第一大股东。国贸集团是由浙江省人民政府国有资产监督管理委员会投资设立的国有独资公司, 因此浙江省国资委为公司实际控制人。截至报告日, 公司控股股东及一致行动人未对公司股票进行质押。公司股权状况见附录一。

该公司拟以发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金, 若相关事项完成, 股东的持股比例将发生变化。具体来说, 公司拟以发行股份支付现金的方式购买国贸集团和浙江华辰投资发展有限公司(简称“华辰投资”)⁴持有的英特药业 50% 股权⁵; 另向关联方浙江康恩贝制药股份有限公司(简称“康恩贝”)以非公开发行股份方式募集配套资金不超过 4.5 亿元, 发行股份数量不超过 4,495.50 万股, 募集配套资金扣除发行费用后的净额用于支付现金对价、支付交易税费与中介费用、上市公司或标的公司补充流动资金和偿还债

³ 国贸集团直接持有公司 24.27% 的股份, 其全资子公司浙江省中医药健康产业集团有限公司通过浙江华辰投资发展有限公司持有公司 16.87% 的股份。

⁴ 国贸集团和华辰投资分别持有英特药业 26% 和 24% 股权。

⁵ 本次交易中交易对方的股份、现金支付比例和支付数量尚未确定, 相关事项将在标的资产审计、评估工作完成后, 以交易各方协商确认的最终方案为准。

务等。上述交易的交易对方国贸集团为公司控股股东，华辰投资为国贸集团控股的公司，募集配套资金的发行对象康恩贝为国贸集团控股的公司，因此上述交易将构成关联交易。

该公司关联交易主要涉及与联营企业之间的商品购销、关联资金拆借及关联方的应收、应付款等，整体在购销活动占比不大，对公司经营业绩影响较为有限。公司关联购销主要为满足正常经营所发生的出售商品和提供劳务、采购商品和接受劳务等，其交易价格以市场价格为基础协商确定。2021 年度，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 0.52 亿元，占营业收入比例为 0.20%；向关联方购买商品和接受劳务的金额为 6.41 亿元，占营业成本的比例为 2.56%。

根据该公司提供的 2022 年 6 月 9 日《企业信用报告》，公司未结清信贷中包含逾期利息及其他 580.99 万元，中长期借款不良类账户 4 个。根据公司提供的说明文件，上述 580.99 万元逾期利息共 5 笔，相关贷款时间在 1996 年，当时借款主体为杭州凯地丝绸股份有限公司（简称凯地丝绸），英特集团借壳凯地丝绸上市后已将所有债务结清，不存在逾期事项，产生的 4 个不良类账户已销户。除上述事件外，跟踪期内，根据公开市场信息及公司提供的资料显示，公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。

图表 10. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	英特药业	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2022/6/9	未提供	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/5/24	不涉及	正常	正常	不涉及
重大诉讼	公开信息披露	2022/5/24	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2022/5/24	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2022/5/24	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2022/5/24	无	无	无	无

资料来源：根据英特集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长，日常运行所需资金规模较多。跟踪期内，公司财务杠杆仍处于高水平。公司主要依靠短期银行借款满足营运资金需要，使公司面临较大的短期债务偿付压力。公司正在筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，若相关事项完成，所有者权益将得到增厚，关注该事项进展。

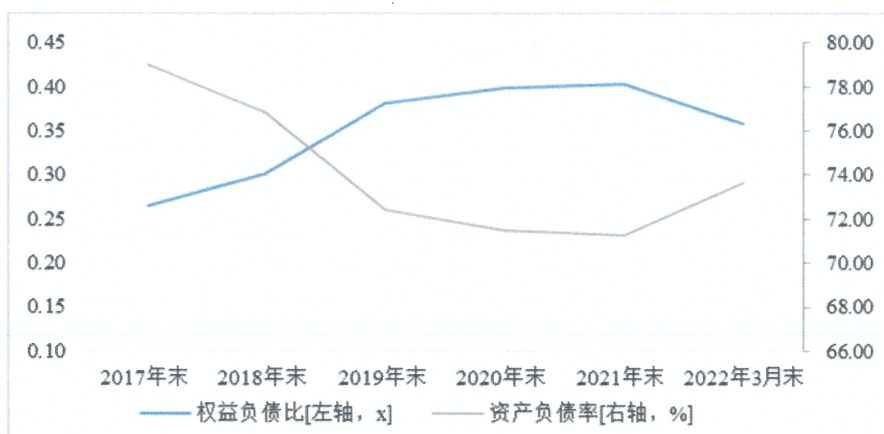
1. 数据与调整

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019~2021 年财务报表进行了审计，并分别出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年第一季度财务报表未经审计。公司财务报表符合财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）的要求，同时参照了证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）以及《关于上市公司执行新企业会计准则有关事项的通知》（会计部函〔2018〕453 号）的列报和披露要求。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 11. 公司财务杠杆水平变动趋势



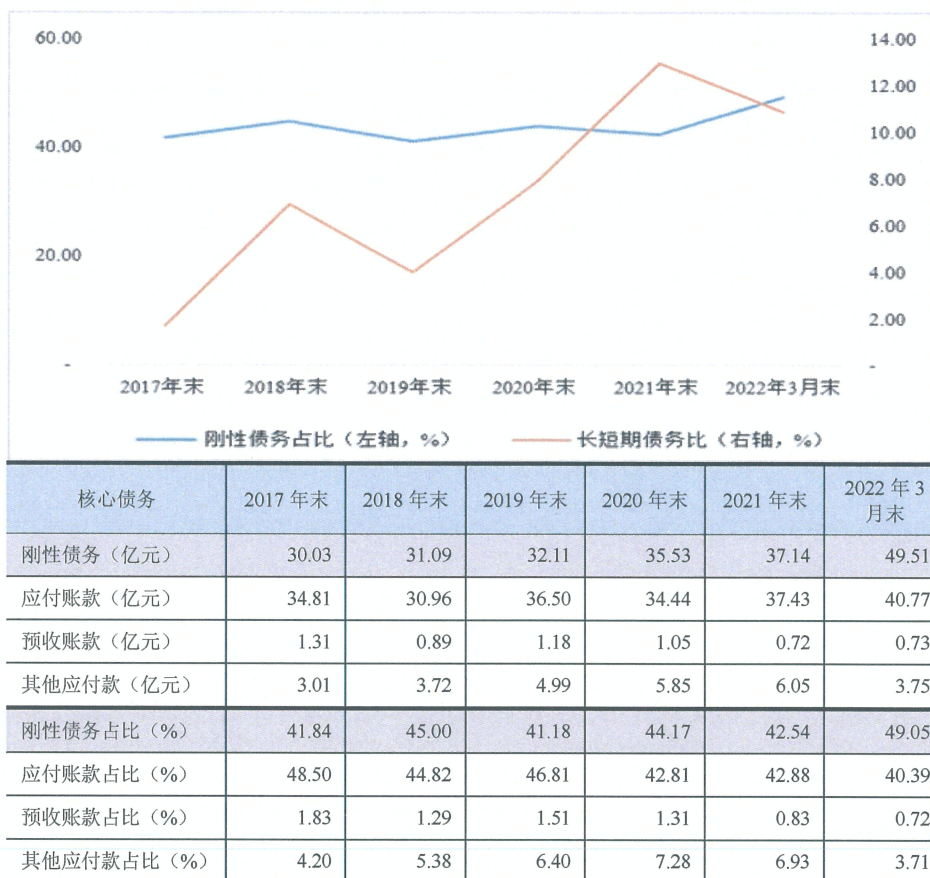
资料来源：根据英特集团所提供数据绘制

截至 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司的所有者权益分别为 29.72 亿元、32.06 亿元、35.16 亿元和 36.14 亿元，规模持续增大主要系公司经营积累较好，未分配利润持续增大，同时部分可转债转股所致。截至 2022 年 3 月末，公司权益资本主要由少数股东权益及未分配利润构成，分别占比 46.19%和 31.17%。公司 2019 年~2021 年现金分红规模为 0.15 亿元、0.16 亿元和 0.51 亿元，分别占归属于上市公司普通股股东的净利润的 10.05%、10.32%和 30.44%。此外，公司正在筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，若相关事项完成，所有者权益将得到增厚。

此外，为了保持医药流通领域的优势地位，该公司近年来持续加大浙江省内的兼并收购，扩大其销售网络，并建设新的物流配送中心提高其物流辐射能力。公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长，日常运行所需资金规模较多。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司负债总额分别为 77.98 亿元、80.44 亿元、87.30 亿元和 100.94 亿元。所处行业特点和自身商业模式决定了财务杠杆持续处于高水平。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产负债率分别为 72.41%、71.50%、71.29%和 73.63%。

(2) 债务结构

图表 12. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据英特集团所提供数据绘制

从债务期限结构来看，该公司债务以短期债务为主，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 4.02%、7.93%、12.98%和 10.88%。公司负债主要由刚性债务、应付账款及其他应付款构成。同期末，公司刚性债务余额为 32.11 亿元、35.53 亿元、37.14 亿元和 49.51 亿元，占债务总额的比例分别为 41.18%、44.17%、42.54%和 49.05%。同期末，公司应付账款分别为 36.50 亿元、34.44 亿元、37.43 亿元和 40.77 亿元，占债务总额的比例分别为 46.81%、42.81%、42.88%和 40.39%，主要为一年以内的应付货款，随着公司药品销售规模扩大而增长。同期末，公司其他应付款分别为 4.99 亿元、5.85 亿元、6.05 亿元和 3.75 亿元，主要系单位往来款和押金保证金等。同期末，公司预收账款（含合同负债）分别为 1.18 亿元、1.05 亿元、0.72 亿元和 0.73 亿元，主要为经销商预先支付的货款。

(3) 刚性债务

图表 13. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
短期刚性债务合计	29.18	26.95	29.61	30.03	29.04	41.36

刚性债务种类	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
其中：短期借款	22.15	19.08	19.91	20.51	18.11	28.00
一年内到期的长期借款	-	0.15	0.47	0.00	0.02	0.01
交易性金融负债	0.28	0.18	0.05	0.05	-	-
应付票据	6.72	7.38	9.18	9.34	8.40	10.82
其他短期刚性债务	0.03	0.16	—	0.13	2.51	2.53
中长期刚性债务合计	0.85	4.14	2.50	5.50	8.10	8.15
其中：长期借款	0.85	1.64	—	3.00	3.05	3.05
应付债券	-	2.50	2.50	2.50	5.05	5.10
综合融资成本（年化，%）	4.46	4.89	4.69	4.27	4.40	-

资料来源：根据英特集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

该公司经营规模继续扩大，对外融资需求有所增加，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 32.11 亿元、35.53 亿元、37.14 亿元和 49.51 亿元，总体呈现增长态势，债务结构偏短期。同期末，公司短期刚性债务分别为 29.61 亿元、30.03 亿元、29.04 亿元和 41.36 亿元，占刚性债务总额的比例为 80%左右，公司面临较大的即期债务偿付压力。其中，公司银行借款分别为 20.38 亿元、23.51 亿元、21.18 亿元和 31.06 亿元，主要为信用借款，占比约 70%。截至 2022 年 3 月末，公司银行借款利率区间为 3.20%-4.45%。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司应付票据分别为 9.18 亿元、9.34 亿元、8.40 亿元和 10.82 亿元，规模增大主要是销售规模扩大且公司为节约流动资金较多采用票据结算所致。此外，公司于 2021 年 3 月发行的 6.00 亿元“英特转债”计入应付债券科目，于 2021 年 10 月发行的“21 英特 SCP001（乡村振兴）”⁶计入其他流动负债科目。近三年一期，公司综合融资成本保持在 4~5%左右。

图表 14. 公司 2022 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	2.50	—	—	5.10	—
3%~4%（不含 4%）	23.20	3.00	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	4.51	0.05	—	—	—
5%~6%（不含 6%）	-	—	—	—	—
6%~7%（不含 7%）	—	—	—	—	—
7%及以上	—	—	—	—	—
合计	30.21	3.05	—	5.10	—

资料来源：英特集团

注：不含应付票据及银行借款利息

⁶ 21 英特 SCP001（乡村振兴）已于 2022 年 5 月到期偿付，同时当月公司发行本金为 2.5 亿元的 22 英特 SCP001（乡村振兴）。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	107.49	109.47	102.92	112.56	111.05	—
营业收入现金率（%）	107.05	107.53	101.81	102.33	98.08	82.62
业务现金收支净额（亿元）	9.98	4.94	6.08	5.59	5.17	-12.02
其他因素现金收支净额（亿元）	-8.39	-3.28	-3.88	-2.27	1.91	-0.93
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.58	1.66	2.21	3.32	3.26	-12.95
EBITDA（亿元）	4.68	5.29	7.26	6.95	7.89	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.18	0.17	0.23	0.21	0.22	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.45	3.37	4.23	4.97	4.94	—

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司营业周期较长，主要系医药批发业务中公立医疗机构账期相对较长，在公司医药批发业务规模不断增长、医共体政策推行背景下，应收账款回款周期较长。此外，为保证配送的及时性和有效性，公司采用多库联动的模式为就近配送。公司已陆续建成杭州物流中心、宁波物流中心、金华物流中心、温州物流中心和嘉信元达物流中心五个现代化医药物流中心，异地设仓新增备货规模有所增加，存货周转速度较慢。2019~2021 年，公司营业周期分别为 102.92 天、112.56 天和 111.05 天。未来，随着公司进一步拓展医药流通业务，并加强网点布局，会持续对公司流动性造成一定影响。

2019~2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 101.81%、102.33%、98.08%和 82.62%。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 250.46 亿元、255.91 亿元、262.19 亿元和 58.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为 2.21 亿元、3.32 亿元、3.26 亿元和-12.95 亿元。由于公司应收账款及存货规模不断增大，存在一定营运资金占用问题，整体经营活动现金流净流入规模不大。2022 年第一季度，公司经营性现金流量净额为较大金额负数，主要是因为公司药品销售以医药纯销为主，而医疗机构的账期相对较长，多于年末阶段性地清算前期货款，而该时段内尚未回笼的货款金额较大所致。

2019~2021 年度，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 4.23 倍、4.97 倍和 4.94 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.23 倍、0.21 倍和 0.22 倍。EBITDA 对刚性债务本息的保障程度不足。

(2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.04	-0.02	-1.08	0.05	0.02	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.84	-1.14	-0.64	-1.67	-1.39	-0.08
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	-0.19	0.00	-0.14	-0.03	-0.20
投资环节产生的现金流量净额	-1.87	-1.35	-1.72	-1.75	-1.44	-0.28

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

投资活动方面，该公司积极提高物流配送能力并完善物流配送网络，近年在建的物流中心及并购扩张等存在一定投资支出。2019~2021年及2022年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.72亿元、-1.75亿元、-1.44亿元和-0.28亿元。

(3) 筹资环节

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	-0.10	-0.32	4.45	-1.55	-1.49	-0.65
债务类净融资额	8.34	-0.93	-5.07	3.26	-4.85	9.87
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.06	-0.09	-0.04	-0.75	5.92	-0.21
筹资环节产生的现金流量净额	8.18	-1.34	-0.66	0.95	-0.42	9.00

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

在筹资活动方面，2019~2021年及2022年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.66亿元、0.95亿元、-0.42亿元和9.00亿元。经营业务中上游供应商承付时限和下游客户赊销等要求使得公司购、销环节的收、付款在结算时间、收支结构上不配比，经营对资金配置需求量大，形成阶段性的资金紧张。其中2021年公司偿还到期债务的规模增大，致使筹资活动现金流呈小幅净流出状态；2022年第一季度，公司为满足生产经营需要取得借款收到的现金较大，致使筹资活动现金净呈大额净流入状态。

4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2021年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	81.79	80.98	95.76	100.41	107.42	122.30
	90.05	90.05	88.92	89.25	87.72	89.22
其中：货币资金（亿元）	16.24	15.56	15.69	18.22	19.02	14.63

主要数据及指标	2017年 末	2018年 末	2019年 末	2020年 末	2021年 末	2021年 3月末
应收票据（亿元）	0.38	0.53	0.06	0.62	0.81	3.27
应收款项（亿元）	37.34	38.49	48.34	50.18	53.69	68.61
存货（亿元）	21.80	22.17	26.28	25.98	28.97	30.78
其他应收款（亿元）	2.22	1.20	0.77	1.61	1.22	1.22
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	9.04	8.95	11.93	12.09	15.03	14.78
	9.95	9.95	11.08	10.75	12.28	10.78
其中：固定资产（亿元）	5.57	5.33	5.56	5.40	7.97	7.83
在建工程（亿元）	0.05	0.36	1.01	1.62	0.27	0.32
无形资产（亿元）	1.15	1.08	1.09	1.04	1.44	1.43
商誉（亿元）	1.15	1.08	1.31	1.30	1.29	1.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.50	4.57	7.95	6.71	6.42	5.61
受限资产账面余额/总资产（%）	3.85	5.08	7.38	5.94	4.68	4.10

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

2019~2021年末及2022年3月末，该公司资产总额分别为107.69亿元、112.50亿元、122.45亿元和137.08亿元，资产规模逐渐增长。从资产构成来看，主要以流动资产为主，同期末分别为95.76亿元、100.41亿元、107.42亿元和122.30亿元。

该公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。2021年末，公司货币资金为19.02亿元，其中受限货币资金为1.97亿元，主要系银行承兑汇票保证金、电子商务平台货品销售保证金等。年末公司应收账款为53.69亿元，公司近年应收账款呈增长趋势，主要系营业收入增长、回款信用期延长、合并范围增加所致。同时，两票制及医共体等医药政策背景下，医药行业内流通企业应收账款普遍呈增长趋势。公司应收账款规模较大主要系公司药品销售以医疗机构为主，在我国目前的医疗体制下，下游医疗机构在产业链中长期处于强势地位，医药流通企业对医疗机构客户的应收账款账期较长。但公司货款回收较为安全，同时公司对县级以下医疗机构、民营医疗机构、药店和医药公司的货款实行风险控制，坏账风险相对较小。2021年末，公司一年以内的应收账款占比为99.05%，年末应收账款前五名合计金额为3.64亿元，占应收账款总额的比例为6.73%。公司每年按照账龄⁷及重大单项计提应收账款，计提比例较合理，年末共计提坏账准备0.51亿元。同年年末，公司存货余额为28.97亿元，为保证配送的及时性和有效性，公司采用多库联动的模式就近配送。随着公司业务规模增长以及异地设仓新增备货，存货金额呈持续增长态势。同期末，公司其他应收款为1.22亿元，主要由押金、保证金及往来款等构成。此外，2021年末，公司预付款项为2.46亿元，主要由预付货款构成；其他流动资产为1.25亿元，主要由待抵扣增值税进项税构成。

该公司非流动资产主要是固定资产、在建工程、投资性房地产、无形资

⁷ 该公司按照账龄分别对对1年内、1-2年、2-3年、3-4年应收账款计提0.50%、10%、20%和50%。

产和商誉构成。2021年末，公司固定资产为7.97亿元，较上年末增长47.77%，主要系英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心项目完工由在建工程转入所致，公司固定资产主要由房屋、建筑物等构成；在建工程为0.27亿元，较上年末减少83.60%；投资性房地产为1.94亿元，主要由房屋、建筑物构成。公司投资性房地产采用成本法计量，主要用于物流配送出租等；无形资产为1.44亿元，主要是土地使用权和软件等；商誉为1.29亿元，主要系收购一洲连锁、舟山英特卫盛药业有限公司产生的溢价。此外，公司新增使用权资产科目，2021年末为1.48亿元，主要系根据《企业会计准则第21号——租赁》要求，公司确认取得的资产使用权所致。

2022年3月末，该公司应收票据较年初大幅增加2.46亿元至3.27亿元，主要是年初下游客户采购后以票据结算为主；应收账款较年初增长27.79%至68.61亿元。同期末，公司其他资产科目未发生较大变化。

截至2021年末，该公司受限资产为6.42亿元，占总资产的4.68%，主要为开立保证金受限的货币资金、取得银行借款抵押的土地使用权、房屋建筑物和应收账款等。

图表 19. 截至 2021 年末，公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	1.92	保证金
房屋建筑物	1.98	抵押担保
土地使用权	0.43	质押担保
应收账款	1.87	质押担保
应收票据	0.21	贴现借款
合计	6.42	—

资料来源：根据英特集团所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	115.89	125.29	127.75	134.72	139.02	134.35
速动比率 (%)	81.42	88.25	88.68	96.43	98.35	97.66
现金比率 (%)	23.33	24.70	21.01	24.44	24.62	16.07

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 127.75%、134.72%、139.02%和 134.35%，速动比率分别为 88.68%、96.43%、98.35%和 97.66%。公司流动性指标有所波动，流动资产对流动负债的覆盖程度总体良好，但考虑到公司医药流通业务资金占用较大等因素，仍应关注应收账款回款情况。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

截至 2022 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部无具体经营活动，2021 年公司本部营业收入为 0.34 亿元。当年投资收益为 0.57 亿元，净利润为 0.41 亿元；经营活动现金流净额为 0.05 亿元，投资活动现金流净额为-3.98 亿元。2021 年末，本部资产总额为 23.38 亿元，所有者权益为 8.94 亿元，负债总额为 14.44 亿元，其中刚性债务为 8.07 亿元。从资产分布看，公司本部资产集中于流动资产，年末规模为 14.26 亿元，主要为其他应收款。总体看，本部存在一定债务压力。

外部支持因素

集团/控股股东支持或干预

该公司控股股东为国贸集团，实际控制人为浙江省国资委，股东背景雄厚，可获得低成本融资、对公医疗机构合作等方面的支持。

国有大型金融机构支持

截至 2022 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 79.90 亿元，其中尚未使用的额度为 38.37 亿元，后续仍有一定的融资空间。

图表 21. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	79.90	79.90	40.43	3.2%-4.45%	信用、担保、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	5.00	5.00	3.00	3.2%	保证
工农中建交五大商业银行（亿元）	32.06	32.06	23.73	3.7%-4.45%	信用、担保、抵押
其中：大型国有金融机构占比（%）	46.39	46.39	66.13		—

资料来源：根据英特集团所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，债券期限为 6 年，转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司董事会会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

跟踪评级结论

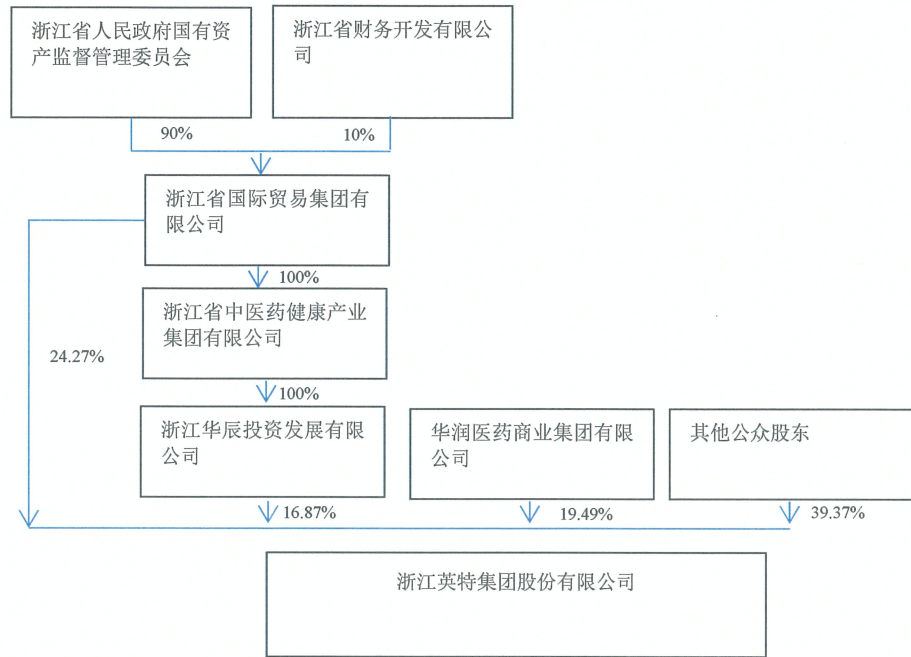
该公司是浙江省内医药流通龙头企业之一，主营医药批发及零售业务，其中医药批发业务是公司收入和利润的主要来源。公司不断通过自建物流中心及投资的方式完善物流配送网络、提高物流辐射能力。跟踪期内，随着医药批发业务销售规模的持续扩张，公司经营业绩亦保持了增长态势。此外，由于医疗机构业务回款周期较长，也对其营运资金形成了一定的占用。

跟踪期内，该公司股权结构较稳定，控股股东仍为国贸集团，实际控制人为浙江省国资委。公司关联交易规模较小，对公司经营影响有限。

该公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长，日常运行所需资金规模较多。跟踪期内，公司财务杠杆仍处于高水平。公司主要依靠短期银行借款满足营运资金需要，使公司面临较大的短期债务偿付压力。公司正在筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，关注相关事项进展。

附录一：

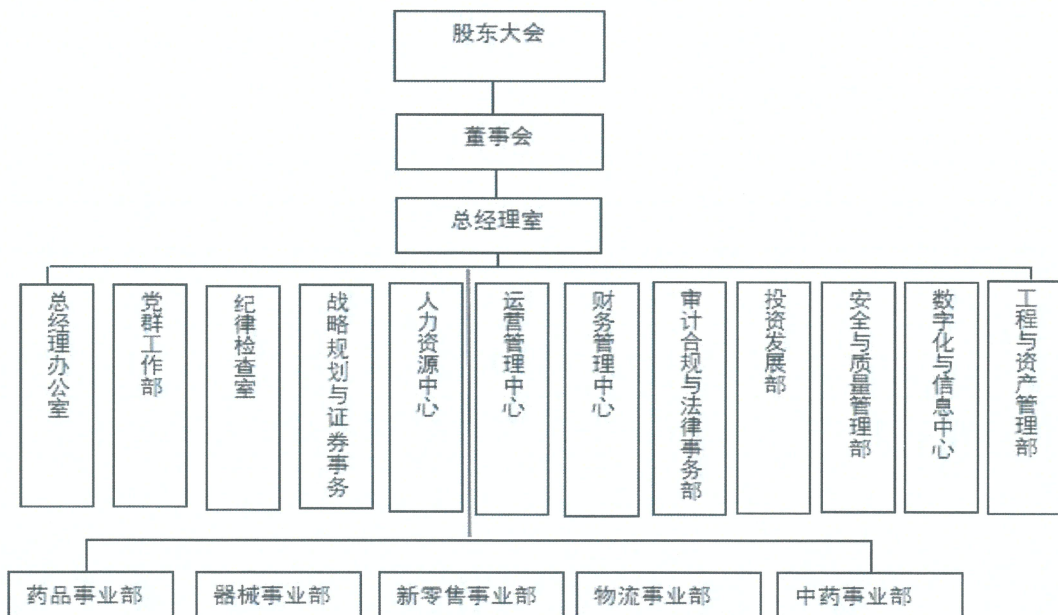
公司与实际控制人关系图



注：根据英特集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据英特集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)				备注	
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润		经营环节现金净流入量
浙江英特集团股份有限公司	英特集团	本部	—	投资管理	10.59	8.94	0.34	0.41	0.05	
浙江英特药业有限责任公司	英特药业	一级子公司	50.00%	医药流通	15.50	20.95	178.29	2.42	0.77	

注：根据英特集团 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	107.69	112.50	122.45	137.08
货币资金[亿元]	15.69	18.22	19.02	14.63
刚性债务[亿元]	32.11	35.53	37.14	49.50
所有者权益[亿元]	29.72	32.06	35.16	36.14
营业收入[亿元]	246.01	250.08	267.31	71.29
净利润[亿元]	3.38	3.43	3.96	1.00
EBITDA[亿元]	7.26	6.95	7.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.21	3.32	3.26	-12.95
投资性现金净流入量[亿元]	-1.72	-1.75	-1.44	-0.28
资产负债率[%]	72.41	71.50	71.29	73.63
权益资本与刚性债务比率[%]	92.53	90.23	94.66	73.02
流动比率[%]	127.75	134.72	139.02	134.35
现金比率[%]	20.93	24.44	24.62	16.07
利息保障倍数[倍]	3.71	4.34	4.38	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	102.92	112.56	111.05	—
毛利率[%]	6.68	6.22	6.53	6.53
营业利润率[%]	1.90	1.87	2.09	1.98
总资产报酬率[%]	6.46	5.51	5.96	—
净资产收益率[%]	13.36	11.10	11.79	—
净资产收益率*[%]	12.35	9.87	9.44	—
营业收入现金率[%]	101.81	102.33	98.08	82.62
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.16	4.44	4.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.66	1.98	2.17	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.23	4.97	4.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.21	0.22	—

注：表中数据依据英特集团经审计的2019~2021年度及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	3
		盈利能力	4
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	6
		流动性	1
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁺

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年7月22日	AA/稳定	熊桦、於佳沁	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2019年7月24日	AA*/稳定	於佳沁、李一	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AA*/稳定	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月16日	AA*/稳定	王婷亚、熊桦	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级	历史首次评级	2020年6月12日	AA ⁺	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AA ⁺	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月16日	AA ⁺	王婷亚、熊桦	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和之后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。