

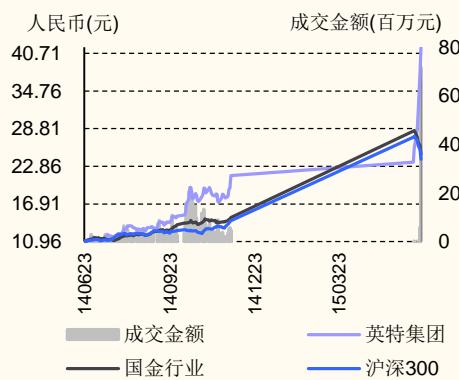
市场价格（人民币）：41.66元

## 浙江医药商业龙头再起航；

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	203.64
总市值(百万元)	8,642.36
年内股价最高最低(元)	41.66/10.96
沪深 300 指数	4637.05
深证成指	15725.47
人民币(元)	成交金额(百万元)



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.315	0.501	0.598	0.750
每股净资产(元)	2.61	2.93	3.44	4.08	4.90
每股经营性现金流(元)	0.37	0.42	0.39	0.82	1.08
市盈率(倍)	29.76	67.74	68.68	57.56	45.90
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	144.78	144.78	144.78
净利润增长率(%)	9.47%	-11.67%	102.67%	19.33%	25.40%
净资产收益率(%)	13.67%	10.76%	18.57%	18.72%	19.52%
总股本(百万股)	207.45	207.45	264.60	264.60	264.60

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司是浙江省第二大的医药商业企业。2014 年公司收入规模 141 亿元，对浙江省内县级以上医疗机构和连锁药店基本实现全覆盖，基层医疗结构覆盖率达到 50%以上。公司在杭州、宁波建设有现代物流中心，温州、金华也启动了现代物流中心建设。
- 出台重组方案，进入新的发展阶段。公司近期公告了重组方案，英特药业剩余 50% 股权注入上市公司，成为上市公司的全资子公司。我们认为这将是公司发展过程中的一个标志性事件。该部分资产的注入，不单是带来利润的增厚，借此公司股权结构进一步明晰，我们认为公司的股权融资渠道将打开，进入资本时代。
- 资本市场平台用活，有望加速企业发展。公司过去也进行过省内商业的外延并购，但是金额相对较小。随着融资渠道打开，英特药业将更有条件借助上市公司平台发展，加快企业发展。参考其他区域商业公司例如瑞康医药、嘉事堂，公司资本推动的空间可能性很大。
- 新业务探索进行中，未来发展值得期待。公司作为浙江省的医药龙头企业之一，具有强大的物流、配送能力，有很强的渠道粘性，以及政府事务能力。目前各大医药商业企业都在探索新业务布局，我们认为公司商业的业务拓展同样值得期待，例如高毛利配送业务的扩大、零售业务的加强、电子商务的探索、以及围绕着医院各种新业务模式的探索。

### 投资建议

- 综合以上我们判断：公司完成重组后，股权关系理顺，发展路径将更加清晰，借助资本的推动作用，未来进一步业务的发展值得期待；同时公司作为国有企业，在当前国企改革的背景下，也具备改革的可能性。

### 盈利预测

- 按照重组完成后的股本及利润情况测算，预计 2015-2017 年公司全面摊薄每股收益为 0.501 元、0.598 元、0.750 元。目前 PS 为 0.7 倍，与同类医药商业公司相比，公司是 PS 最低的标的之一，首次给与“增持”评级。

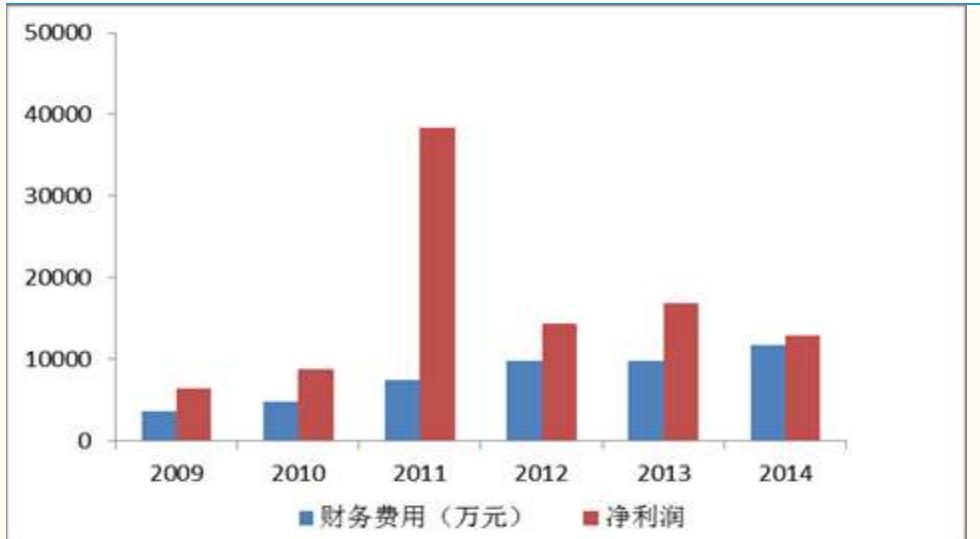
### 风险

- 重组进程的审批风险；财务压力；新业务延伸的进程。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
 (8621)60230221  
 lijingli@gjzq.com.cn

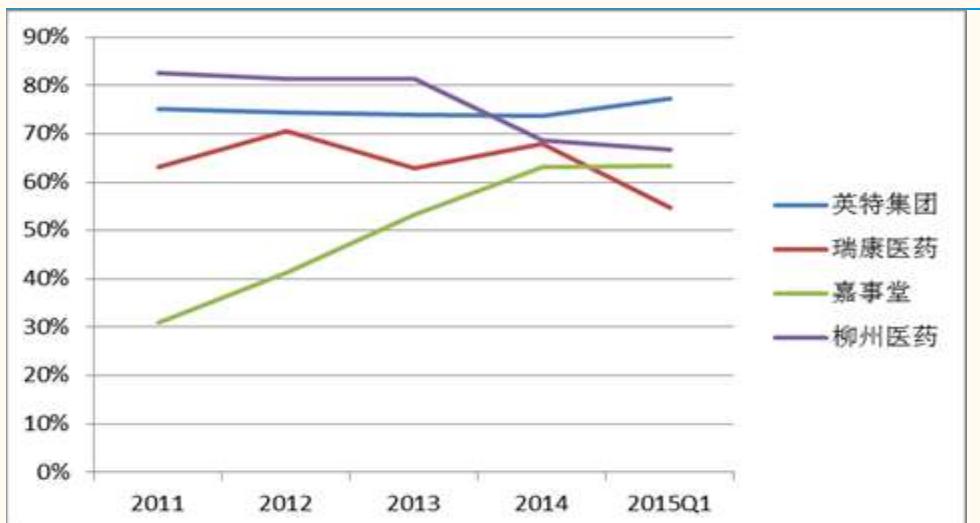
黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028  
 (8621)60230220  
 huangling@gjzq.com.cn

图表 1：公司财务费用统计



来源：国金证券研究所，公司年报

图表 2：公司资产负债率比较



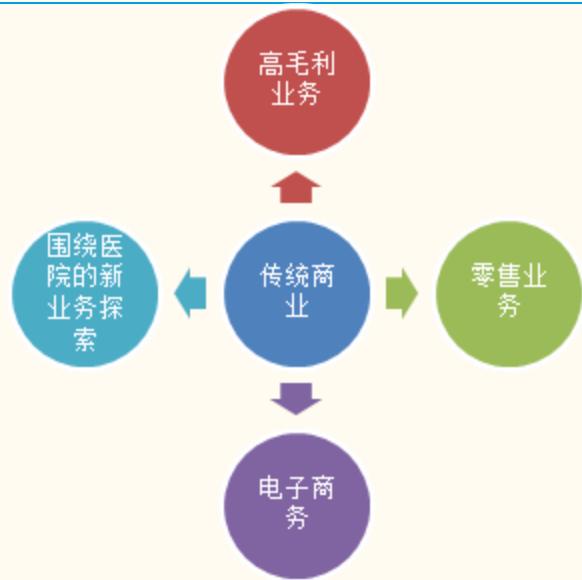
来源：国金证券研究所，公司年报

图表 3：公司过去几年的外延扩张

	收购方	被收购方	交易标的	交易金额(元)
2014/12/26	英特集团	浙江华辰实业发展有限公司,浙江华辰投资发展	浙江英特药业有限责任公司50%股权	—
2014/8/21	英特集团	浙江省新昌县医药药材有限公司	浙江英特中药饮片有限公司35%股权	7,800,000.00
2013/4/18	英特集团	上海市大通资产经营有限公司	上海医药有限公司50%股权	31,232,500.00
2012/8/17	英特集团	金华市东来医药有限责任公司	金华市东来医药有限责任公司70%的股权	11,520,000.00
2012/4/12	英特集团	朱烽,吴仕哲,王冬云,王惠珍,顾长虹,许韶明,熊品和,陆善伟,王德良,涂志弘,沈坦晨,胡广模,莫岗伟,陆文春,徐仲乾,蒋莉安,祖其荣	浙江嘉善医药有限公司70%股权	26,000,000.00

来源：国金证券研究所，公司公告

图表 4：公司业务延展性示意图



来源：国金证券研究所，公司年报

图表 5：公司与可比公司市值对比

公司名称	2014年收入 (亿元)	当前市值(亿元)	PS
英特集团	141	110	0.78
瑞康医药	77.9	301	3.86
柳州医药	56.6	107	1.89
嘉事堂	55.7	136	2.44
国药股份	115.4	220	1.91
九州通	410.7	436	1.06
南京医药	220.8	135	0.61

来源：国金证券研究所，wind

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E	
增长率		16.8%	13.8%	13.0%	12.0%	11.0%	应收账款		599	632	525	979	1,269
主营业务成本	-9,922	-11,610	-13,259	-15,000	-16,780	-18,600	存货	2,015	2,385	2,627	3,193	3,576	3,969
%销售收入	93.7%	93.9%	94.2%	94.3%	94.2%	94.1%	其他流动资产	943	1,164	1,348	1,397	1,563	1,733
毛利	668	759	815	899	1,027	1,166	流动资产	90	126	181	182	203	225
%销售收入	6.3%	6.1%	5.8%	5.7%	5.8%	5.9%	%总资产	3,648	4,307	4,681	5,751	6,611	7,518
营业税金及附加	-14	-14	-18	-21	-23	-26	长期投资	88.8%	89.8%	89.8%	91.8%	92.7%	93.4%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	100	83	85	86	85	85
营业费用	-185	-223	-247	-278	-312	-346	%总资产	216	270	298	332	341	346
%销售收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	5.3%	5.6%	5.7%	5.3%	4.8%	4.3%
管理费用	-180	-229	-251	-283	-317	-352	非流动资产	130	132	142	91	94	97
%销售收入	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	462	491	530	511	522	530
息税前利润 (EBIT)	289	293	299	317	375	443	资产总计	90	126	181	182	203	225
%销售收入	2.7%	2.4%	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%	短期借款	3,648	4,307	4,681	5,751	6,611	7,518
财务费用	-98	-98	-118	-81	-109	-131	%总资产	88.8%	89.8%	89.8%	91.8%	92.7%	93.4%
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.7%	长期投资	100	83	85	86	85	85
资产减值损失	-3	-1	-4	0	0	0	固定资产	216	270	298	332	341	346
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	%总资产	5.3%	5.6%	5.7%	5.3%	4.8%	4.3%
投资收益	6	40	1	0	0	0	无形资产	130	132	142	91	94	97
%销售收入	2.8%	17.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	非流动资产	462	491	530	511	522	530
息税前利润	193	235	179	236	266	312	%总资产	90	126	181	182	203	225
营业利润	1.8%	1.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	负债总计	4,110	4,798	5,211	6,262	7,133	8,047
营业利润率	6	3	11	3	3	3	短期借款	602	859	857	1,345	1,645	1,945
营业外收支	199	238	190	239	269	315	应付款项	2,359	2,536	2,797	3,196	3,575	3,963
税前利润	1.9%	1.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	其他流动负债	87	104	152	196	224	255
所得税	-56	-69	-61	-72	-81	-94	流动负债	3,048	3,499	3,806	4,736	5,444	6,163
所得税率	27.9%	29.0%	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%	长期贷款	0	33	16	18	20	22
净利润	144	169	128	168	188	220	其他长期负债	14	21	22	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	负债总计	3,062	3,552	3,844	4,755	5,464	6,185
非现金支出	33	35	48	43	48	52	普通股股东权益	468	542	608	714	845	1,017
非经营收益	94	61	115	66	97	117	少数股东权益	580	703	758	793	823	845
营运资金变动	-202	-189	-203	-196	-163	-166	负债股东权益合计	4,110	4,798	5,211	6,262	7,133	8,047
经营活动现金净流	69	76	88	81	171	223	比率分析						
资本开支	-89	-55	-72	-26	-56	-57	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
投资	6	52	0	-1	0	0	每股指标						
其他	-11	100	0	0	0	0	每股收益	0.326	0.357	0.315	0.501	0.598	0.750
投资活动现金净流	-94	97	-71	-27	-56	-57	每股净资产	2.257	2.614	2.933	3.442	4.075	4.902
股权募资	5	0	8	0	0	0	每股经营现金净流	0.335	0.365	0.424	0.393	0.824	1.076
债权募资	-42	138	-19	476	302	302	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
其他	-114	-282	-133	-76	-127	-147	回报率						
筹资活动现金净流	-152	-144	-144	400	175	155	净资产收益率	14.46%	13.67%	10.76%	18.57%	18.72%	19.52%
现金净流量	-176	28	-128	454	290	321	总资产收益率	1.65%	1.54%	1.26%	2.12%	2.22%	2.47%
							投入资本收益率	12.54%	9.71%	9.00%	7.73%	7.88%	8.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	24.20%	16.80%	13.78%	12.97%	12.00%	11.00%
							EBIT 增长率	45.90%	1.67%	1.91%	6.08%	18.34%	17.93%
							净利润增长率	-63.86%	9.47%	-11.67%	102.67%	19.33%	25.40%
							总资产增长率	11.72%	16.72%	8.62%	20.17%	13.91%	12.82%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	55.6	57.9	59.3	65.0	65.0	65.0
							存货周转天数	31.9	33.1	34.6	34.0	34.0	34.0
							应付账款周转天数	63.4	62.5	60.3	63.0	63.0	63.0
							固定资产周转天数	6.7	6.5	7.3	6.8	5.8	4.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	0.31%	20.82%	25.52%	25.48%	23.74%	20.23%
							EBIT 利息保障倍数	2.9	3.0	2.5	3.9	3.4	3.4
							资产负债率	74.51%	74.04%	73.77%	75.93%	76.61%	76.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD