

浙江英特集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010903】

评级对象: 浙江英特集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020年6月12日

计划发行: 不超过(含)6.00亿元

本期发行: 不超过(含)6.00亿元

发行目的: 项目建设、补充流动资金
偿还方式: 每年付息一次的付息方式,到期归还本金和最后一年利息。

存续期限: 6年

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020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	1.33	0.23	0.21	0.17
刚性债务	2.00	2.60	2.62	2.67
所有者权益	1.29	2.94	7.46	7.51
经营性现金净流入量	0.08	0.02	0.02	-0.04
合并口径数据及指标:				
总资产	90.83	89.93	107.69	117.14
总负债	71.78	69.09	77.98	86.72
刚性债务	30.03	31.09	32.11	42.52
所有者权益	19.05	20.83	29.72	30.42
营业收入	189.07	204.92	246.01	56.42
净利润	1.91	2.24	3.38	0.71
经营性现金净流入量	1.58	1.66	2.21	-11.40
EBITDA	4.68	5.29	7.26	-
资产负债率[%]	79.03	76.83	72.41	74.03
权益资本与刚性债务比率[%]	63.44	67.01	92.53	71.54
流动比率[%]	115.89	125.29	127.75	125.46
现金比率[%]	23.33	24.70	21.01	14.93
利息保障倍数[倍]	3.03	2.95	3.71	-
净资产收益率[%]	10.63	11.23	13.36	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.58	2.46	3.16	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.46	0.45	0.66	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.45	3.37	4.23	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.17	0.23	-

注:根据英特集团经审计的2017-2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李一 liyi@shxsj.com
贾飞宇 jfy@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

评级观点

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。
- **省内药品分销网络优势。**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,是浙江省药械采购中心审定的基层医疗机构基本药物合格配送企业。
- **物流网络配送优势。**英特集团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。
- **引入投资者华润医药。**2019年7月,华润医药通过认购英特集团非公开发行股票及大宗交易增持取得公司20%股份,公司后续拟开展战略合作以实现优势互补,提升综合竞争力。

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,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战。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。

➤ 未来展望

通过对英特集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江英特集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

浙江英特集团股份有限公司（以下简称“英特集团”、“该公司”或“公司”）原名杭州凯地丝绸股份有限公司，系经浙江省股份制试点工作协调小组浙股【1992】7号文批准设立的股份制试点企业，于1993年4月7日在杭州市工商行政管理局登记注册，取得注册号为工商企股浙杭字第14308466-2号的《企业法人营业执照》。公司股票已于1996年7月16日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码：000411.SZ）。2001年12月30日经资产重组后，于2002年7月经浙江省工商行政管理局核准，更名为浙江英特集团股份有限公司。

浙江省国际贸易集团有限公司（以下简称“国贸集团”）及其一致行动人在深化国有企业改革的大背景之下，贯彻及落实党中央、国务院有关指导思想，于2017年完成了对英特集团的收购。该公司原实际控制人中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）将其子公司合计持有的28.08%的公司股权无偿划转给浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）旗下的国贸集团。本次事项先后取得了国务院国资委《关于中化蓝天集团有限公司向浙江省国际贸易集团有限公司无偿划转部分企业产权有关问题的批复》（国资产权[2017]1198号），并通过商务部对本次中国境内经营者集中简易案件反垄断的审查（商反垄初审函[2017]第232号）。该股权划转已于2017年12月实施完成，至此国贸集团直接和间接合计持有公司54.65%股份，成为其控股股东；浙江省国资委成为公司实际控制人。2019年7月，公司完成非公开发行股票事项，募集资金净额4.62亿元，总股本扩大至2.49亿元，其中国贸集团及其一致行动人合计持有公司股份由42.21%，浙江省国资委仍为公司实际控制人。

该公司以经营中西成药、生化、麻精药品、生物制品、化学原料药、医药中间体、疫苗、医疗器械、日化试剂、玻璃仪器、保健食品为主，拥有自主品牌“钱王”、“英特”系列产品，经营进出口业务并提供会务、信息咨询服务和第三方药品现代物流服务。公司是浙江省医药分销龙头企业，销售网络遍布浙江、辐射华东，覆盖了全省大部分药品经营企业和医疗机构，是浙江省省级医药储备、现代物流、药品第三方物流的重点核心企业。同时，公司被列为浙江省公共医药物流平台建设项目单位。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司本次计划发行可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次拟发行的可转换公司债券募集资金总额不超过（含）人民币 6.00 亿元。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	浙江英特集团股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过（含）6.00 亿元人民币
本期发行规模:	不超过（含）6.00 亿元人民币
本次债券期限:	自发行之日起 6 年
债券利率:	本次发行的可转换公司债券票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次发行可转债每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息
转换标的:	英特集团 A 股股票（000411.SZ）
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
转股价格的确定及其调整:	1、本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 2、在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，转股价格将进行相应调整。
转股价格向下修正:	1、修正权限与修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票的交易均价之间的较高者。 2、若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。
转股股数确定方式:	本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。
赎回条款:	1、在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。 2、在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事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。（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%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元。
回售条款:	1、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格的 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。 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，该计息年度不能再次行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。 2、若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在募集说

	<p>说明书中的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。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司届时公告的附加回售申报期内申报并实施回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，可转换公司债券持有人不能再行使附加回售权。</p>
增级安排：	无

资料来源：英特集团

该公司已发行债券情况如图表 2 所示。

图表 2. 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
18 英特 MTN001	2.50	3+2	6.73	2018-04	正常付息、尚未到期
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

(2) 募集资金用途

本次发行可转换公司债券的募集资金总额不超过（含）人民币 6.00 亿元，拟用于英特药谷运营中心、英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心及研发中心项目和补充流动资金。

图表 3. 募集资金用途情况（万元）

发行时间	投资总额	拟使用募集资金
英特药谷运营中心	30,700.00	24,200.00
英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心	37,800.00	17,800.00
补充流动资金	—	18,000.00
合计		60,000.00

资料来源：英特集团

A. 英特药谷运营中心

英特药谷运营中心项目位于杭州市拱墅区智慧网谷小镇，实施主体为浙江英特药谷电子商务有限公司。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。项目建设完成后可改善办公环境，同时提高信息化能力，以满足企业发展的需要。项目已于 2020 年 5 月在杭州市拱墅区发展和信息化局备案【拱发改经信备（2020）12 号】。项目预计总投资 3.07 亿元，其中拟使用本次可转换公司债券募集资金 2.42 亿元，建设周期为 3 年，本项目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。

B. 英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心

英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心项目用地位于上虞经济开发区，建筑面积为 7.94 万平方米。项目实施主体为该公司全资子公司浙江英特物联网有限公司，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。该中心将装备自动化高位货架设施、自动分拣自动输送高端设备，并配备应用物流信息管理技术等。项目建设完成后将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北部，辐射江苏、安徽、上海等省市。

该项目已于 2017 年 6 月在绍兴市上虞区经济开发区备案。项目预计总投资 3.78 亿元，其中拟使用本次可转换公司债券募集资金 1.78 亿元。

C. 补充流动资金

该公司拟使用募集资金 1.80 亿元补充流动资金。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及

经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强,全社会对医药健康的需求将不断提升,我国药品市场销售规模持续扩大。但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响,药品流通行业销售总额增速趋缓。此外,国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进均会对药品流通行业发展产生一定影响。

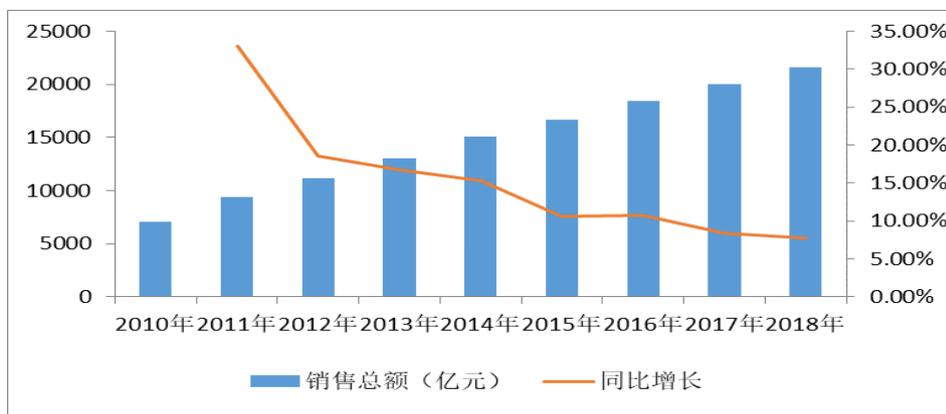
A. 行业概况

我国经济保持平稳发展,城镇化水平不断提高。依据相关统计分析,城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高,从而有利于促进医药需求的增加。同时我国老龄化人口占比上升较快,60岁以上人口占比从2011年末的13.74%增至2018年末的17.90%,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、医保扩容等均促进了医药行业不断发展。

药品流通行业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分,主要包括药品批发业务和药品零售业务,两类业务占比约为4:1。近年来,我国药品流通市场需求活跃,行业购销稳步增长,但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响,药品流通行业销售总额增速趋缓。根据商务部近期发布的《药品流通行业运行统计分析报告(2018年)》显示:2018年度,我国七大类医药商品销售总额21,586亿元,扣除不可比因素同比增长7.70%,增速同比下降0.7个百分点。其中,药品零售市场4,317亿元,扣除不可比因素同比增长9.0%,较上年持平。

随着国际国内医药产业链合作逐步深入,“互联网+医疗健康”体系不断完善,供应链服务持续创新,人工智能快速发展,药品流通行业将迎来新的更大发展空间。同时,随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强,全社会对医药健康的需求将不断提升,药品市场销售规模将进一步扩大。

图表 4. 2010 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况



资料来源: Wind、新世纪评级整理

2020 年初新冠疫情于武汉爆发并蔓延至全国。各地防疫指挥部均指定防疫物资采购及配送单位，大型医药流通企业因此受益，能够保障医疗机构渠道的销售稳定及增长。短期而言，疫情有望促使知名连锁药店获得较高业绩增长，同时医药电商零售平台迎来需求增量，同时此次疫情给医药流通的区域龙头企业，尤其是湖北省内医药流通企业带来较大的发展机遇。中长期影响则将取决于疫情结束后医药医疗卫生领域的进一步改革。

B. 政策环境

2015 年 5 月，国务院办公厅先后发布了《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017 年 1 月，国务院医改办同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。

由于药品流通行业进入壁垒低、竞争激烈和毛利率低的特点，规模成为重要的竞争优势，大规模的配送网络和资金实力能够降低运营成本并增加客户粘性。当前，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，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，不断增强自身分销业务能力。

随着国家各项医改政策的相继发布实施，药品流通行业将进入结构调整期。未来几年内，在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。全国性药品流通企业跨区域并购将进一步加快，区域性药品流通企业也将加速自身发展；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继，行业集中度将进一步提高。“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

截至 2018 年末，我国共有药品批发企业 1.36 万家；药品零售连锁企业 5,671 家，下辖门店 22.92 万家，零售单体药店 23.36 万家，零售药店门店总数 48.91 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。2016 年 12 月，商务部在《全国药品流通行业发展规划纲要（2016~2020）》中指出，到 2020 年我国药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90%以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上；药品零售连锁率达 50%以上。

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 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 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	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
华润医药	1,849.07	16.64	1,702.21	63.38	29.44	72.92
上海医药	1,865.66	14.37	1,370.26	63.96	48.31	60.22
九州通	994.97	8.75	711.48	69.12	17.81	27.68
国药股份	446.44	8.75	241.94	49.74	18.80	17.76
华东医药	354.46	32.05	214.64	40.05	29.25	20.02
英特集团	246.01	6.68	107.69	72.41	3.38	2.21

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。

(3) 区域市场因素

浙江省是我国医药大省，英特集团作为区域性医药流通领域龙头企业，有较好的发展机遇，但也受到四大全国性医药流通企业集团和区域性龙头企业华东医药的激烈竞争影响。

浙江省从 2015 年 7 月起开始实施了药品集中采购相关改革，公立医疗机构的药品采购均通过集采平台进行，建立了全省统一的信息流、商流、资金流“三流合一”网上药品采购交易平台。通过“三流合一”政策，有效实现了药品票货同行，回款通过平台向流通企业支付，形成一个“闭环”。“三流合一”将原来线上点单、线下结算的模式推至线上，使得监管部门能够更好地监督公立医疗机构的采购及付款流程，也一定程度上改善了流通企业的回款、规范了账期、加速了应收账款的回笼。2016 年起，浙江在省人民医院、浙江大学医学院附属第一医院等 15 家医疗机构开展试点。目前，省级医疗机构已实现在线支付，杭州市、绍兴市等市在线支付比例已超过 70%，其他市正积极推进中。2017 年 9 月，浙江省药械采购平台还发布了《关于建议医用耗材配送企业注册及申领数字证书(CA)的通知》(以下简称《通知》)。《通知》明确，浙江省“三流合一”医用耗材采购新平台将逐步推广上线，建议耗材配送企业要开展数字证书注册申领工作。

2017年10月，浙江省卫生计生委医政处发布了《浙江省医改办关于开展县域医疗服务共同体建设试点工作的指导意见》决定在11个市各选择1个县（市、区）开展县域医疗服务共同体（以下简称医共体）建设试点工作。医共体试点单位将执行药品耗材统一采购、统一支付等工作规定。2018年9月，浙江省委办公厅省政府办公厅印发《关于全面推进县域医疗卫生服务共同体建设的意见》，要求全面开展医共体建设，到2022年县域医疗卫生服务能力明显增强；所有医共体牵头医院达到县级强院建设标准；基层就诊率达到65%以上，县域就诊率达到90%以上。2019年浙江省已有208家县级医院、1063家卫生院组建成161家医疗服务共同体。由于医共体施行统一结算的工作规定，浙江省内医药流通行业结算周期呈延长趋势。

英特集团是浙江省区域性医药流通龙头企业之一，目前公司拥有上游供应商4,800余家、下游终端客户15,000余家，配送终端3.3万余个，销售网络遍布浙江、辐射华东，覆盖了全省大部分药品经营企业和医疗机构，已成为浙江省省级医药储备、现代物流、药品第三方物流重点核心企业。

2. 业务运营

该公司是浙江省内医药流通龙头企业之一，主营经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。近年来，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稳步增长态势。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。2017~2019年及2020年第一季度，公司分别实现营业收入189.07亿元、204.92亿元、246.01亿元和56.42亿元，其中医药批发分别实现收入184.83亿元、195.27亿元、231.21亿元和53.54亿元，占主营业务收入的比重分别为97.76%、95.29%、93.98%和94.90%。同期，公司毛利率分别为6.06%、6.61%、6.68%和6.61%。

图表 6. 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。2017~2019年及2020年第一季度，公司其他业务分别实现收入0.38亿元、0.50亿元、0.48亿元和0.30亿元，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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 年 第一季度
核心业务收入合计	189.07	204.92	246.01	56.42
其中：（1）医药批发	184.83	195.27	231.21	53.54
在核心业务收入中所占比重（%）	97.76	95.29	93.98	94.90
（2）医药零售	3.52	8.63	13.62	2.71
在核心业务收入中所占比重（%）	1.86	4.21	5.54	4.80
（3）其他	0.72	1.03	1.18	0.17
在核心业务收入中所占比重（%）	0.38	0.50	0.48	0.30
毛利率（%）	6.06	6.61	6.68	6.61
其中：医药批发（%）	5.68	6.05	6.18	6.18
医药零售（%）	17.12	13.65	11.31	9.32
其他（%）	48.75	54.38	49.66	52.50

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 88%，药品供应保障能力保持浙江省龙头地位。截至 2019 年末，公司下游批发客户突破 15,000 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。

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 2019 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 2019 年末，公司共拥有各类型线下门店 160 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 100 个。2017~2019 年及 2020 年第一季度，零售药店分别实现收入分别为 3.52 亿元、8.63 亿元、13.62 亿元和 2.71 亿元。通过拓展线下门店数量、提升门店药事服务能力，公司 2019 年零售药品销售收入同比增长 57.87%。

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。结算方式过去以现金为主，2018 年以来账期有所延长，目前平均账期在 1-3 个月之间。

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，公司采用以支票为主，少量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。2019 年，公司医疗机构应收账款周转天数平均为 86 天；商业分销应收账款周转天数平均为 65 天；零售终端应收账款周转天数平均为 50 天。其中医疗机构应收账款周转天数较上年有所增加主要系浙江省“三流合一”、“医共体”医药政策背景下，平台统一采购、统一结算账期延长所致。

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。

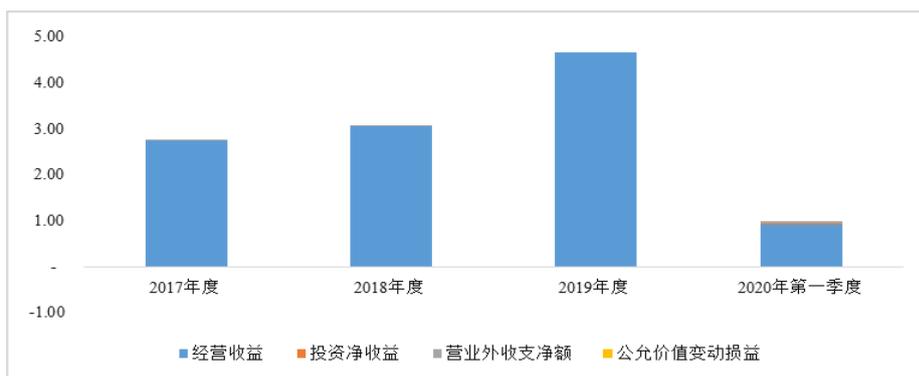
在医药物流网络建设方面，由于该公司药品销售业务主要在县级以上医院，基层医疗市场渗入不高，因此公司将网络渠道构建策略调整为“以城镇市场为主体、医疗机构为重点，巩固高端市场，重点拓展社区卫生服务机构和乡镇卫生院”。近年来，公司以战略合作等方式不断开拓基层医疗市场，同时加快省外的网络建设，2013 年对福建英特盛健药业有限公司（以下简称“福建盛健”）的成功并购是对省外市场的重要尝试。公司上述兼并收购策略以横向为主，主要在于扩大市场份额，完善网络覆盖。未来，公司收购策略将转为纵向为主，完善产业链条。

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 2000 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¹，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 2020 年 3 月末，已投资金额为 1.35 亿元，预计完工后公司整体配送能力将进一步加强。

（2）盈利能力

图表 8. 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，投资收益及营业外收入占比较小。药品销售是公司利润的主要来源，具体分为商业分销和医药纯销等。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司营业毛利分别为 11.45 亿元、13.54 亿元、16.42 亿元和 3.73 亿元。公司规模效应不断提升，毛利水平亦有所提升，但仍处于较低水平。同期，公司综合毛利率分别为 6.06%、6.61%、6.68% 和 6.61%。

该公司期间费用率较为稳定，2017~2019 年及 2020 年第一季度期间费用占营业收入的比重分别为 4.47%、4.93%、4.84%和 4.77%。同期，销售费用分别为 3.95 亿元、5.38 亿元、6.57 亿元和 1.52 亿元，呈增长趋势，主要系公司业务范围扩大后仓储与运输费、职工薪酬、保险费、租赁费等增加所致；

¹ 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。

同期，管理费用分别为 3.15 亿元、3.08 亿元、3.63 亿元和 0.80 亿元，主要由员工薪酬、折旧及摊销等构成。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	189.07	204.92	246.01	56.42
毛利（亿元）	11.45	13.54	16.42	3.73
期间费用率（%）	4.47	4.93	4.84	4.77
其中：财务费用率（%）	0.72	0.80	0.69	0.65
全年利息支出总额（亿元）	1.36	1.57	1.72	—
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

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司政府补助分别为 1,416.11 万元、1,390.81 万元、1,860.40 万元和 403.37 万元，主要计入营业外收入及其他收益科目。同期，公司投资净收益分别为 12.38 万元、10.77 万元、-57.87 万元和 136.06 万元；资产减值损失及信用减值损失合计为 504.94 万元、1,503.65 万元、2,333.84 万元和 974.47 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 1.91 亿元、2.24 亿元、3.38 亿元和 0.71 亿元。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益	12.38	10.77	-57.87	136.06
营业外收入	558.39	488.62	921.28	490.62
其中：政府补助	419.91	359.43	451.83	403.37
其他收益	996.20	1,031.38	1,408.57	517.69
公允价值变动损益	—	—	—	—

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本次债券募投项目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。同时，公司做为医药流通企业，受行业特征和经营模式影响，下游占款规模较大，所需营运资金较多，关注营运资金获取情况。

图表 11. 公司主要在建项目情况(单位: 万元)

项目名称	总投资	预计完工时间	2020年3月末已投资	计划投资额		
				2020年4-12月	2021年	2022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	2020-12-30	1.35	1.45	0.60	0.38

资料来源: 根据英特集团所提供数据整理

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司于 2017 年完成了股权的无偿划转, 控股股东变更为国贸集团, 实际控制人变更为浙江省国资委。公司高层管理人员相应发生了较大调整。2019 年 7 月, 英特集团通过非公开发行股票事项引入华润医药, 国贸集团及其一致行动人合计持有公司股份由 54.65% 下降为 42.21%。公司法人治理机制健全, 并根据自身发展和经营需要, 精简总部职能机构, 设置“一办七部”, 并组建五大事业部。

(1) 产权关系

浙江省国际贸易集团有限公司(以下简称“国贸集团”)及其一致行动人在深化国有企业改革的大背景之下, 贯彻及落实党中央、国务院有关指导思想, 于 2017 年完成了对英特集团的收购。根据国务院国资委于 2017 年 11 月 17 日就本次无偿划转出具《关于中化蓝天集团有限公司向浙江省国际贸易集团有限公司无偿划转部分企业产权有关问题的批复》(国资产权[2017]1198 号), 本次收购属于通过国有股份行政划转而进行的上市公司收购², 本次收购前, 国贸集团及其一致行动人合计持有英特集团 5,511.51 万股股份, 占英特集团股份总数的 26.57%。该股权划转已于 2017 年 12 月实施完成。本次收购完成后, 国贸集团及其一致行动人合计持有英特集团 11,336.40 万股股份, 占英特集团股份总数的 54.65%。浙江省国资委成为公司实际控制人³。

图表 12. 本次股权划转明细情况

划入方	划出方	划转股份数量	划转股份比例	划转股份性质
国贸集团	华龙集团	1,300.63 万股	6.27%	流通 A 股
	华龙房产	1,099.65 万股	5.30%	流通 A 股

² 2017 年 7 月 28 日, 英特集团发布了《浙江英特集团股份有限公司关于公司国有股份无偿划转暨控制权拟发生变更的提示性公告》, 浙江省华龙实业集团有限公司、浙江华资实业发展有限公司、浙江华龙房地产开发有限公司、浙江东普实业有限公司与国贸集团签署了《关于浙江英特集团股份有限公司股份之国有产权无偿划转协议》, 华龙集团及其一致行动人拟将其持有的公司 5,824.89 股流通股股份(占英特集团总股本的 28.08%) 无偿划转至国贸集团。

³ 本次收购前, 英特集团的控股股东是浙江省华龙实业集团有限公司, 实际控制人是中化集团。收购完成后, 英特集团的控股股东变更为国贸集团, 实际控制人变更为浙江省国资委。

划入方	划出方	划转股份数量	划转股份比例	划转股份性质
	华资实业	2,410.20 万股	11.62%	流通 A 股
	东普实业	1,014.41 万股	4.89%	流通 A 股
合计	—	5,824.89 万股	28.08%	流通 A 股

资料来源：英特集团

由于本次股权划转事项及相关原因，该公司包括董事长及副董事长、部分董事及监事在内的多位高级管理人员于近期发生了人员变动及职位调整。此外，实际控制人变更后，公司管理方式、治理方式、经营策略、未来规划和支持力度等方面均未发生较大变化。

根据该公司 2019 年 7 月披露的《关于股东权益变动的提示性公告》，公司非公开发行股票已完成，华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业”）认购公司非公开发行的股票 4,149.00 万股。同时，公司近日收到通知，公司控股股东国贸集团的子公司浙江省中医药健康产业集团有限公司（以下简称“健康产业集团”）、浙江华辰投资发展有限公司（以下简称“华辰投资”）通过深圳证券交易所大宗交易系统向华润医药商业转让公司无限售流通股合计 830.00 万股。因本次非公开发行股票导致公司总股本增加以及前述大宗交易减持行为，国贸集团及其一致行动人合计持有公司股份由 54.65% 下降为 42.21%，华润医药商业持有公司 20% 股份。本次权益变动未导致公司控股股东、实际控制人发生变化。公司共计募集资金净额 4.62 亿元，已经天职国际会计师事务所验资完成，其资本实力增强，财务杠杆有所降低。

图表 13. 本次股权划转明细情况

股东名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	股数（股）	占总股本比例（%）	股数（股）	占总股本比例（%）
国贸集团	61,986,136	29.88	61,986,136	24.90
健康产业集团	6,686,389	3.22	—	—
华辰投资	44,691,447	21.54	43,079,838	17.31
合计	113,363,972	54.65	105,065,974	42.21
华润医药商业	—	—	49,787,987	20.00
总股本（股）	207,449,946		248,939,935	

资料来源：英特集团

（2）主要关联方及关联交易

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。2019 年度，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 1.73 亿元，占营业收入比例为 0.70%；向关联方购买商品和接受劳务的金额为 0.85 亿元，占营业成本的比

例为0.37%。此外，公司向宁波市鄞州医药药材有限公司取得关联拆借资金0.69亿元，截至2019年末公司已对其支付本金及利息0.61亿元。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律、法规及规章的要求规范运作，建立健全了公司法人治理机制。公司设有股东大会、董事会、监事会和总经理室，管理层严格按照《公司法》及公司章程的规定行使相关权力、执行公司决策。股东大会是公司的权力机构，决定公司重大事项。董事会是公司的经营决策机构，由9名董事组成，设董事长1人，对股东大会负责。监事会是公司的监督机构，由5名监事组成，向全体股东负责。公司设总经理室（总经理1名，副总经理若干名），由董事会聘任或解聘，负责公司日常经营工作。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司为推进战略规划的实施以及业务发展的需要，取消原下设的十二个职能部门和五大经营中心，建立“一三二加区域公司”的经营组织体系，即一个总部、三大业务、战略支持、区域性子公司，实现分级分层分类管理，同时精简总部职能机构，设置“一办七部⁴”，将职能相近部门、业务范围趋同事项相对集中，从而提高管理效率。公司组建药品事业部、中药事业部、器械事业部、生物事业部、物流事业部、终端零售与健康管事业部，与区域公司一同组成业务经营体系。（公司组织架构详见附录二）

药品事业部主要负责该公司药品业务的经营与发展；负责事业部整体采购计划的制订，实施药品采购，组织母子公司战略采购；全省市县级以上医疗机构的销售，同时负责杭州地区二、三终端的销售；负责省内外商业分销业务；负责药品集中采购、OEM产品建设工作，开展供应链管理；负责推进母子公司药品业务的整合，对区域公司药品业务进行一体化管理对接。

中药事业部主要负责该公司中药业务的经营与发展；负责自有品牌的建设、推广与营销工作；组织并实施与集团内各子公司中药材、中药饮片等产品的战略采购、业务协同；负责健康、养生、中医门诊、产品开发等业务的尝试与拓展。

生物器械事业部承担该公司生物器械业务战略的实施，负责生物制品与医疗器械的经营与发展；负责医疗器械的经营与发展；负责指导区域公司生物制品、疫苗与医疗器械业务。

物流事业部主要负责该公司物流一体化经营的推进；负责向集团内各业务单元提供专业物流服务，积极发展第三方物流业务和供应链管理，实现企

⁴ 在集团总部设立总经理办公室、党群工作部（党委办公室）、纪律检查室、人力资源部、战略规划与证券事务部（董事会办公室）、财务与风险管理部、审计合规与法律事务部、投资发展与资产管理部、运营管理部、信息中心、零售管理部。

业物流向行业物流的转型；负责集团下属全资物流子公司的管理，负责区域公司物流的协调管理和业务对接；协同公司物流建设部门推进完成异地物流库的建设。

终端零售与健康管事业部主要负责该公司与医疗机构药店合作、药房托管项目的实施，负责零售连锁药店的经营与管理；开展网上药店业务，探索 B2C 业务，负责健康管理业务的开拓；负责指导和对接区域公司终端零售与健康管业务。

区域公司主要负责该公司区域市场纯销业务的拓展，实现城乡公立医疗机构和连锁药房的全面覆盖和其他终端客户的有效覆盖，提高市场份额，增强终端市场控制力；负责区域政府事务维护、日常采购提升、新产品开发、物流配送延伸、营销团队建设、企业内部管理、综合治理和党工团建设等；负责与集团进行管理对接；与集团各事业部实现战略采购和经营协同。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司根据自身特点和经营管理需要，在重大投资管理、关联交易、对外担保和子公司管理等方面建立起了一套较为完善的管理制度体系，从而有效地保障了公司经营管理工作规范有序进行。

投资管理方面，该公司制定了《重大投资管理制度》，明确了投资决策及程序，其中公司股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内行使公司对外投资决策权；公司总经理为对外投资实施的主要负责人，负责对投资项目的具体实施，及时向董事会汇报投资进展情况；公司投资管理部门是公司对外投资的管理机构；公司财务部为对外投资的日常管理部门，负责对外投资项目进行效益评估，筹措资金，办理出资手续等。

担保管理方面，该公司《资金管理制度》中明确规定各子公司不得擅自以任何形式相互担保，如需要为关联企业担保，需经过公司董事会、股东会批准，并具体说明了担保条件和应提供的担保依据。各子公司应在每年 12 月确定下一年申请公司担保的金额，并将申请递交至资金管理部门，资金管理部门根据子公司的实际情况结合审计监察部出具的内审报告，提出担保方案报公司预算管理委员会审核，审核通过后报英特集团董事会审议并报英特集团股东大会审批，股东会审批同意并经深交所公告后予以执行。

关联交易管理制度方面，该公司制定了《关联交易管理制度》，明确了关联人和关联交易，关联交易事项应当遵循的基本原则，规范了关联交易的程序及披露细则，提出了关联交易风险防范和责任追究的具体工作要求。

子公司管理方面，该公司制定了《子公司资金管理制度》对子公司资金预算、融资、委托贷款、担保等管理工作进行了规范；制定了《外派员工管理办法》，对子公司人员外派管理等工作进行了规范。此外，公司还制定了其他相关管理制度，严格规范子公司在人事、财务、投资、资金以及其他重大事项的管理等。

(3) 不良行为记录

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示,近三年公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件,存续债券付息正常;未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2019 年末,公司不存在重大诉讼事件。

图表 14. 公司不良行为记录列表(近三年)

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	2020/5/25	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/6/8	不涉及	正常	正常	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2020/6/8	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/6/8	无	无	无	无
质量	公司情况说明	--	无	无	无	无
安全	公司情况说明	--	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。公司财务杠杆水平高,同时主要依靠短期银行借款满足营运资金需要,使其面临较大的债务集中偿付压力。

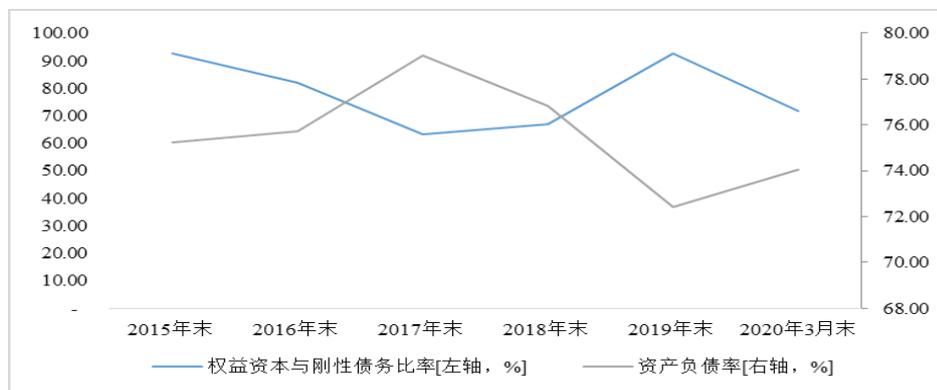
1. 数据与调整

天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2017~2019 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。公司按照财务部颁布的《企业会计准则-基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。2017 年 1 月 1 日起,公司政府补助相关会计政策遵从《企业会计准则第 16 号——政府补助》(财会〔2017〕15 号)。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 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

该公司为了保持医药流通领域的优势地位，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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 71.78 亿元、69.09 亿元、77.98 亿元和 86.72 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，同期末，公司资产负债率分别为 79.03%、76.83%、72.41%和 74.03%。

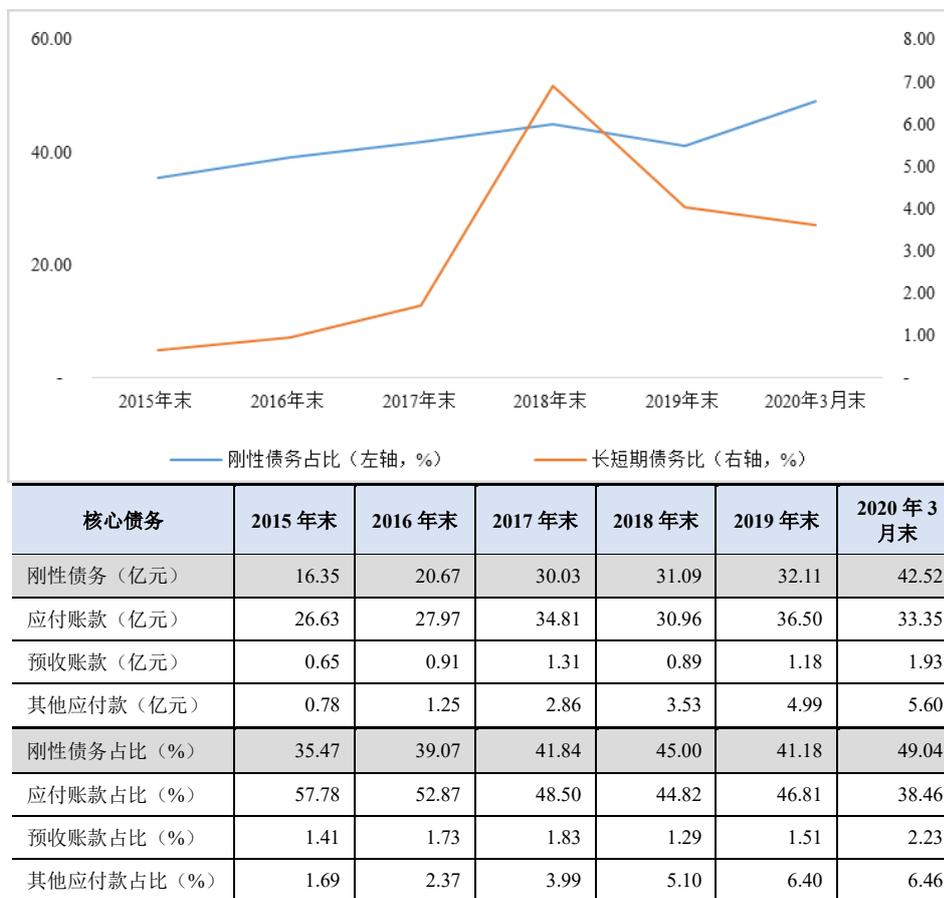
由于英特集团母公司未分配利润历史亏损及主营业务发展的特殊性原因，该公司自上市以来一直未进行现金分红和再融资，经营资金主要靠留存收益积累和债务融资解决。为尽快恢复公司现金分红能力，经公司 2018 年第二次临时股东大会审议通过，子公司英特药业于 2018 年 12 月向包括公司在内的全体股东进行 3 亿元的现金分红⁵。同时，为防止大额现金分红对英特药业造成财务风险，英特药业各股东接收到的分红款金额以原出资比例向英特药业进行同比例现金增资，增资价格为 1 元/股。增资完成后，英特药业的注册资本由 1.26 亿元增加至 4.26 亿元，股权结构不变。该次利润分配完成后，英特集团获得投资收益 1.5 亿元，英特集团母公司历史亏损得以弥补，公司恢复分红能力。根据分红政策⁶，公司 2018 年及 2019 年现金分红规模为 0.27 亿元和 0.15 亿元，分别占归属于上市公司普通股股东的净利润的 28.74%和 10.05%。

⁵ 英特集团、国贸集团、华辰投资分别获得 15,000 万元、7,800 万元、7,200 万元分红款。

⁶ 该公司发展阶段处于成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

(2) 债务结构

图表 16. 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，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 1.70%、6.90%、4.02%和 3.61%。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 30.03 亿元、31.09 亿元、32.11 亿元和 42.52 亿元，占债务总额的比例分别为 41.84%、45.00%、41.18%和 49.04%。同期末，公司应付账款分别为 34.81 亿元、30.96 亿元、36.50 亿元和 33.35 亿元，占债务总额的比例分别为 48.50%、44.82%、46.81%和 38.46%，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 2.86 亿元、3.53 亿元、4.99 亿元和 5.60 亿元，主要系单位往来款和押金保证金等。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	16.27	20.42	29.18	26.95	29.61	40.02
其中：短期借款	11.42	7.97	22.15	19.08	19.91	29.58
一年内到期的长期借款	0.20	—	—	0.15	0.47	0.40

刚性债务种类	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
交易性金融负债	—	—	0.28	0.18	0.05	0.05
应付票据	4.64	7.40	6.72	7.38	9.18	9.99
其他短期刚性债务	0.02	5.05	0.03	0.16	—	—
中长期刚性债务合计	0.08	0.25	0.85	4.14	2.50	2.50
其中：长期借款	0.08	0.25	0.85	1.64	—	—
应付债券	—	—	—	2.50	2.50	2.50
综合融资成本（年化，%）	4.47	4.33	4.46	4.89	4.69	4.39

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，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 30.03 亿元、31.09 亿元、32.11 亿元和 42.52 亿元，总体呈现增长态势，且主要由银行借款和应付票据构成，债务结构偏短期。同期末，公司短期刚性债务分别为 29.18 亿元、26.95 亿元、29.61 亿元和 40.02 亿元，占刚性债务总额的比例均超过 85%，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 23.00 亿元、20.87 亿元、20.38 亿元和 29.99 亿元，主要为信用借款，占比逾 70%。截至 2019 年末，公司银行借款利率区间为 2.40%-5.39%。同期末，公司应付票据分别为 6.72 亿元、7.38 亿元、9.18 亿元和 9.99 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 2018 年 4 月发行了 2.50 亿元“18 英特 MTN001”计入应付债券科目。近三年一期，公司综合融资成本约保持在 4~5%左右。

图表 18. 公司 2020 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	12.34	—	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	2.34	—	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	21.98	—	—	—	—
5%~6%（不含 6%）	3.09	—	—	—	—
6%~7%（不含 7%）	—	—	—	2.50	—
7%及以上	—	—	—	—	—
合计	39.75	—	—	2.50	—

资料来源：英特集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	97.00	100.25	107.49	109.47	102.92	—
营业收入现金率（%）	106.42	103.92	107.05	107.53	101.81	92.00
业务现金收支净额（亿元）	8.21	9.68	9.98	4.94	6.08	-12.42
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.26	-8.27	-8.39	-3.28	-3.88	1.02
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.94	1.42	1.58	1.66	2.21	-11.40
EBITDA（亿元）	3.73	4.24	4.68	5.29	7.26	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.26	0.23	0.18	0.17	0.23	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.15	3.67	3.45	3.37	4.23	—

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。2017~2019 年，公司营业周期分别为 107.49 天、109.47 天和 102.92 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。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 107.05%、107.53%、101.81%和 92.00%。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 202.41 亿元、220.36 亿元、250.46 亿元和 51.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为 1.58 亿元、1.66 亿元、2.21 亿元和-11.40 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。2020 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。

2017~2019 年度，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.45 倍、3.37 倍和 4.25 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.18 倍、0.17 倍和 0.23 倍。2019 年公司 EBITDA 对刚性债务本息的保障程度有所增强。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.00	0.00	-1.04	-0.02	-1.08	0.07
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	-1.56	-0.93	-0.84	-1.14	-0.64	-0.33
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.02	-0.15	0.01	-0.19	0.00	-0.00
投资环节产生的现金流量净额	-1.54	-1.08	-1.87	-1.35	-1.72	-0.26

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。2017~2019年及2020年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.87亿元、-1.35亿元、-1.72亿元和-0.26亿元。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
权益类净融资额	-0.07	-0.08	-0.1	-0.32	4.45	
其中：永续债及优先股	—	—	—	—	—	—
债务类净融资额	1.82	0.62	8.34	-0.93	-5.07	9.28
其中：现金利息支出	1.03	0.91	1.31	1.29	1.70	0.26
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	—	—	-0.06	-0.09	-0.04	-0.03
筹资环节产生的现金流量净额	1.75	0.54	8.18	-1.34	-0.66	9.25

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

在筹资活动方面，2017~2019年及2020年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为8.18亿元、-1.34亿元、-0.66亿元和9.25亿元。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2017年及2020年第一季度筹资活动现金净流入规模较大，主要系公司为满足生产经营需要取得借款收到的现金较大所致。2019年公司通过非公开发行募集资金净额4.62亿元，同时偿还较多债务，筹资活动现金流呈小幅净流出状态。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	54.88	62.76	81.79	80.98	95.76	105.00
	89.60	89.82	90.05	90.05	88.92	89.64
其中：货币资金（亿元）	6.49	8.01	16.24	15.56	15.69	12.50
应收票据（亿元）	2.39	2.07	0.38	0.53	0.06	0.09
应收款项（亿元）	27.07	32.47	37.34	38.49	48.34	55.81
存货（亿元）	16.04	17.23	21.80	22.17	26.28	28.29
其他应收款（亿元）	0.65	0.75	2.22	1.20	0.77	1.32
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6.37	7.11	9.04	8.95	11.93	12.14
	10.40	10.18	9.95	9.95	11.08	10.36
其中：固定资产（亿元）	2.65	4.76	5.57	5.33	5.56	5.47
在建工程（亿元）	1.46	0.05	0.05	0.36	1.01	1.22
无形资产（亿元）	0.85	0.85	1.15	1.08	1.09	1.09
商誉（亿元）	0.34	0.34	1.15	1.08	1.31	1.31
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.81	4.04	3.50	4.57	7.95	7.17
受限资产账面余额/总资产（%）	11.11	5.78	3.85	5.08	7.38	6.12

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 90.83 亿元、89.93 亿元、107.69 亿元和 117.14 亿元，资产规模增长较快。从资产构成来看，主要以流动资产为主，同期末分别为 81.79 亿元、80.98 亿元、95.76 亿元和 105.00 亿元。

该公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。2019 年末，公司货币资金为 15.69 亿元，其中受限货币资金为 2.52 亿元，主要系电子商务平台货品销售保证金、信用证保证金和银行承兑汇票保证金等。年末公司应收账款为 48.34 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。2019 年公司应收账款前五名合计金额为 2.41 亿元，占应收账款总额的比例为 4.94%。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。2019 年公司共计提坏账准备 0.46 亿元。2019 年末，公司存货余额为 26.28 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

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%。

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 0.77 亿元，主要由押金、保证金及往来款等构成。此外，2019 年末，公司预付款项为 4.83 亿元，主要由预付货款构成；其他流动资产为 1.41 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、无形资产和商誉构成。2019 年末，公司固定资产为 5.56 亿元，主要由房屋、建筑物构成；在建工程为 1.01 亿元，较上年末增长 178.19%，主要系英特集团公共医药物流平台绍兴（上虞）医药产业中心项目投入增加所致；投资性房地产为 2.26 亿元，较上年末增长 325.42%，主要系非同一控制下并购所致，主要由房屋、建筑物构成；无形资产为 1.09 亿元，主要是土地使用权和软件等；商誉为 1.31 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。由于地区中药招标价格降幅较大及监管机构对评估增值资产核算要求变动等原因，淳安英特药业有限公司、浙江嘉信医药股份有限公司、浙江英特建东药业有限公司 2019 年共计提 0.18 亿元商誉减值准备。

截至 2020 年 3 月末，该公司其他应收款由于应收往来款增加，较上年末增长 70.71%至 1.32 亿元；应收账款融资由于银行承兑汇票增加，较上年末增加 2.02 亿元至 2.23 亿元。同期末，公司其他资产科目未发生较大变化。

截至 2019 年末，该公司受限资产为 7.95 亿元，占总资产的 7.38%，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 23. 截至 2019 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	2.52	保证金
房屋建筑物	2.64	质押担保
土地使用权	0.44	质押担保
应收账款	2.35	质押担保
合计	7.95	—

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 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	119.83	119.76	115.89	125.29	127.75	125.46
速动比率 (%)	80.98	83.69	81.42	88.25	88.68	87.44
现金比率 (%)	17.84	17.24	23.33	24.70	21.01	15.04

资料来源：根据英特集团所提供数据整理

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 115.89%、125.29%、127.75%和 125.46%，速动比率分别为 81.42%、88.25%、88.68%和 87.44%。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 2020 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

截至 2020 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，2019 年公司本部营业收入为 0.30 亿元。当年投资收益为 0.18 亿元，净利润为 0.18 亿元；经营活动现金流净额为 0.02 亿元，投资活动现金流净额为-4.11 亿元。2019 年末，本部资产总额为 6.73 亿元，所有者权益为 2.94 亿元，负债总额为 3.88 亿元，其中刚性债务为 2.62 亿元。从资产分布看，公司本部资产集中于非流动资产，2019 年末规模为 2.50 亿元，主要由长期股权投资构成。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2020 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 74.32 亿元，其中尚未使用的额度为 36.80 亿元，后续仍有一定的融资空间。

图表 25. 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）	74.32	74.32	37.52	2.40%-5.39%	信用、担保、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	—	—	—	—	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	26.50	26.50	13.32	2.55%-5.39%	信用、担保、抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	35.66	35.66	35.50	—	—

资料来源：根据英特集团所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，债券期限为 6 年。本次债券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回售条款，其中回售条款约定，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三十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（具体条款请参见债项概况）。回售条款的设置，使公司面临一定的提前偿付的压力。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

（1）较好的盈利能力

该公司是浙江省内医药流通龙头企业之一，具有省内药品分销网络及物流网络配送优势，区域市场地位突出。公司收入水平较高，利润水平较好，盈利能力较为稳定。2017~2019 年，公司分别实现营业收入 189.07 亿元、204.92 亿元和 246.01 亿元；EBITDA 分别为 4.68 亿元、5.29 亿元和 7.26 亿元，呈逐年上升趋势。同时，公司经营活动现金流状况良好，2017~2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 1.58 亿元、1.66 亿元和 2.21 亿元。公司货币资金较为充裕，截至 2020 年 3 月末货币资金余额 12.50 亿元，可对债务形成一定覆盖。

（2）较畅通的融资渠道

该公司融资渠道较畅通，可通过多种渠道获得融资，与多家银行等金融机构保持着较好的合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信合计人民币 74.32 亿元，其中尚未使用的额度为 36.80 亿元。

评级结论

该公司是浙江省内医药流通龙头企业之一，主营经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。近年来，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稳步增长态势。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。

该公司于 2017 年完成了股权的无偿划转，控股股东变更为国贸集团，实际控制人变更为浙江省国资委。公司高层管理人员相应发生了较大调整。2019 年 7 月，英特集团通过非公开发行股票事项引入华润医药，国贸集团及其一致行动人合计持有公司股份由 54.65%下降为 42.21%。公司法人治理机制健全，并根据自身发展和经营需要，精简总部职能机构，设置“一办七部”，并组建五大事业部。

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。公司财务杠杆水平高，同时主要依靠短期银行借款满足营运资金需要，使其面临较大的债务集中偿付压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

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	2019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	2.64	7.46	0.30	0.18	0.02	
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	29.43	24.77	245.99	3.30	2.18	

注：根据英特集团 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	90.83	89.93	107.69	117.14
货币资金 [亿元]	16.24	15.56	15.69	12.50
刚性债务[亿元]	30.03	31.09	32.11	42.52
所有者权益[亿元]	19.05	20.83	29.72	30.42
营业收入[亿元]	189.07	204.92	246.01	56.42
净利润[亿元]	1.91	2.24	3.38	0.71
EBITDA[亿元]	4.68	5.29	7.26	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.58	1.66	2.21	-11.40
投资性现金净流入量[亿元]	-1.87	-1.35	-1.72	-0.26
资产负债率[%]	79.03	76.83	72.41	74.03
权益资本与刚性债务比率[%]	63.44	67.01	92.53	71.54
流动比率[%]	115.89	125.29	127.75	125.46
现金比率[%]	23.33	24.70	21.01	14.93
利息保障倍数[倍]	3.03	2.95	3.71	—
担保比率[%]	0.52	—	—	—
营业周期[天]	107.49	109.47	102.92	—
毛利率[%]	6.06	6.61	6.68	6.61
营业利润率[%]	1.44	1.49	1.90	1.64
总资产报酬率[%]	5.12	5.13	6.46	—
净资产收益率[%]	10.63	11.23	13.36	—
净资产收益率*[%]	10.42	10.58	12.35	—
营业收入现金率[%]	107.05	107.53	101.81	92.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.58	2.46	3.16	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.46	0.45	0.66	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.45	3.37	4.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.17	0.23	—

注：表中数据依据英特集团经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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。

评级声明

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。

本信用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其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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用方法概论评级方法》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。