

湘财证券研究所
医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

王师

Tel:021-68634510-8228

E-Mail:ws2978@xcsc.com

目标价:	13.64 元
当前股价:	9.38 元
评价调整:	上调

基本信息

上证综指	2602.47
总股本	207,449,946
流通股本	203,634,696
EPS(TTM)	0.1802
PE(TTM)	56.05

投资要点：上调评级至“买入”

英特集团是浙江省第二大医药流通企业，市场份额仅略逊于华东医药，子公司英特药业是其主要经营实体。

q 医药流通兼并重组加速，利好龙头企业。我国医药流通行业兼并重组势在必行，今年以来在政策的持续推动下有望迎来加速。在这个强者愈强的市场，英特药业作为浙江省商业龙头，将明显受益于行业集中度的提升。而且浙江省小而散的市场格局决定了国药、上药等国内商业巨头在浙江省市场的渗透速度较慢（除非收购作为龙头企业的英特药业或者华东医药），有利于英特药业龙头地位的巩固。

q 立足于浙江市场，公司业务扩张具有较大业绩弹性。公司立足于浙江省市场，积极寻求并购，已完成对慈溪药材的兼并，并正在着手操作对温州供销的收购。未来公司外延式业务扩张仍将延续。而不同于国药、上药等医药商业巨头们在全国范围跑马圈地，公司作为浙江省商业龙头则专注于在自己的地盘深耕细作，由于药品招标和配送均是以省为单位，公司在省级范围内的并购显然更具协同效应，有利于净利率的提升，外延式并购的业绩弹性较大。

q 定位明确，公司保持较高盈利水平。在公司的发展历程上，公司定位十分明确，即以名优新特为特色，努力保持品种优势。名优新特药品主要面向二级以上医院，往往单价较高且价格波动较小，相应的费用占比也较小，因此公司保持了较高的盈利水平，净利率处于行业内领先水平，并呈现稳步提升的趋势。

q 盈利预测及投资评级

不考虑物业处置收益，并按照温州供销 2010 年底合并报表计算，我们预测英特集团 2010-2012 年 EPS 分别为 0.21 元、0.27 元和 0.38 元。我们认为，公司立足于浙江市场，内生增长明确，外延扩张空间巨大，未来在行业兼并重组的浪潮中具有较强的业绩弹性，有望明显受益于行业集中度的提升。当前仅仅 21 亿元的市值尚无法反映公司巨大的终端渠道价值和被收购价值，故我们上调公司投资评级至“买入”，6 个月目标价 13.64 元。

q 风险提示：外延式并购进展滞缓；药品价格调控超预期。

盈利预测

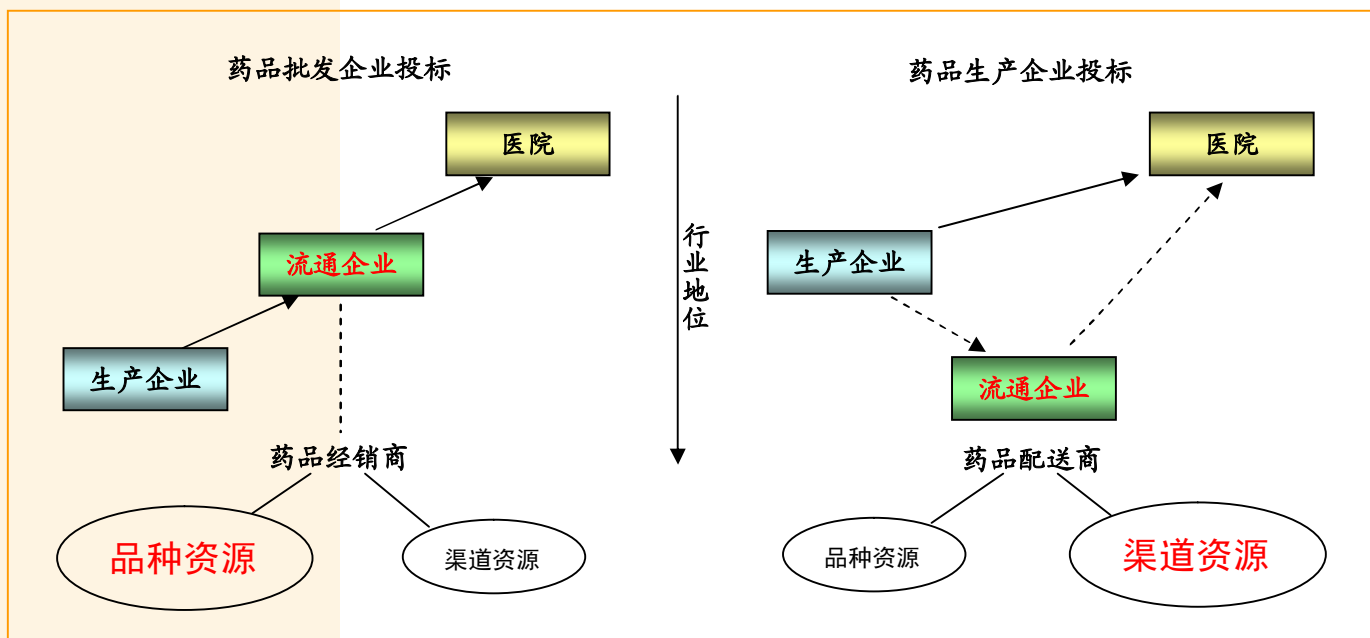
单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4098.88	5077.12	6369.55	8226.28	10632.55
营业收入增长率	21.18%	23.87%	25.46%	29.15%	29.25%
归属母公司净利润	19.04	31.41	42.63	56.61	79.10
净利润增长率	31.20%	64.97%	35.71%	32.80%	39.74%
EPS	0.09	0.15	0.21	0.27	0.38

数据来源：湘财证券研究所预测

政策推动医药流通兼并重组加速，英特药业受益明显

考虑到我国医药流通行业小而散的发展格局和流通企业普遍毛利率下滑、抗市场风险能力不足的现状，医药流通兼并重组势在必行。其中，我们认为，药品招标权的转移已成为医药流通行业兼并重组加速的根本动力。2009年，国家发布《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》，将药品集中采购由生产企业委托批发企业投标改为药品生产企业直接投标。招标权的转移使得医药流通企业在产业链中的职责由原来的药品经销商转变为药品配送商，原本的品种优势被削弱，终端渠道资源的掌控成为了核心竞争力。于是，行业兼并重组高潮自然水到渠成：大企业希望通过并购巩固终端渠道优势；而拥有一定的终端渠道资源的小企业为求自保也主动寻求被并购。

图 1 药品投标权转移前后医药流通企业的变化



数据来源：湘财证券研究所

此外，下半年医药流通行业的政策频出将进一步推动行业兼并重组进程。目前医药流通行业十二五规划草案已经完成，预计最快在9月份即可出台。而后续医药物流企业分级评估指标、医药物流服务规范等行业政策也将陆续发布，为行业集中度提升铺平道路。因此，**今年下半年是整个医药流通行业的政策投资时点！**

随着行业集中度的提升，整个医药流通行业将呈现强者愈强的局面，明显利好拥有终端渠道优势的医药流通龙头企业。英特集团子公司英特药业是浙江省第二大医药流通企业，2009年浙江省市场份额11%，仅略低于华东医药，未来兼并重组的空间巨大。而且浙江省小而散的市场格局决定了国药、上药等国内商业巨头在浙江省市场的渗透速度较慢（除非收购华东医药或者英特药业），如此有利于英特药业省内龙头地位的巩固，在行业集中度提升的过程中将明显受益。

立足于浙江市场，公司业务扩张具有较大业绩弹性

公司目前主要定位于在浙江省内进行并购，以三年内达到浙江第一、全国第十为战略目标。今年以来，公司已实施两起并购，分别为慈溪药材和温州供销，未来两者将作为公司整合宁波和温州地区流通业务的平台，一方面可以进一步开拓当地的市场，另一方面实现当地资源的优化，有利于费用的控制，协同效应明显。考虑到终端渠道价值的重要性，以及公司所公告的三处物业处置提供的资金面支持，公司仍将继续外延式扩张。

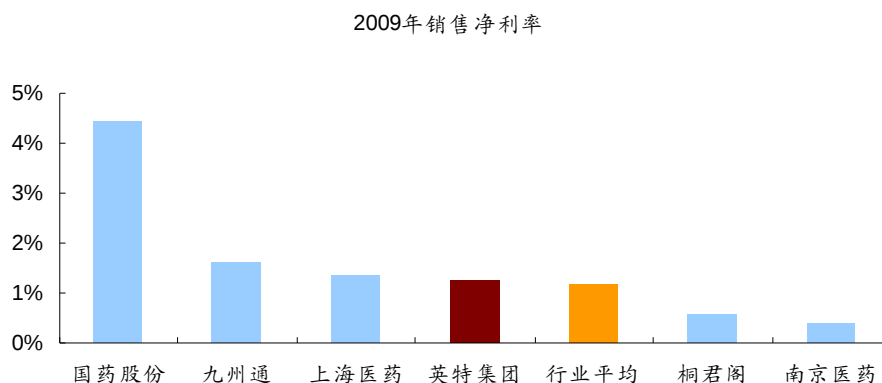
不同于国药、上药等医药商业巨头在全国范围跑马圈地，公司作为浙江省商业龙头则专注于在自己的地盘深耕细作、苦练内功。由于药品招标和配送均是以省为单位，省级范围内的并购更具协同效应，有利于净利率的提升，所以英特集团将首先受益于行业政策推动下的集中度提升，外延式并购的业绩弹性较大。

而且被收购企业作为当地业务整合平台的并购模式可以短期内提升被收购企业在当地的规模和影响力，对被收购企业的管理层颇具吸引力，是公司进行省内并购战略的一大优势。

定位明确，公司保持较高盈利水平

在公司的发展历程上，公司定位十分明确，即以名优新特为特色，努力保持品种优势。名优新特药品主要面向二级以上医院，且往往单价较高，相应的费用占比较小，因此公司医院纯销业务占比在 70% 以上，并保持了较高的盈利水平，净利率处于行业内领先水平。

图 2 英特集团净利率高于行业平均水平

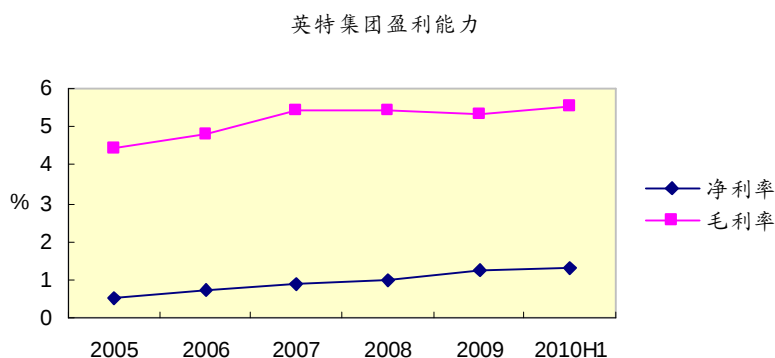


注：国药股份由于体制原因，分销比例较高，故保持了较高的毛利率和净利率

数据来源：Wind，湘财证券研究所

考虑到名优新特药品的价格波动较小，公司毛利率得以保持相对稳定。而且随着规模的扩大，费用率逐步减小，公司净利润呈现稳步提升的趋势。

图 3 英特集团盈利能力稳步提升



数据来源：Wind，湘财证券研究所

基药配送潜力大，有望成为公司业绩新增长点

浙江省基药市场即将启动，潜力巨大。2009 年浙江省基本药物销售额约为 80 亿元，占总药品销售额的 18%，市场空间仍相当可观。而且随着基本药物零差率的实施以及新农合报销比例的提高，基本药物消费比重的提升将是大势所趋。更为重要的是，制约基本药物推广的品种问题正在逐步解决，未来基本药物市场有望引来放量——由于浙江省整体药品消费水平较高，国家基本药物目录的 307 个品种远远不能满足患者的需求，进而阻碍了患者去基层医院看病，目前浙江省政府已新增了 150 个品种的补充目录，而且后续可能以市为单位再增加 50 个品种左右。一旦品种问题解决，基层医疗机构，尤其城市社区医院，将可以满足更多患者群体的需求，诊疗人次以及药品销售规模都会得到明显提升，从而推动基本药物的放量。相应地，基药配送市场也将大幅扩容，未来增长潜力巨大。

公司基药配送业务已经起步，有望成为公司业绩新增长点。面对基本药物这个潜在的巨大市场空间，公司正在积极扩大基药配送这块业务，产品定位以调整为“基本药物为基础，名优新特为特色”，并将终端拓展的重点放在了城市医疗服务机构和乡镇卫生院。2010 年，公司已在浙江省全部 11 个地市获得了基本药物配送资格，随着基本药物市场的放量而有望实现突破性增长。

盈利预测及投资评级

不考虑物业处置收益，并按照温州供销 2010 年底合并报表计算，我们预测英特集团 2010-2012 年 EPS 分别为 0.21 元、0.27 元和 0.38 元。我们认为，公司立足于浙江市场，内生增长明确，外延扩张空间巨大，未来在行业兼并重组的浪潮中具有较强的业绩弹性，有望明显受益于行业集中度的提升。而且公司作为浙江省商业龙头，具有巨大的终端渠道价值和被收购价值，当前仅仅 21 亿元的市值尚无法反映公司的真实价值，故我们上调公司投资评级至“买入”，6 个月目标价 13.64 元。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1566	1794	2234	2599
现金	246	286	325	393
应收账款	773	897	1032	1187
其他应收款	5	0	0	0
预付账款	46	60	78	101
存货	392	419	630	699
其他流动资产	105	132	170	220
非流动资产	282	426	472	515
长期投资	1	2	2	2
固定资产	107	217	329	352
无形资产	21	40	60	79
其他非流动资产	153	167	81	82
资产总计	1848	2220	2706	3114
流动负债	1493	1782	2150	2393
短期借款	478	597	630	437
应付账款	848	1039	1346	1746
其他流动负债	168	145	174	210
非流动负债	8	6	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	6	7	7
负债合计	1501	1788	2156	2399
少数股东权益	177	219	280	365
股本	207	207	207	207
资本公积	49	49	49	49
留存收益	-86	-43	13	92
归属母公司股东权益	171	213	270	349
负债和股东权益	1848	2220	2706	3114

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	43	115	105	368
净利润	64	85	118	164
折旧摊销	10	12	21	27
财务费用	35	38	32	37
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-61	21	-69	136
其他经营现金流	-7	-41	3	3
投资活动现金流	-54	-156	-67	-70
资本支出	46	135	120	50
长期投资	-8	0	-73	0
其他投资现金流	-15	-21	-20	-20
筹资活动现金流	-32	82	1	-229
短期借款	21	119	33	-193
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-57	-37	-32	-37
现金净增加额	-43	41	38	68

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5077	6370	8226	10633
营业成本	4808	6040	7815	10101
营业税金及附加	9	10	13	16
营业费用	68	87	111	136
管理费用	68	81	100	122
财务费用	35	38	32	37
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	86	113	157	220
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	88	115	159	222
所得税	25	30	41	58
净利润	64	85	118	164
少数股东损益	32	42	61	85
归属母公司净利润	31	43	57	79
EBITDA	131	163	210	284
EPS (元)	0.15	0.21	0.27	0.38

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.9%	25.5%	29.2%	29.3%
营业利润	59.0%	31.7%	39.0%	40.3%
归属于母公司净利润	65.0%	35.7%	32.8%	39.7%
获利能力				
毛利率(%)	5.3%	5.2%	5.0%	5.0%
净利率(%)	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
ROE(%)	18.4%	20.0%	21.0%	22.7%
ROIC(%)	18.9%	17.9%	17.3%	26.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	81.2%	80.5%	79.7%	77.1%
净负债比率(%)	31.83%	33.41%	29.21%	18.22%
流动比率	1.05	1.01	1.04	1.09
速动比率	0.79	0.77	0.75	0.79
营运能力				
总资产周转率	3.06	3.13	3.34	3.65
应收账款周转率	7	7	8	9
应付账款周转率	6.47	6.40	6.55	6.53
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.21	0.27	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.55	0.51	1.77
每股净资产(最新摊薄)	0.82	1.03	1.30	1.68
估值比率				
P/E	54.56	40.20	30.27	21.66
P/B	10.04	8.03	6.35	4.91
EV/EBITDA	15	12	10	7

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。