

英特集团 (000411.sz)

市场认知不充分的优质区域医药商业龙头

葛峰 研究员 电话: 0755-82083888-816 Email: gz2@gf.com.cn
杨挺 研究员 电话: 020-87555888-897 Email: yt8@gf.com.cn
李平祝 研究员 电话: 010-68058790 Email: lpz@gf.com.cn

经营高效, 盈利能力强, 且逐年提升

我们认为英特药业盈利能力之高, 经营效率之强并未被市场充分认识。英特药业的销售净利率、息税前利润率处于同类企业的上游水平, 并且呈现逐年提升的趋势。公司人均销售遥遥领先同类企业, 这反映了较高的经营效率。

将受益于行业集中度提升

浙江省是我国第三大药品市场, 英特药业, 作为快速发展的优质区域性商业龙头企业, 将受益于行业集中度提升。

盈利预测与投资评级

不考虑收购, 我们预测 2010-2012 年分别实现 EPS0.20 元、0.27 和 0.36 元。假定温州供销年底完成收购, 明年全年并表, 在不考虑财务成本和溢价的情况下, 简单测算则可增厚公司明年业绩约 4 分钱, 提升明年 EPS 至 0.31 元。考虑到公司盈利能力强, 经营效率高, 属于质地最好的商业公司之一, 同时公司未来的发展战略明确, 增长较为确定, 随着医药商业整合的继续, 公司业绩仍有超预期可能。同时, 公司是单纯的医药商业企业之一, 可以规避目前医药行业对于处方药的政策风险。综合考虑, 我们给以“买入”的投资评级。

风险提示: 扩张进度低于预期; 融资压力较大。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4,098.88	5,077.12	6346.40	7932.99	9916.24
EBITDA(百万元)	105.93	132.96	160.62	198.80	244.03
净利润(百万元)	19.04	31.41	40.87	55.66	74.13
净利润增长率	31.20%	64.97%	30.13%	36.19%	33.17%
每股收益(元)	0.092	0.151	0.197	0.268	0.357
市盈率	43.68	47.62	54.11	39.73	29.83
市净率	6.18	8.76	10.45	8.28	6.48
EV/EBITDA	10.95	14.32	16.84	13.80	11.45
每股红利(元)	0.00	0.00	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.00	0.00	0.000	0.000	0.000

来源: 浙江英特集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元) 10.66
 目标价格(元) 13.95
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.47%	26.51%	84.21%
沪深 300	.57%	10.91%	-3.28%

股票数据

总股本(万股) 20,744.99
 流通 A 股(万股) 20,363.47
 主要股东:
 浙江华辰投资发展有限公司
 主要股东持股比例 21.35%
 流通 A 股比例 98.16%

财务比率

ROE 18.40%
 ROA 7.43%
 资产负债率 81.22%
 每股净资产(元) 0.82

2009 年报数据

目录索引

一、我们的观点.....	3
二、公司的基本信息.....	3
三、经营高效，盈利能力强，且逐年提升.....	5
四、英特药业将受益于行业集中度提升.....	7
（一）政策促进医药流通行业的集中	7
（二）英特药业是发展迅猛的地方龙头	8
（三）英特药业将继续对外扩张的路线	9
五、财务分析.....	10
（一）盈利能力较强且逐年提升	10
（二）偿债能力有望改善	10
（三）营运能力较高	11
六、盈利预测与投资建议.....	12
（一）盈利预测	12

图表索引

图1：英特集团股权结构图.....	4
图2：英特药业经营架构.....	5
图3：浙江省医药商业企业前四名近几年销售情况.....	9
图4：浙江省医药商业企业前四名近几年销售增速情况.....	9
表1：相关医药上市公司中医药商业业务的毛利率水平比较.....	6
表2：相关医药上市公司中医药商业业务的净利率水平比较.....	6
表3：相关医药上市公司中医药商业业务的息税前利润水平比较.....	7
表4：医药商业公司人均销售额比较.....	7
表5：浙江省全国医药商业百强企业.....	8
表6：英特集团与相关上市公司的ROA与ROE水平比较.....	10
表7：公司偿债能力比较.....	11
表8：公司营运能力分析.....	11

一、我们的观点

我们认为英特药业盈利能力之高，经营效率之强并未被市场充分认识。

英特药业是浙江省的第二大医药商业企业，销售规模略低于华东医药。公司两三年内有望成为浙江省最大的医药商业企业。

公司具有较高的盈利能力。从净利润率的角度看，英特药业医药商业的净利率处于同类企业的上游水平，并且呈现逐年提升的趋势。从息税前利润的角度看，以英特药业剔除物业管理业务的调整后息税前利润率计算，公司2008年盈利能力低于国药控股，高于南京医药、九州通、桐君阁和上海医药，09年高于南药和桐君阁略低于上药和九州通。公司的ROE和ROA等财务指标也有不错表现。

公司具有较高的经营效率。从人均实现销售收入的角度看，公司人均销售更是遥遥领先，这反映了公司较高的经营效率。以在职员工计算，公司的人均销售额遥遥领先，是九州通、国药股份和国药控股的两倍以上，是南药和桐君阁的四倍以上，也较大幅度高于公司的主要竞争对手华东医药。公司的存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率等财务指标也表现突出。

英特药业，作为快速发展的优质区域性商业龙头企业，将受益于行业集中度提升。2009年是医改的开局年，在各项政策的推动下，随后的三、五年内，医药商业行业内企业的扩张、转型和洗牌将持续不断，行业集中度将逐步提升。浙江省是我国第三大药品市场，09年浙江省医药商业企业销售额合计约440亿元。从我国医药商业百强企业排名情况可以看出，英特药业在浙江省销售排名仅次于华东医药。浙江省前四大医药商业合计市场份额为35.8%，其中英特药业销售增长速度逐年提升，目前增速最快。英特药业的两年内目标是成为浙江省医药商业老大，并购式扩张将是一个主要途径。

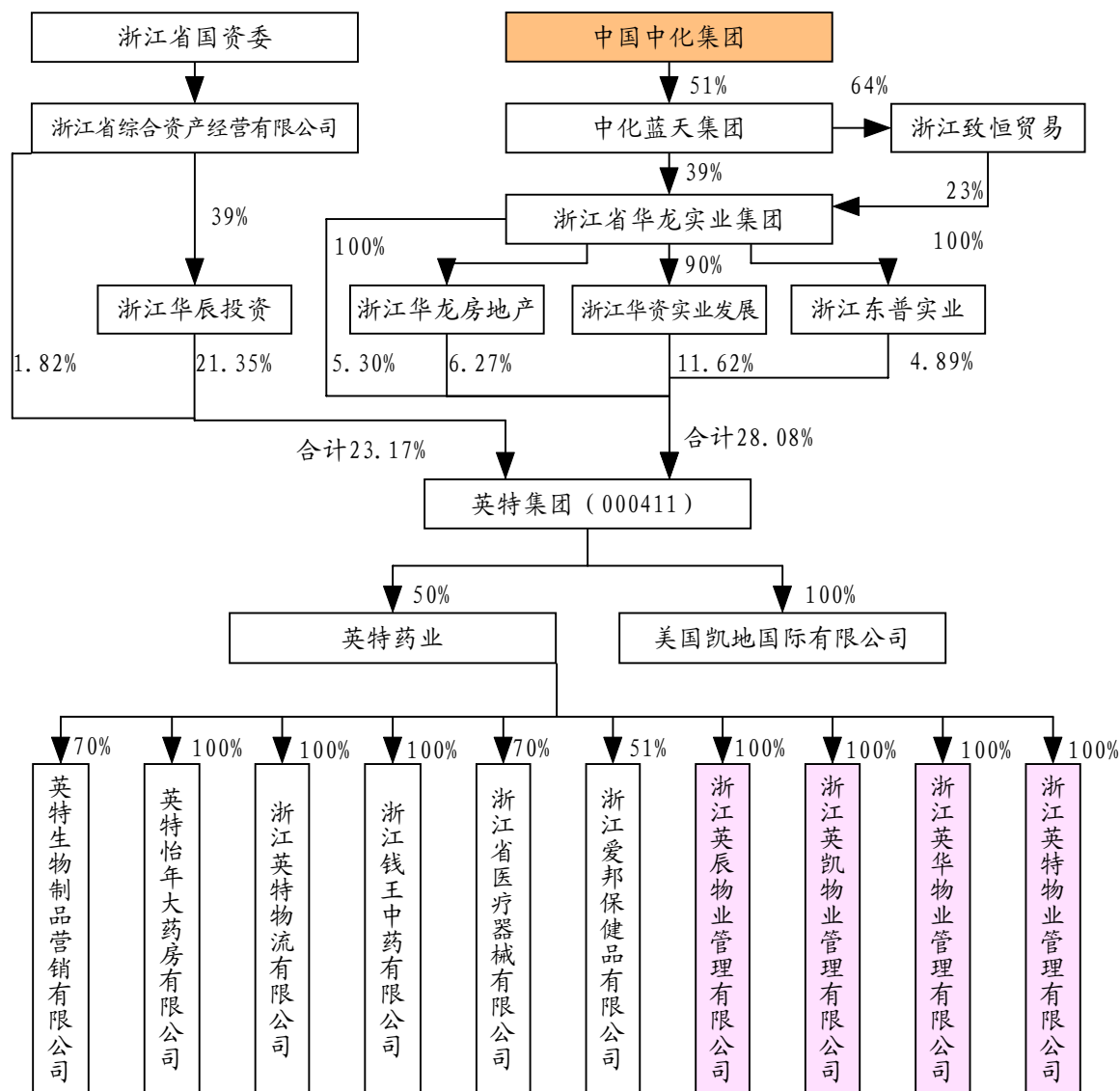
不考虑收购兼并，我们预测2010-2012年分别实现EPS0.20元、0.27和0.36元。如果假定温州医药供销年底完成收购，明年全年并表，在不考虑收购的财务成本和溢价的情况下，简单测算则可增厚公司明年业绩约4分钱，提升明年EPS至0.31元。考虑到公司盈利能力强，经营效率高，属于质地最好的商业公司之一，同时公司未来的发展战略明确，增长较为确定，随着医药商业整合的继续，公司业绩仍有超预期可能。同时，公司是单纯的医药商业企业之一，可以规避目前医药行业对于处方药的政策风险。综合考虑，我们给以“买入”的投资评级，目标价13.95元，对应2011年动态PE45倍。

二、公司的基本信息

英特集团股份有限公司原名杭州凯地丝绸股份有限公司，2001年12月公司进行资产重组，2002年公司更名为英特集团。英特集团的实际控制人为中化集团。英特集团的主要资产为公司持有的浙江英特

药业50%的股权，09年英特药业对公司的收入和利润贡献的比重分别为100%和99.4%。英特药业另外50%的股权由英特集团的主要股东持有。

图1：英特集团股权结构图



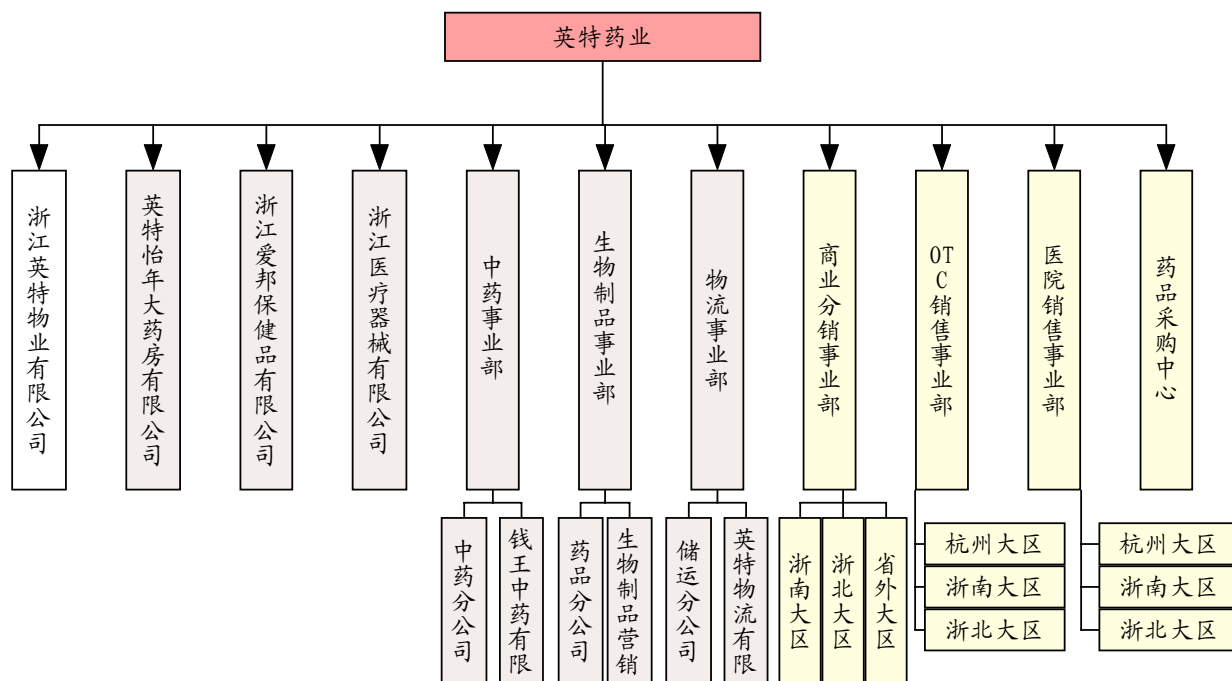
数据来源：公司公告

英特药业前身为成立于1950年的浙江人民医药公司，隶属于浙江省卫生厅。目前由四个事业部构成的药品分销板块是公司的核心单元和主营板块。目前建立起覆盖全省、辐射华东的市场网络。医药分销是公司主要的收入和利润来源。

除医药分销外公司的主要业务板块还有医药物流、医疗器械、中药加工与营销、生物制品营销。公司医药物流业务的基础的英特物流有限公司，公司物流中心一期工程面积达2.7万平方米，在建的二期达2.4万平方米。该公司是浙江省首家也是目前唯一的一家具有第三方药品物流资质的企业。

医疗器械板块的基础是浙江省医疗器械有限公司，从事医疗器械的批发和零售。中药加工于销售板块的基础是浙江钱王中药有限公司，主要从事中药饮片的加工与销售。生物制品营销板块的基础是浙江英特生物制品营销有限公司，是致力于生物制品（血液制品、生化产品、防疫制品、基因工程产品等）专业推广和配送服务的销售公司。

图2：英特药业经营架构



数据来源：公司公告

三、经营高效，盈利能力强，且逐年提升

对公司盈利能力的分析就是对英特药业盈利能力的分析，我们对相关医药上市公司中医药商业的毛利率和净利率及经营效率进行了拆分比较。

通过比较我们发现英特药业的医药商业的毛利率水平略低于其他上市公司，也低于业务覆盖区域相重叠的华东医药。

从净利润率的角度看，英特药业医药商业的净利率处于同类企业的上游水平，并且呈现逐年提升的趋势。国药控股和国药股份显著领先于其他企业，一方面是由于没有剔除医药工业的影响，另一方面由于麻药配送的政策原因也使得其毛利及净利水平较高。

如果剔除国药控股和国药股份，以英特药业剔除物业管理业务的调整后净利润率与同行比较的话，英特药业08年净利润率仅低于九州通、广州药业和云南白药的子公司云南省医药有限公司，09年的净利润率略低于九州通、华东医药和云南省医药。

从息税前利润的角度看，可以进行比较的共有南京医药、九州通、桐君阁、国药控股和原上海医药。以英特药业剔除物业管理业务的调整后息税前利润率计算，公司2008年盈利能力仅低于国药控股，高于

南京医药、九州通、桐君阁和上海医药，09年高于南药和桐君阁与略低于上药和九州通。这又一次显示了公司较强的盈利能力。

从人均实现销售收入的角度看，公司人均销售更是遥遥领先，这反映了公司较高的经营效率。不考虑退休职工，以在职员工计算，公司的人均销售额遥遥领先，是九州通、国药股份和国药控股的两倍以上，是南药和桐君阁的四倍以上，也较大幅度高于公司的主要竞争对手华东医药。如果考虑上退休职工，其他公司的差距将会更多，因为英特药业不存在需承担费用的离退休职工，而其他几个公司均有需承担费用的离退休职工。

表 1: 相关医药上市公司中医药商业业务的毛利率水平比较

毛利率	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 上半年
国药控股	6.29%	6.52%	6.64%		
国药股份	8.53%	9.49%	8.71%	8.31%	8.41%
一致药业	4.36%	4.82%	4.74%	5.28%	5.82%
上海医药	5.80%	6.90%	7.10%	7.31%	
华东医药	6.58%	7.93%	5.89%	5.41%	6.21%
云南白药	5.40%	6.77%	6.68%	6.08%	5.82%
桐君阁	4.85%	5.70%	5.42%	6.88%	6.55%
南京医药	5.97%	6.18%	6.16%	5.56%	5.80%
九州通		5.05%	5.64%	6.10%	6.25%
英特药业	4.57%	5.16%	5.13%	4.87%	5.23%

数据来源：上市公司公告，九州通采用2010年一季度数据

表 2: 相关医药上市公司中医药商业业务的净利率水平比较

净利率	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 上半年
国药控股	0.43%	1.22%	1.54%	1.80%	1.99%
国药股份	2.86%	3.64%	4.48%	4.42%	5.19%
一致药业	0.18%	0.69%	0.67%	0.81%	
上海医药	-0.11%	0.69%	0.78%	0.89%	
华东医药			0.58%	1.19%	
广州药业	0.83%	0.83%	0.89%	0.98%	0.90%
云南白药	0.80%	1.50%	1.90%	1.79%	2.35%
桐君阁	0.61%	0.73%	0.61%	0.55%	0.62%
南京医药	0.33%	0.76%	0.39%	0.39%	0.43%
九州通		1.22%	1.24%	1.60%	1.21%
英特药业	0.75%	0.90%	0.99%	1.25%	1.32%
英特药业（调整）*			0.84%	1.12%	

数据来源：上市公司公告 广发证券发展研究中心 *剔除了英特药业物业业务。一致药业、华东医药经过了调整剔除工业影响；上海医药为重组前的上海医药整体情况；云南白药的数据为其子公司云南省医药数据，广州药业代表其子公司广州医药有限公司；国药控股、国药股份、南京医药和桐君阁均存在医药工业的影响。

表 3: 相关医药上市公司中医药商业业务的息税前利润水平比较

息税前利润率	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 上半年
南京医药	1.27%	2.02%	1.43%	1.40%	1.52%
桐君阁	1.44%	1.22%	1.30%	0.87%	0.81%
上海医药	1.04%	1.92%	2.02%	2.34%	
国药控股			3.37%	3.77%	4.43%
九州通		1.96%	2.1%	2.39%	2.18%
英特药业	1.89%	2.16%	2.37%	2.43%	2.44%
英特药业 (调整)			2.16%	2.24%	

数据来源: 上市公司公告 广发证券发展研究中心

表 4: 医药商业公司人均销售额比较

在职员工人均销售额 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
国药股份	314	388	424
国药控股	281	312	311
上海医药	371	686	
南京医药		168	196
桐君阁	131	208	110
华东医药	404	500	667
九州通			250
英特药业	770	709	808

数据来源: 上市公司公告 广发证券发展研究中心, 九州通在职员工数采用 2010 年 3-31 日数据

四、英特药业将受益于行业集中度提升

(一) 政策促进医药流通行业的集中

流通行业是规模效应明显的行业, 规模上去后通过提高管理水平可以出效益。欧美日医药流通行业的集中度都比较高。欧盟三大医药批发企业占区域市场的 65%; 美国前三大医药分销企业 08 年的市场份额合计达 90% 以上; 日本前四大医药分销企业市场份额合计超过 80%。我国医药流通行业的集中度呈现上升趋势, 但是由于种种历史原因我国的医药流通行业的集中度尚较低。

纵向来看, 我国医药流通业的集中度加速进行, 2009 年是我国医药行业迈入新的历史时期的开局之年, 在各项政策的推动下, 随后的三、五年内, 医药商业行业内企业的扩张、转型和洗牌将持续不断。

09 年 1 月 17 日, 国家公布《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》(简称 7 号文), 与以前政策的变化主要体现在: 一、招标层级提升至省级; 二、药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标; 三、提出了“两票制”, 由生产企业或委托药品经营企业向医疗机构直接配送, 原则上只允许委托一次。如被委托企业无

法向医疗机构直接配送时，经省级药品集中采购管理部门批准，可委托其他企业配送。以上三点有利于医药流通行业省一级的集中。

即将出台的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011~2015年)》也将鼓励兼并重组，提升行业集中度。

（二）英特药业是发展迅猛的地方龙头

浙江医药流通业的整体利润和商业销售额已连续多年排名全国前三，全省共360多家医药商业企业。

2009年浙江省医药商业企业销售额合计约440亿元，其中医药商业企业前10强收入合计215亿元，占48.8%。医药商业前十强实现利润总额合计6.41亿元，占72.3%。

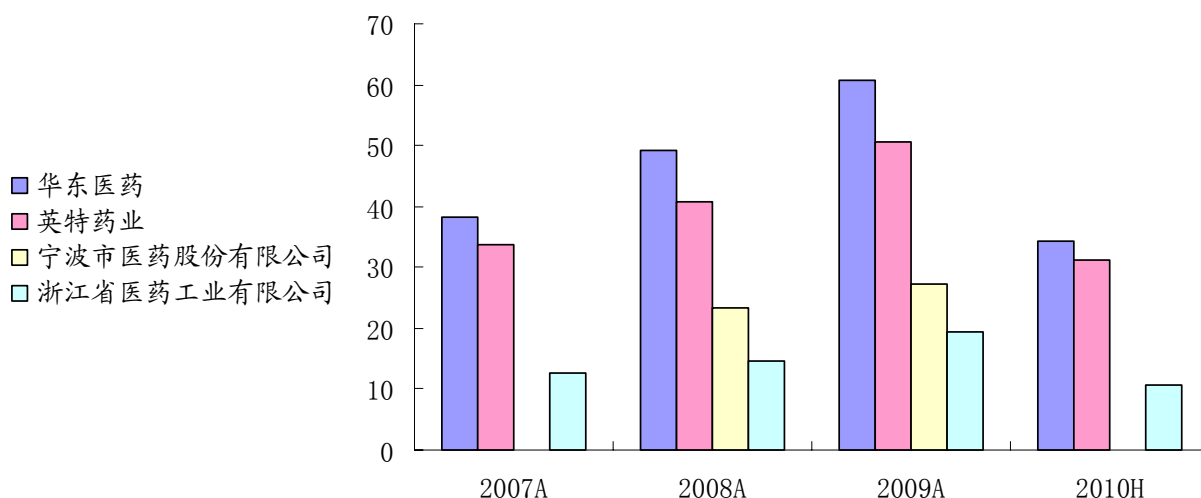
从我国医药商业百强企业排名情况可以看出，英特药业在浙江省销售排名仅次于华东医药。浙江省内排名第三位的是海正药业的子公司浙江省医药工业有限公司。上海医药的控股子公司宁波医药股份有限公司在全国医药商业百强排名中归入母公司进行排名，实际上该公司销售额高于浙江省医药工业有限公司排第三位。上述四家公司近两年的销售额如下图所示，09年占浙江省医药商业市场份额合计达35.8%。其中英特药业销售增长速度逐年提升，目前增速最快。

表 5：浙江省全国医药商业百强企业

企业名称	排名
华东医药	12
英特药业	14
浙江省医药工业有限公司（海正药业子公司）	33
温州市生物药械有限公司	49
浙江震元股份有限公司	55
台州医药有限公司	57
浙江嘉信医药股份有限公司	66
宁波海尔施医药股份有限公司	68
浙江温岭医药药材有限公司	79
回音必集团有限公司	85
浙江医药股份有限公司	88
杭州凯仑医药股份有限公司	89
宁波市鄞州医药药材有限公司	95
浙江省衢州医药股份有限公司	96

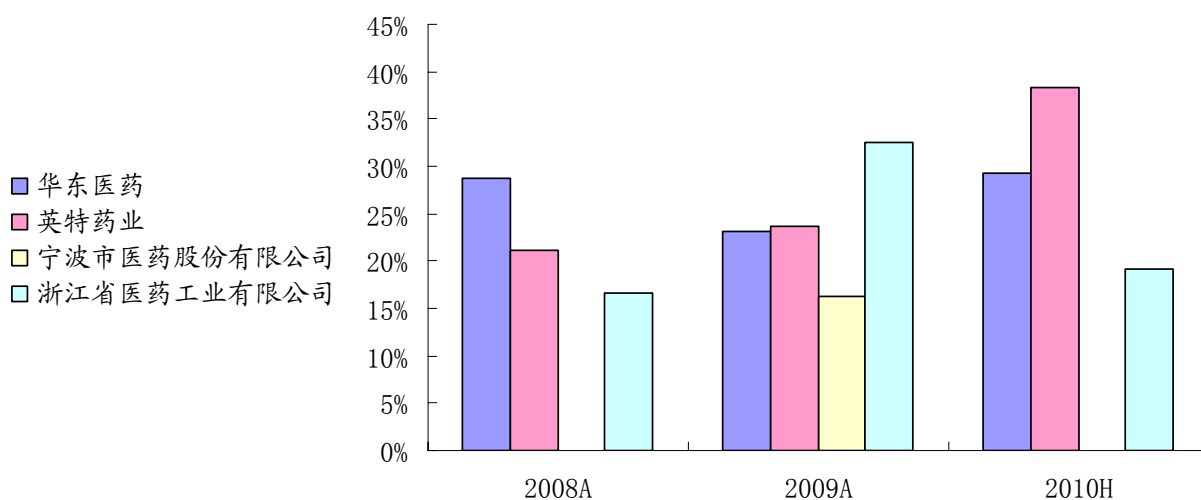
数据来源：南方所

图3：浙江省医药商业企业前四名近几年销售情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：浙江省医药商业企业前四名近几年销售增速情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（三）英特药业将继续对外扩张的路线

英特药业的中长期目标是成为“浙江领先、华东一流”的专业医药分销物流企业。公司将顺应医药市场发展趋势、抓住新医改市场发展机遇，专注于医药流通，拓展省内纯销网络，为构建华东分销网络奠定基础。通过并购、设立办事处、物流建设、与其它企业战略合作、建立可控配送体系、电子商务运营等多种途径，外延式发展与内涵式增长相结合，快速做大做强。

英特药业的两年内目标是成为浙江省医药商业老大，并购式扩张将是一个主要途径。

2010年1月英特药业重组慈溪市医药药材公司的重组，将其更名为“宁波英特药业”。7月份，公司采用增资和受让股权相结合的方式，投资控股温州供销51%的股权，协议约定，完成本次股权合作事项后，温州供销将更名为“温州英特药业有限公司”。

五、财务分析

（一）盈利能力较强且逐年提升

前文我们已经对英特药业的医药商业部分的毛利率、净利率及息税前利润率进行了分析，得出公司盈利能力在同行中处于较高水平并且呈逐年提升的趋势。

在此我们从总资产收益率及净资产收益率的角度对英特集团的盈利能力进一步进行简单分析。我们发现公司的ROA与ROE远高于商业纯度较高的上海医药、南京医药和桐君阁，也高于即将上市的九州通。华东医药、一致药业及国药股份由于工业业务等原因可比性较差。

表 6：英特集团与相关上市公司的 ROA 与 ROE 水平比较

证券代码	证券简称	ROA			ROE		
		2007A	2008A	2009A	2007A	2008A	2009A
000963.SZ	华东医药	15.4%	12.5%	18.5%	33.9%	25.3%	40.2%
600511.SH	国药股份	12.3%	13.9%	13.0%	21.1%	25.5%	24.5%
000411.SZ	英特集团	5.9%	7.0%	7.4%	13.6%	15.1%	20.6%
	九州通	5.8%	6.8%	7.0%	18.4%	15.0%	19.3%
000028.SZ	一致药业	7.9%	7.6%	6.8%	28.3%	27.3%	26.0%
601607.SH	上海医药	3.8%	4.5%	5.6%	4.1%	4.9%	9.9%
600713.SH	南京医药	4.3%	3.2%	3.4%	9.3%	6.1%	8.9%
000705.SZ	浙江震元	2.4%	2.9%	3.3%	1.6%	2.5%	3.6%
000591.SZ	桐君阁	2.1%	2.4%	1.6%	6.2%	5.9%	5.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）偿债能力有望改善

我们选择流动比率、速动比率和资产负债率对公司的偿债能力进行分析，公司的流动比率和速动比率与同类公司相当，资产负债率处于较高水平。

公司目前正在积极处置英特物业、英华物业和英辰物业的股权，该三处物业处置后公司将收回近三个亿的现金，改善公司的资本结构，提升偿债能力。同时公司也将实现未分配利润转正，从而满足再融资的条件。

表 7：公司偿债能力比较

证券代码	证券简称	流动比率		速动比率		资产负债率	
		2009A	2010H	2009A	2010H	2009A	2010H
600713.SH	南京医药	0.93	1.02	0.73	0.83	88.57%	82.92%
000028.SZ	一致药业	1.04	1.05	0.83	0.84	83.22%	82.67%
000411.SZ	英特集团	1.05	1.06	0.79	0.83	81.22%	81.53%
000591.SZ	桐君阁	0.96	0.96	0.64	0.63	79.16%	77.97%
	九州通	1.16		0.63		76.66%	
000963.SZ	华东医药	1.29	1.21	0.96	0.94	63.75%	65.76%
600511.SH	国药股份	1.65	1.72	1.24	1.39	61.00%	60.32%
601607.SH	上海医药	1.04	1.32	0.72	1.02	73.17%	54.35%
000705.SZ	浙江震元	1.37	1.34	0.96	0.94	44.60%	46.77%

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）营运能力较高

前文我们通过分析医药商业企业在职职工人均年销售额得出公司医药商业经营效率较高的结论。在此我们将通过存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率等财务指标来进一步解释公司的营运能力。

从上述指标的分析我们可以看出公司存货周转率、流动资产周转率与总资产周转率均最高，应收账款周转率仅次于桐君阁和九州通。这些指标一定程度上也反映了公司较高的运营效率，当然这几个指标与各公司的业务结构有关，包括工商业结构和商业内部的结构。

表 8：公司营运能力分析

证券代码	证券简称	存货周转率		应收账款周转率		流动资产周转率		总资产周转率	
		2009A	2010H	2009A	2010H	2009A	2010H	2009A	2010H
000705.SZ	浙江震元	6.65	3.68	5.96	2.97	2.33	1.27	1.38	0.78
000591.SZ	桐君阁	7.00	3.84	16.68	8.98	2.53	1.45	1.87	1.07
	九州通	7.56		65.39		3.64		2.94	
000963.SZ	华东医药	7.66	4.85	7.66	3.09	2.91	1.43	2.35	1.14
600511.SH	国药股份	9.73	4.97	6.59	3.04	2.73	1.21	2.18	0.98
601607.SH	上海医药	9.93	5.18	6.93	3.84	3.25	1.56	2.38	1.11
000028.SZ	一致药业	12.22	6.13	5.26	2.39	2.91	1.34	2.46	1.13
600713.SH	南京医药	13.04	6.40	7.08	3.23	2.98	1.36	2.43	1.12
000411.SZ	英特集团	14.91	7.32	7.13	3.50	3.64	1.82	3.06	1.56

数据来源：广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

不考虑收购兼并，我们预测2010-2012年分别实现EPS0.20元、0.27和0.36元。如果假定温州医药供销年底完成收购，明年全年并表，在不考虑收购的财务成本和溢价的情况下，简单测算则可增厚公司明年业绩约4分钱，提升明年EPS至0.31元。考虑到公司盈利能力强，经营效率高，属于质地最好的商业公司之一，同时公司未来的发展战略明确，增长较为确定，随着医药商业整合的继续，公司业绩仍有超预期可能。同时，公司是纯度最高的医药商业企业之一，可以规避目前医药行业对于处方药的政策风险。综合考虑，我们给以“买入”的投资评级。

资产负债表					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E					
货币资金	256	208	63	79					
应收账款	680	878	1079	1349					
预付款项	13	46	47	48					
应收利息	0	(0)	(0)	0					
应收股利	(1)	0	0	0					
其他应收款	3	5	10	10					
存货	253	392	421	526					
流动资产合计	1205	1529	1620	2012					
长期股权投资	4	1	1	1					
固定资产	106	107	100	100					
在建工程	0	7	15	10					
无形资产	21	21	19	16					
长期待摊费用	8	8	4	0					
递延所得税资产	1066	1384	1481	1884					
非流动资产合计	245	281	264	241					
资产总计	1450	1810	1884	2252					
短期借款	457	457	457	457					
应付票据	17	89	0	0					
应付账款	638	848	1082	1352					
预收款项	20	14	19	24					
应付职工薪酬	36	34	34	34					
应交税费	0	0	0	0					
应付利息	0	0	0	0					
应付股利	0	0	0	0					
其他应付款	0	0	0	0					
流动负债合计	1168	1920	1911	2166					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	(1)	0	0	0					
长期应付款	0	0	0	0					
预计负债	0	0	0	0					
递延所得税负债	(1)	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	1168	1463	1454	1710					
股本	207	207	207	207					
资本公积	45	49	49	49					
盈余公积	(117)	(86)	(45)	11					
未分配利润	(136)	(117)	(86)	(45)					
少数股东权益	147	177	218	276					
负债股东权益总计	1450	1810	1884	2252					
每股净资产(元)	1.36	1.67	2.07	2.62					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	5077	6346	7933	9916					
营业成本	4808	6010	7513	9391					
营业税金及附加	9	12	15	18					
销售费用	68	95	119	149					
管理费用	68	82	102	125					
财务费用	35	37	35	33					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资收益	(2)	0	0	0					
营业利润	86	110	150	200					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	88	110	150	200					
所得税费用	88	110	150	200					
净利润	64	83	113	150					
归属于母公司净利润	31	41	56	74					
少数股东损益	32	42	57	76					
EPS(元)	0.15	0.20	0.27	0.36					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表					单位：百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流量	78	47	61	68					
投资活动现金流量	(54)	(15)	(10)	(10)					
筹资活动现金流量	(32)	(177)	(35)	(39)					
现金及现金等价物净增加额	(48)	(145)	16	20					
期末现金余额	256	208	63	79					
每股经营活动现金流(元)	0.38	0.23	0.29	0.33					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标									
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入增长率	23.87%	25.00%	25.00%	25.00%					
营业利润增长率	59.01%	29.07%	36.19%	33.17%					
毛利率	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%					
营业利润率	1.69%	1.74%	1.90%	2.02%					
净利率	1.25%	1.31%	1.42%	1.51%					
净资产收益率	18.40%	19.32%	20.83%	21.72%					
总资产收益率	4.87%	6.82%	7.33%	7.84%					
流动比率	1.03	0.80	0.85	0.93					
资产负债率	80.82%	77.18%	75.90%	74.53%					
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%					

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。