

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

张银旗

Tel:021-68634510-8067

E-Mail:zyq0100@xcsc.com

目标价:	16.35 元
当前股价:	10.04 元
评价调整:	维持

基本信息

上证综指	2751.53
总股本	207,449,946
流通股本	203,634,696
EPS(TTM)	0.1953
PE(TTM)	51.41

事件: 2010年12月29日, 英特集团(000411)子公司暨主要经营实体英特药业与温州供销全体股东签署了《投资合作协议书》, 将出资2990万元收购温州供销51%的股权, 其中2011万元用于收购股权, 979万元用于同比比例增资。收购完成后, 英特药业将成为温州供销的控股股东。

□ **收购价格较为合理。** 不考虑增资款, 温州股权51%股权的收购价格为2011万元, 对应于2009年销售规模, 本次收购的市盈率PE为5.4倍, 市销率PS为0.07倍, 要远低于近期上海医药收购中信医药(0.83倍)和华润收购苏州礼安(0.51倍)的市销率。考虑到收购标的的规模效应, 我们认为这个收购价格还是较为合理的。

□ **本次收购将产生协同效应并增厚EPS。** 温州供销作为温州第二大医药商业企业, 纯销业务的占比超过85%, 2009年净利率达到1.25%, 与公司基本一致, 与公司纯销为主的业务结构和“名优新特”的商业定位十分吻合, 未来业务整合操作性强。投资完成后, 英特药业将以温州供销为平台整合温州地区的所有业务, 在温州地区的经营效率将大幅提升。考虑到具有较好的协同效应, 我们认为温州供销的销售规模在明年有望实现高速增长, 随着2011年1月1日并表, 有望增厚公司2011年EPS在0.015-0.02元, 相较于2009年EPS 0.15元来说还是比较明显的。

□ **本次收购将进一步巩固公司浙江省医药商业龙头地位, 具有战略意义。** 子公司英特药业是浙江省医药商业两巨头之一, 2009年市场份额11.2%, 仅略低于华东医药的13.5%。相较于渠道多集中于杭嘉湖地区的华东医药, 英特药业的优势在于渠道覆盖面广, 基本实现了县级以上医院全覆盖。而温州供销是温州第二大医药商业企业, 2009年省内市场份额约为1.3%, 英特药业在控股温州供销后将进一步紧逼华东医药, 并加强在浙南地区的竞争优势, 从而巩固自身在浙江省的龙头地位, 具有战略意义。

□ **公司未来最大看点还是在于其在省内扩张过程中具有较大的业绩弹性。** 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。

盈利预测及投资评级

我们维持之前的盈利预测, 即不考虑外延式扩张和物业处置收益, 英特集团2010-2012年实现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, 龙头地位巩固, 未来在行业兼并重组的浪潮中具有较强的业绩弹性。随着上药收购中信医药、华润收购苏州礼安引发的终端渠道争夺战的打响, 医药商业企业的估值有望水涨船高, 当前仅仅20亿元出头的市值无法反映公司巨大的终端渠道价值和被收购价值, 故我们继续维持公司“买入”的投资评级, 6-12个月目标价16.35元。目前公司股价在大幅调整后投资价值已经显现, 可以择机战略性建仓。

□ **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

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	66.31	48.86	36.80	26.33
P/B	12.20	9.77	7.72	5.97
EV/EBITDA	18	15	11	8

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。