

湘财证券研究所

行业研究部

陈国俊

分析师

执业编号：S0500511010012

联系人：

叶侃

Tel: 021-68634518-8721

E-mail: yk2880@xcsc.com

目标价：13.64 元

当前股价：9.36 元

评价调整：维持

基本信息

上证综指 2677.43

总股本 207,449,946

流通股本 203,634,696

EPS(TTM) 0.1953

PE(TTM) 47.93

投资要点：

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（公司控股 50%）是其主要经营实体。

□ **医药流通兼并重组加速，省内全覆盖初具雏形。**2010 年以来，公司相继收购或拟收购宁波慈溪医药药材（已更名为宁波英特药业）、温州供销和衢州海斯医药，并拟在宁波慈溪、台州临海设立现代医药物流中心，再加上公司传统优势区域杭嘉湖地区的长期积累，英特药业省内全覆盖已经初具雏形，对省内医疗机构的辐射影响力得到进一步加强。公司计划进一步完善在省内的商业布局。目前，公司旗下英特物业的出售事宜接近尾声，将为公司带来巨大现金流，将进一步支持公司的业务扩张，兼并重组进程将持续加速。

□ **立足于浙江市场，公司业务扩张具有较大业绩弹性。**《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》呼之欲出，医药流通行业集中度提升势在必行。在政策的持续推动下，医药流通行业已经迎来了兼并重组的高峰。公司兼并重组立足于浙江省市场，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，有利于后续的业务整合，在行业兼并重组的浪潮中具有较大的业绩弹性。以温州供销为例，它将作为公司在温州地区的业务整合平台，实现资源的优化配置，提高配送效率，有利于净利率的提升。

□ **公司经营效率持续保持高水平。**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。此外，公司 2009 年人均销售额达到 808 万元，在国内医药流通上市公司中仅次于商业调拨比例较大的国药股份，与上海医药相当，显示了良好的经营效率。

□ **基药市场或成公司业绩增长的新动力。**公司正在大力开拓基本药物市场，并计划收购省内地市级医药商业企业（如海斯医药等），逐步实现渠道下沉。考虑到国家针对基本药物市场的基本药物采购机制和基层医疗机构补偿机制两大政策的相继出台，我们认为，一旦政策落实，基本药物制度推广的两大障碍（基层医疗机构补偿不到位和基本药物招投标混乱）将得以突破，未来 2-3 年基药市场或呈放量态势。以浙江省为例，基本药物占整个药品市场的 20% 左右，即 100 亿左右，公司目前才刚刚起步，市场空间仍十分巨大，有望成为业绩增长新引擎。

□ **盈利预测及投资评级**

不考虑英特物业处置收益，并按照温州供销 2011 年初合并报表计算，我们预测英特集团 2010-2012 年 EPS 分别为 0.20 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，外延扩张持续加速，2009 年省内市场份额仅 11%，提升空间巨大，未来在行业兼并重组的浪潮中具有较强的业绩弹性。故我们维持公司“买入”的投资评级，6 个月目标价 13.64 元。

□ **风险提示：**外延式并购进展滞缓；药品价格调控超预期；基药政策落实不到位。

盈利预测

单位: 百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4098.88	5077.12	6502.43	8403.18	10858.06
营业收入增长率	21.18%	23.87%	28.07%	29.23%	29.21%
归属母公司净利润	19.04	31.41	41.12	56.91	79.54
净利润增长率	31.20%	64.97%	30.93%	38.39%	39.75%
EPS	0.09	0.15	0.20	0.27	0.38

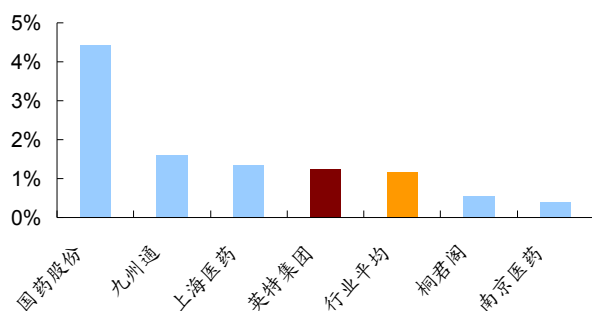
注: 2011 年由于物业出售业绩大幅提升

数据来源: 湘财证券研究所预测

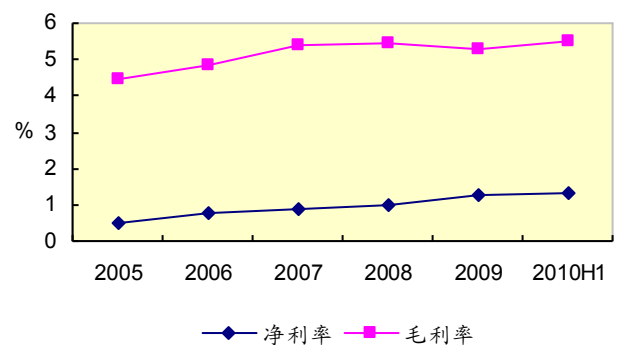
图 1 英特集团净利率高于行业平均水平

图 2 英特集团盈利能力稳步提升

2009年销售净利率



英特集团盈利能力



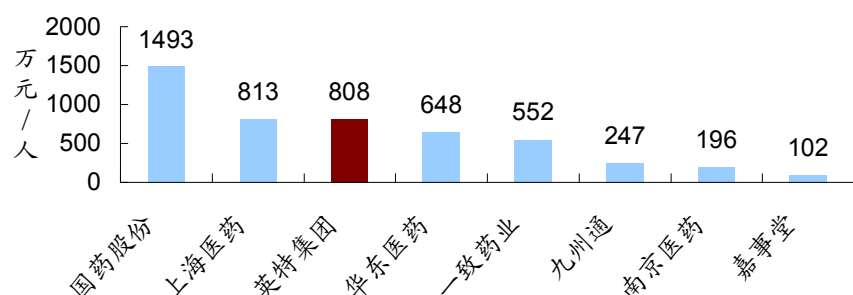
注: 国药股份由于体制原因, 药品总代理的比例较高, 故保持较高的毛利率和净利率

数据来源: Wind, 湘财证券研究所

数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 3 英特集团人均销售额在 A 股医药流通上市企业中名列前茅

2009年人均销售额



注: 上海医药、华东医药、一致药业为其商业部分的数据

数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1566	1940	2413	3057
现金	246	282	339	407
应收账款	773	961	1205	1510
其他应收款	5	0	0	0
预付账款	46	62	80	103
存货	392	501	617	813
其他流动资产	105	134	174	224
非流动资产	282	456	601	724
长期投资	1	2	2	2
固定资产	107	219	426	526
无形资产	21	40	60	79
其他非流动资产	153	195	113	117
资产总计	1848	2396	3014	3781
流动负债	1493	1957	2458	3059
短期借款	478	752	909	1067
应付账款	848	1059	1373	1780
其他流动负债	168	147	176	212
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	1964	2464	3066
少数股东权益	177	220	281	366
股本	207	207	207	207
资本公积	49	49	49	49
留存收益	-86	-45	12	92
归属母公司股东权益	171	212	269	348
负债和股东权益	1848	2396	3014	3781

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	-13	102	108
净利润	64	85	118	165
折旧摊销	10	12	25	37
财务费用	35	38	33	37
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-61	-110	-78	-138
其他经营现金流	-7	-39	5	6
投资活动现金流	-54	-186	-170	-160
资本支出	46	140	220	140
长期投资	-8	25	-70	0
其他投资现金流	-15	-21	-20	-20
筹资活动现金流	-32	236	125	120
短期借款	21	274	157	158
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	-38	-33	-37
现金净增加额	-43	37	56	68

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5077	6502	8403	10858
营业成本	4808	6155	7969	10299
营业税金及附加	9	10	13	17
营业费用	68	98	126	157
管理费用	68	83	102	125
财务费用	35	38	33	37
资产减值损失	0	3	3	3
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	115	157	220
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	2	5	4	4
利润总额	88	114	158	221
所得税	25	29	40	56
净利润	64	85	118	165
少数股东损益	32	44	61	85
归属母公司净利润	31	41	57	80
EBITDA	131	166	215	295
EPS (元)	0.15	0.20	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%	28.1%	29.2%	29.2%
营业利润	59.0%	34.5%	36.7%	40.1%
归属于母公司净利润	65.0%	30.9%	38.4%	39.7%
获利能力				
毛利率(%)	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%
净利率(%)	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
ROE(%)	18.4%	19.4%	21.2%	22.8%
ROIC(%)	18.9%	15.1%	13.5%	14.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	81.2%	82.0%	81.8%	81.1%
净负债比率(%)	31.83%	38.29%	36.90%	34.81%
流动比率	1.05	0.99	0.98	1.00
速动比率	0.79	0.73	0.73	0.73
营运能力				
总资产周转率	3.06	3.06	3.11	3.20
应收账款周转率	7	7	8	8
应付账款周转率	6.47	6.46	6.56	6.53
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.20	0.27	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	-0.06	0.49	0.52
每股净资产(最新摊薄)	0.82	1.02	1.30	1.68
估值比率				
P/E	62.81	47.97	34.66	24.80
P/B	11.56	9.32	7.34	5.66
EV/EBITDA	17	14	10	8

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。