

外延式扩张值得期待

——英特集团(000411)调研简报

核心观点

1. 公司的基本情况。公司是浙江省第二大医药流通企业，09年医药商业规模为50亿元，约占全省市场份额的11%。目前公司配送网络已覆盖全省县级以上医院。公司配送链完整高效，省内24小时之内及时送达。

具体业务方面，纯销业务占70%，批发业务占20%，零售主要来自英特大药房，收入只有1000万左右。目前公司产品以名优新特为主，最近三年收入增速一直保持在20%以上，同期浙江省医药流通增速只15%左右。

2. 外延式扩张有望带来业绩的超预期。医药流通行业集中趋势为公司外延式扩张提供了极好的时机。目前浙江省配送制度实行医疗机构和供应商双向选择，其中医疗机构选择可以选择不超过5家配送商，供应商可以选择不超过3家配送商。可以预见，未来中小流通企业的生存空间将逐步缩小。当前浙江省有280家流通企业，收入规模超过5亿的不超过10家。市场非常分散，其中三分之一处于亏损状态，三分一处于盈亏平衡。随着的集中招标的推进，小企业被整合或者退出市场是必然的趋势。

面对流通市场的整合机遇，公司对外扩张步伐是积极的。年内，公司完成了宁波英特药业有限公司的投资控股合作事项，与温州市医药供销有限公司全体股东签署了《投资合作框架协议》，为进一步开展产权合作奠定了基础。公司争取年内完成温州市医药供销有效公司的收购事宜。

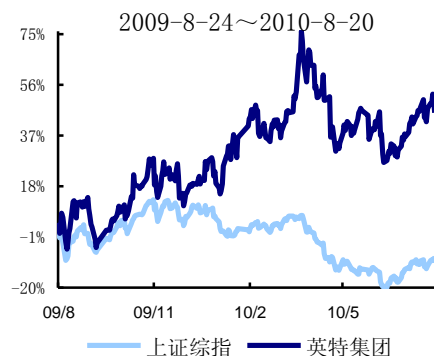
我们认为今年的两项并购项目只是公司对外扩张的起步。在浙西北和浙东南地区，市场仍有进一步扩展空间。同时公司对并购企业的盈利状况和业务的互补性有充分的考察，并采用股权合作的方式，稳定并购企业的管理层。随着业务规模的扩大，持续有效的外延式扩张有望带来业绩的超预期增长。

3. 积极筹备基本药物市场。业内预计浙江省基本药物市场有80亿元规模。到目前为止，浙江省基本药物招标已经能够结束，但是大规模配送还没开始。当前基本药物的障碍仍是品种不足和补贴不到位的问题。虽然浙江省已经在307个品种的基础上，新增了150个品种，但仍未能满足社区医院需求。业内预计年内浙江省还可能继续补充新的品种，新增品种报销标准可能有所差别。另一个问题是财政补贴问题。零差率销售后，基层收入来源减少。目前省内仍有部分地区补贴仍未到位。从市场增速来看，基层市场增速仍落后于城市医院市场，但相关问题解决后，基本药物将正式迎来放量增长阶段。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	5077	6326	7885	9830
同比增速(%)	23.87	24.60	24.64	24.67
净利润(百万)	30	71	104	140
同比增速(%)	56.96	31.98	36.26	35.01
EPS(元)	0.15	0.20	0.28	0.37
P/E	65	48	36	26

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	20744.99
流通A股(万股)	20363.47
52周内股价区间(元)	5.55-10.76
总市值(亿元)	18.30
总资产(亿元)	18.48
每股净资产(元)	0.82
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 潘蕾

电话: 010-84183157

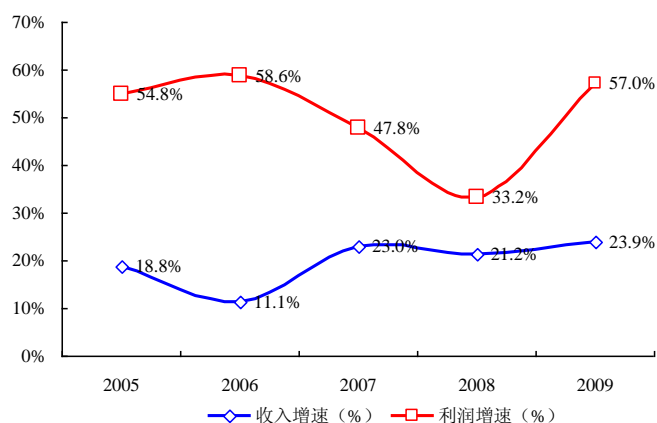
Email: panlei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司业务主要在县级以上医院，基层医疗市场基本处于空白。针对新增的基本药物市场，公司经营策略作了新的调整。产品方面，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”；分销网络方面，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”。上半年浙江省招标评选结束，公司顺利取得了浙江省十一个地市全覆盖的基本药物配送资格，为分享基本药物市场奠定基础。随着基本药物补贴的逐步到位，基本药物大规模配送的来临，公司将逐步受益。

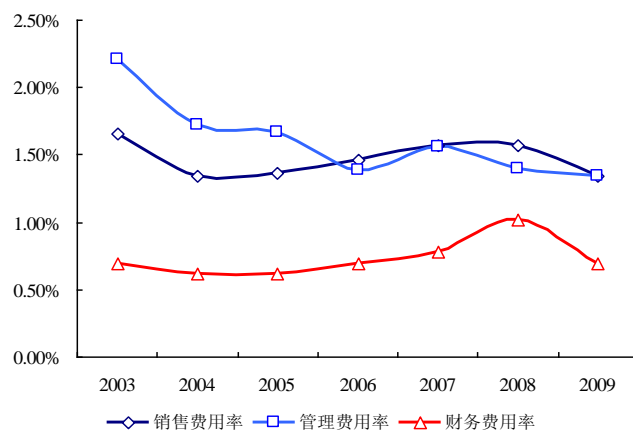
4. 费用控制较好。虽然公司收入规模逐年提高，但费用控制较好。管理费用率呈逐年下降趋势。公司核心管理层也比较稳定，业务队伍主要以年轻人为主，执行效率高。费用上也没有离退休职工的负担。从历年收入和利润来看，业绩增速明显快于收入增速，规模效应逐步显现。

图 1: 2005-2009 年公司收入和利润增速



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 2: 2003-2009 年期间费用率变化



资料来源：公司公告、国都证券研究所

5. 盈利预测与投资评级。作为浙江省第二大流通企业，公司在销售和管理方面都具有一定的竞争优势。未来三年 20% 的以上业绩增长是公司投资的安全区间。同时公司立志成为国内前十大流通企业，对外并购的欲望强烈。外延式扩张有望带来业绩的超预期增长。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.20 元、0.28 元和 0.37 元。按照昨日收盘价计算对应市盈率为 48 倍、36 倍和 26 倍，首次给予公司“推荐-A”的投资评级。

表 1 盈利预测表

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,099	5,077	6,326	7,885	9,830
增长率 (%)	21.18	23.87	24.60	24.64	24.67
营业成本	3,875	4,808	5,994	7,474	9,321
毛利率 (%)	5.45	5.30	5.25	5.21	5.17
营业税金及附加	6	9	9	12	15
资产减值准备	0	0	1	1	1
销售费用	65	68	85	106	133
管理费用	57	68	82	93	103
财务费用	42	35	37	45	49
公允价值变动净收益	0	0	(5)	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0

营业利润	54	86	113	153	208
增长率 (%)	15.62	59.01	31.91	35.89	35.33
期间费用率 (%)	3.99	3.38	3.23	3.10	2.90
加：营业外收入	410	442	506	710	885
减：营业外支出	240	181	190	237	295
利润总额	56	88	116	158	213
增长率 (%)	19.16	58.85	31.60	36.26	35.01
减：所得税	15	25	32	44	59
实际税负比率 (%)	26.94	27.81	27.60	27.60	27.60
净利润	41	64	84	114	155
增长率 (%)	33.19	56.96	31.98	36.26	35.01
减：少数股东损益	22	32	42	57	77
属于母公司的净利润	19	31	42	57	77
同比增长	31.20	64.97	33.73	36.26	35.01
每股收益 (元)	0.09	0.15	0.20	0.28	0.37
市盈率 (倍)	107	65	48	36	26

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			