

創美藥業(2289 HK)

佛山物流中心調研紀要

- ❖ **最新消息?**我們于4月24日調研了創美藥業于廣東佛山的物流中心,并與管理層進行了業務討論。創美藥業主要于廣東省內從事醫藥零售分銷業務。以下內容是調研要點。
- ❖ **專注于醫藥零售市場,并受益于處方外流。**同行業內,國藥控股(1099 HK, 未評級)和上海醫藥(2607 HK, 未評級)主要專注于公立醫院招標市場,受兩票制政策影響較大,而創美藥業主要專注于廣東省內的非招標市場藥品分銷業務,幾乎不受兩票制政策的影響。截至2017年底,公司分銷網絡覆蓋客戶共計7,355名,其中下游零售分銷商782家,零售藥房4,777家,基層醫院、診所及醫療中心1,796家,分別占據總收入的68%、30%及2%。公立醫院處方外流的大趨勢下,原部分處方藥銷售會從公立醫院流轉到醫藥零售市場,醫院零售市場預計未來會擴容,公司將受益于處方外流趨勢。
- ❖ **預計18財年淨利潤率將有所改善。**17財年總收入為40.95億人民幣,同比增長11.6%,毛利率上升0.17個百分點至5.12%,主要由于1)2017年高毛利率的一級分銷產品從4,509增加至6,472,2)淘汰了低毛利和低周轉的產品。銷售費用激增31.9%,管理費用增長27.2%,由于1)銷售人員和後臺管理人員增加,2)收購珠海和廣州公司銷售和管理費用并表。財務成本在17財年激增168.9%至2,760萬人民幣,因為1)公司短期借款增加1.84億人民幣用于業務資金周轉,主要由于產品經營品規增多導致公司預付款增加,2)外匯虧損174萬人民幣(2016財年淨收益580萬人民幣)。因此,淨利潤下降21.5%至4,430萬人民幣。由于大部分投資和收購在17財年已經發生,預期18財年總體費用率會略有下降,加上廣州和珠海公司總體銷售會上升帶動總收入增長,因此我們預計18財年的淨利潤率將有所改善。
- ❖ **增長點-廣州和珠海公司。**公司于17財年上半年收購了珠海和廣州兩家醫藥分銷公司。珠海公司去年并表收入3,250萬人民幣,淨利方面錄得140萬人民幣虧損,淨利潤虧損主要由于珠海公司搬遷新倉庫、招聘更多員工以及信息系統升級投入。珠海公司目標18財年實現收入1.8-2億人民幣,淨利潤方面整合完成後預計扭虧為盈。廣州倉庫計劃2018年5月投入運營,廣州公司18財年目標實現收入3億人民幣。展望未來,公司將繼續擴張分銷網絡,增加廣東市場的覆蓋率。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	3,397.1	3,666.0	4,094.2
核心淨利潤(百萬人民幣)	26.4	56.5	44.8
核心EPS(人民幣)	0.32	0.52	0.41
EPS變動(%)	-	62	-21
市盈率(x)	18.9	14.5	18.7
市帳率(x)	1.6	1.8	1.83
股息率(%)	-	2.7	2.7
權益收益率(%)	8	13.2	10
淨財務杠杆率(%)	0.33	0.67	2.2

數據源:公司及招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$8.64

葛晶晶

電話: (852) 3761 8778

郵件: amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	933
3個月平均流通(百萬)	0.67
52周內高/低(港元)	9.99/7.3
總股本(百萬)	28.0

數據源: 彭博

股東結構

管理層	62.59%
白雲山藥業	7.3%
香雪製藥	3.2%
金活醫藥	2.1%
流通股	24.81%

數據源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-0.8%	-1.2%
3月	2.5%	10.2%
6月	7.4%	1.1%

數據源: 彭博

股價表現



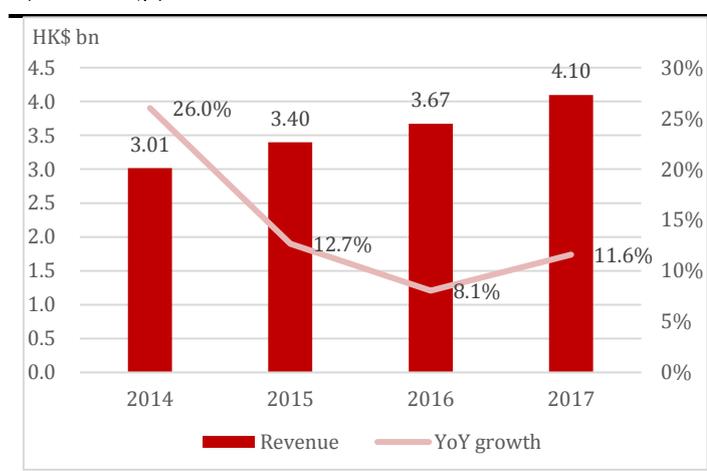
數據源: 彭博

審計師: ShineWing

公司網站: www.chmyy.com

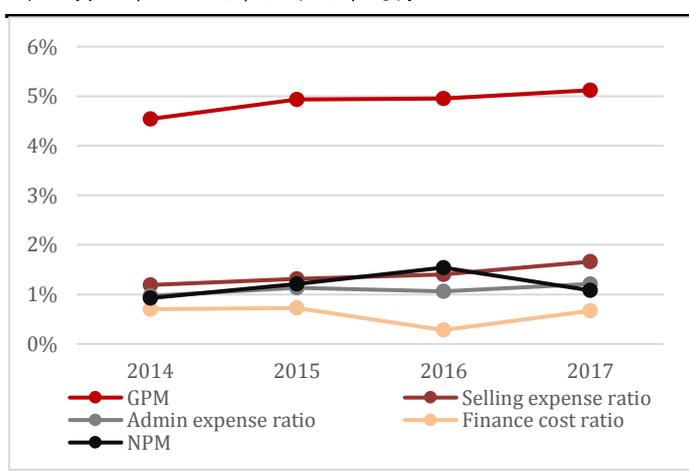
- ❖ **實施現代信息系統以提高運營效率并節省成本。**公司實施信息化系統管理（投資并安裝了 SAP EWM 和 SAP TM），以加強倉儲和配送流程的管理，實現所有流程的可視化管理。佛山倉庫內設有自動運輸的運輸紐帶，節省了人力成本。配送過程中，管理員可以實時監控運輸車輛并規劃最佳路線，從而可以在最短的時間將貨物交付給客戶，節省了時間并優化了資源配置。我們認為，儘管 17 財年公司銷管費用大幅增加，但未來信息系統實施後所帶來的運營效率的提高以及成本的改善會逐步顯現出來。
- ❖ **A 股 IPO 申請進行中。**本公司已于 2017 年 12 月向深圳證券交易所遞交 A 股發行申請（不超過 2000 萬股 A 股），未來上市所得資金將用于信息系統升級和廣東省內進一步網絡擴張。儘管短期內每股盈利將被攤薄，但 A 股發行集資將減輕公司目前財務負擔。
- ❖ **估值合理。**公司目前市盈率為 18 財年 12.5 倍，略低于其同業平均市盈率 13.8 倍。作為一個區域型醫藥零售分銷商，我們認為目前估值是合理的。我們預計 18 財年收入和淨利潤均將錄得高單位數至低雙位數的增長。

圖 1: 收入增長



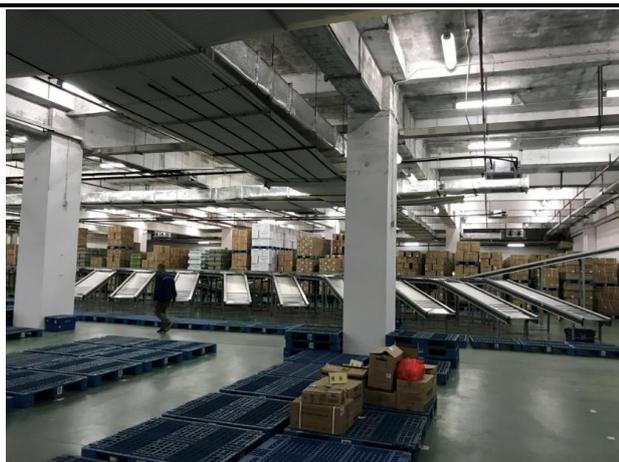
數據源：公司、招銀國際

圖 2: 費用率、毛利率和淨利率趨勢



數據源：公司、招銀國際

圖 3: 佛山物流中心



資料來源：公司

圖 4: 佛山物流中心



資料來源：公司

圖 5: 佛山物流中心



資料來源：公司

圖 6: 佛山物流中心



資料來源：公司

圖 4: 同業估值

公司	代碼	股價 港元	市值 百萬港元	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
創美藥業	2289	8.64	933	18.7	12.5	9.7	1.8	1.6	1.5	18.3	N/A	N/A	10.0	13.0	15.9
國藥	1099	31.85	88,132	14.7	12.9	11.3	2.2	1.7	1.6	7.8	6.6	5.8	15.8	14.7	14.9
上藥	2607	21.40	76,675	13.4	11.9	10.3	1.4	1.3	1.2	9.7	10.5	8.8	10.7	10.9	11.3
華潤醫藥	3320	10.54	66,239	18.4	16.6	14.4	1.5	1.2	1.1	8.6	7.6	7.1	8.8	8.0	8.3
先鋒製藥	1345	2.57	3,333	9.1	N/A	N/A	2.3	N/A	N/A	7.6	N/A	N/A	24.8	N/A	N/A
			平均	13.9	13.8	12.0	1.9	1.4	1.3	8.4	8.3	7.2	15.0	11.2	11.5

數據源：彭博，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。