

创美药业(2289 HK)

佛山物流中心调研纪要

- ❖ **最新消息?** 我们于4月24日调研了创美药业于广东佛山的物流中心，并与管理层进行了业务讨论。创美药业主要于广东省内从事医药零售分销业务。以下内容是调研要点。
- ❖ **专注于医药零售市场，并受益于处方外流。** 同行业内，国药控股(1099 HK，未评级)和上海医药(2607 HK，未评级)主要专注于公立医院招标市场，受两票制政策影响较大，而创美药业主要专注于广东省内的非招标市场药品分销业务，几乎不受两票制政策的影响。截至2017年底，公司分销网络覆盖客户共计7,355名，其中下游零售分销商782家，零售药房4,777家，基层医院、诊所及医疗中心1,796家，分别占据总收入的68%、30%及2%。公立医院处方外流的大趋势下，原部分处方药销售会从公立医院流转到医药零售市场，医院零售市场预计未来会扩容，公司将受益于处方外流趋势。
- ❖ **预计18财年净利润率将有所改善。** 17财年总收入为40.95亿人民币，同比增长11.6%，毛利率上升0.17个百分点至5.12%，主要由于1) 2017年高毛利率的一级分销产品从4,509增加至6,472，2) 淘汰了低毛利和低周转的产品。销售费用激增31.9%，管理费用增长27.2%，由于1) 销售人员和后台管理人员增加，2) 收购珠海和广州公司销售和管理费用并表。财务成本在17财年激增168.9%至2,760万人民币，因为1) 公司短期借款增加1.84亿人民币用于业务资金周转，主要由于产品经营品规增多导致公司预付款增加，2) 外汇亏损174万人民币(2016财年净收益580万人民币)。因此，净利润下降21.5%至4,430万人民币。由于大部分投资和收购在17财年已经发生，预期18财年总体费用率会略有下降，加上广州和珠海公司总体销售会上升带动总收入增长，因此我们预计18财年的净利润率将有所改善。
- ❖ **增长点-广州和珠海公司。** 公司于17财年上半年收购了珠海和广州两家医药分销公司。珠海公司去年并表收入3,250万人民币，净利方面录得140万人民币亏损，净利润亏损主要由于珠海公司搬迁新仓库、招聘更多员工以及信息系统升级投入。珠海公司目标18财年实现收入1.8-2亿人民币，净利润方面整合完成后预计扭亏为盈。广州物流中心计划2018年5月投入运营，广州公司18财年目标实现收入3亿人民币。展望未来，公司将继续扩张分销网络，增加广东市场的覆盖率。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	3,397.1	3,666.0	4,094.2
核心净利润(百万人民币)	26.4	56.5	44.8
核心EPS(人民币)	0.32	0.52	0.41
EPS变动(%)	-	62	-21
市盈率(x)	18.9	14.5	18.7
市帐率(x)	1.6	1.8	1.83
股息率(%)	-	2.7	2.7
权益收益率(%)	8	13.2	10
净财务杠杆率(%)	0.33	0.67	2.2

数据源：公司及招银国际预测

未评级

当前股价 HK\$8.64

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	933
3个月平均流通(百万)	0.67
52周内高/低(港元)	9.99/7.3
总股本(百万)	28.0

数据源：彭博

股东结构

管理层	62.59%
白云山药业	7.3%
香雪制药	3.2%
金活医药	2.1%
流通股	24.81%

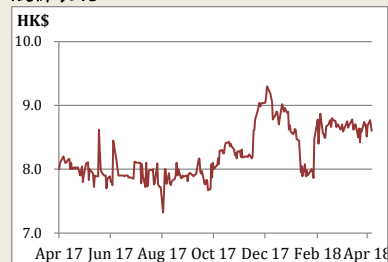
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-0.8%	-1.2%
3月	2.5%	10.2%
6月	7.4%	1.1%

数据源：彭博

股价表现



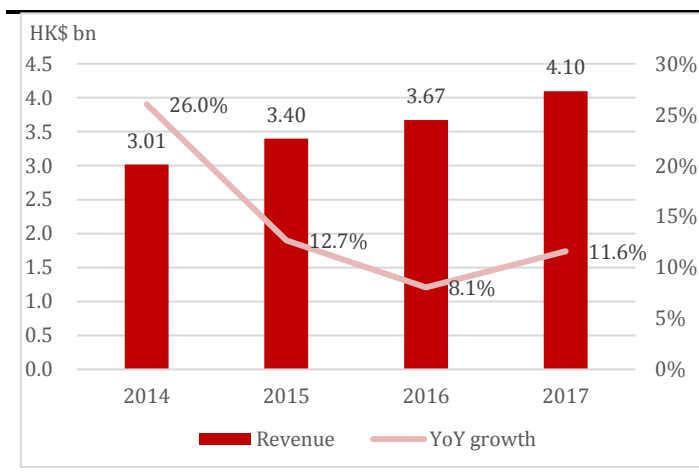
数据源：彭博

审计师：ShineWing

公司网站：www.chmyy.com

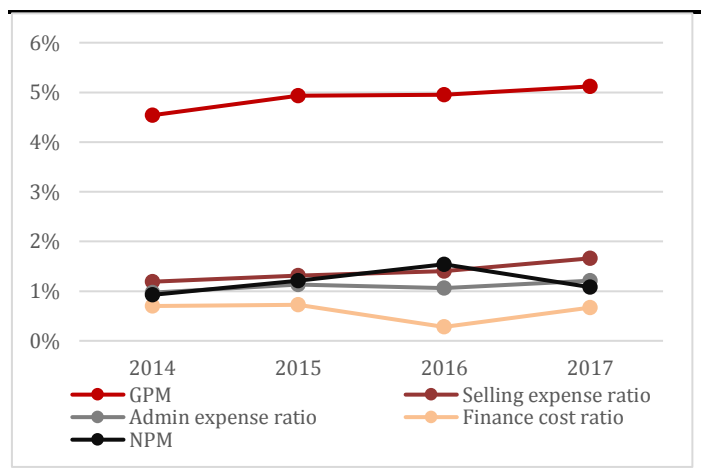
- ❖ **实施现代信息系统以提高运营效率并节省成本。**公司实施信息化系统管理（投资并安装了 SAP EWM 和 SAP TM），以加强仓储和配送流程的管理，实现所有流程的可视化管理。佛山仓库内设有自动运输的运输纽带，节省了人力成本。配送过程中，管理员可以实时监控运输车辆并规划最佳路线，从而可以在最短的时间将货物交付给客户，节省了时间并优化了资源配置。我们认为，尽管 17 财年公司销管费用大幅增加，但未来信息系统实施后所带来的运营效率的提高以及成本的改善会逐步显现出来。
- ❖ **A 股 IPO 申请进行中。**本公司已于 2017 年 12 月向深圳证券交易所递交 A 股发行申请（不超过 2000 万股 A 股），未来上市所得资金将用于信息系统升级和广东省内进一步网络扩张。尽管短期内每股盈利将被摊薄，但 A 股发行集资将减轻公司目前财务负担。
- ❖ **估值合理。**公司目前市盈率为 18 财年 12.5 倍，略低于其同业平均市盈率 13.8 倍。作为一个区域型医药零售分销商，我们认为目前估值是合理的。我们预计 18 财年收入和净利润均将录得高单位数至低双位数的增长。

图 1: 收入增长



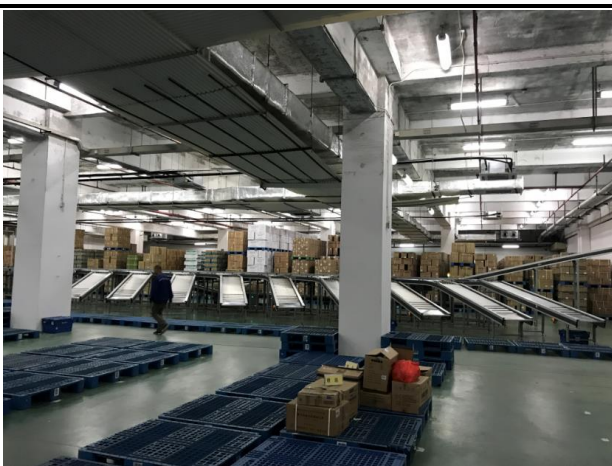
数据来源：公司、招银国际

图 2: 费用率、毛利率和净利率趋势



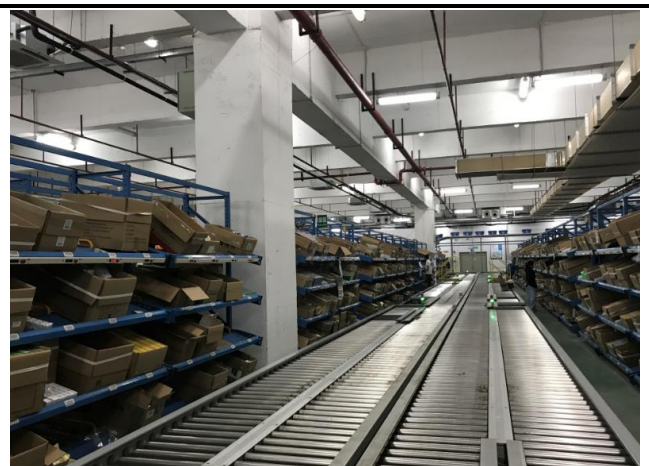
数据来源：公司、招银国际

图 3: 佛山物流中心



资料来源：公司

图 4: 佛山物流中心



资料来源：公司

图 5: 佛山物流中心



资料来源：公司

图 6: 佛山物流中心



资料来源：公司

图 4: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市账率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回报率(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
创美药业	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
国药	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
上药	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
华润医药	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
先锋医药	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

数据源：彭博，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。