

神威药业 (2877 HK)

二季度预期恢复增长

概要。近期中医药行业整体估值下调，主要原因是 1) 重点监控中药目录即将推出，以及卫健委进一步限制了西医开具中药处方；2) 由于康美 (600518 CH) 事件导致投资者对中药板块投资情绪低落。尽管市场情绪低迷，短期中药股较难恢复估值，但我们现在将神威视为高股息股进行推荐，股息率接近 5%。鉴于神威的注射剂业务将持续萎缩，我们将其 FY19/20E 收入预测下调 5.5%/10.1%，并预计 FY18-21E 销售年均复合增长率为 7.2%，主要由中药配方颗粒产品推动增长。我们将 12 个月目标价下调至 11.30 港元，较目前股价上涨潜力为 72%，维持买入。

- **在院销售的中药注射将持续萎靡。**7 月初的首批重点监控药物目录名单只纳入了化药和生物药，我们认为第二批重点监控药物目录将纳入中药，并很快推出。重点监控药物目录的推出和中药注射剂再评价的延迟，对整个中药注射剂行业施加压力。此外，国际卫健委进一步规范了西医开具中药处方流程。鉴于监管收紧，我们将神威 FY19/20E 注射剂收入预测分别下调 4.9%/9.1%。
- **FY19/20E 收入下调 5.5%/10.1%。**神威的 19 年一季度业绩表现不佳，总体销售额下降 5.1%，主要由于公司从去年四季度开始实行了新的销售策略，调整了销售团队架构，并重新拟定了激励制度，目前这些调整即将完成。我们预计基层医疗机构和零售药店的口服产品（胶囊和颗粒剂产品）将在二季度恢复增长，中药配方颗粒预计仍将保持快速增长，而二级和三级医院的中药注射剂业务将继续下降。因此，我们将 FY19/20E 收入预测下调 5.5%/10.1%，并预计 FY19/20E 收入同比增长 6.6%/7.2%。
- **高股息，维持买入，新目标价为 11.30 港元。**我们调整收入预测以反映出中药注射前景疲弱，由于激励策略改变同时提高了销售和管理费用率。因此，我们将 FY19/20E 净利润调低了 10.9%/15.3%。我们基于 DCF 模型得出新的目标价 11.30 港元。目前神威的市盈率为 19 财年 8.6 倍，香港上市中药同行的平均市盈率为 11.8 倍。尽管估值较低，但目前整体中药板块的交易情绪仍然偏低。尽管如此，神威将维持较高的派息比率约 50%，对应的股息收益率约为 5%，较具有吸引力，同时 19 年上半年神威也在持续进行股票回购。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万元人民币)	1,920	2,570	2,739	2,936	3,166
同比增长 (%)	-3.7	33.9	6.6	7.2	7.8
净利润 (百万元人民币)	453	503	550	594	647
每股盈利 (元人民币)	0.55	0.62	0.67	0.73	0.79
每股盈利变动 (%)	-22.1	12.3	9.5	7.9	9.0
市盈率 (倍)	10.5	9.4	8.6	7.9	7.3
市帐率 (倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	5.5	4.8	5.5	5.7	6.2
权益收益率 (%)	7.8	8.8	9.1	9.3	9.6
净负债率 (%)	净负债	净负债	净负债	净负债	净负债

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$11.30
(此前目标价)	HK\$14.30
当前股价	HK\$6.57
潜在升幅	+72.0%

中国医药行业

葛晶晶

(852) 3761 8778
abcd@cmbi.com.hk

武煜

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	5,433
3 月平均流通量 (百万港元)	7
52 周内股价高/低 (港元)	11.76/ 6.51
总股本 (百万)	816
资料来源：彭博	

股东结构

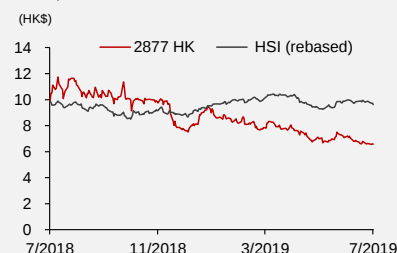
管理层	66.1%
流通股	33.9%
资料来源：港交所	

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.8%	-5.5%
3-月	-15.8%	-11.2%
6-月	-29.0%	-30.3%

资料来源：彭博

股份表现



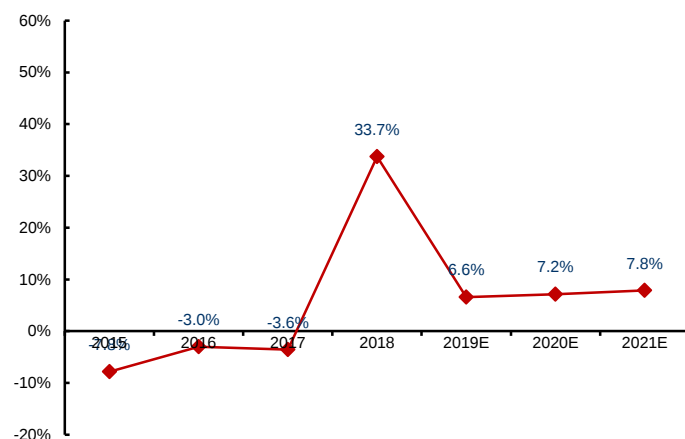
资料来源：彭博

审计师：德勤

近期报告

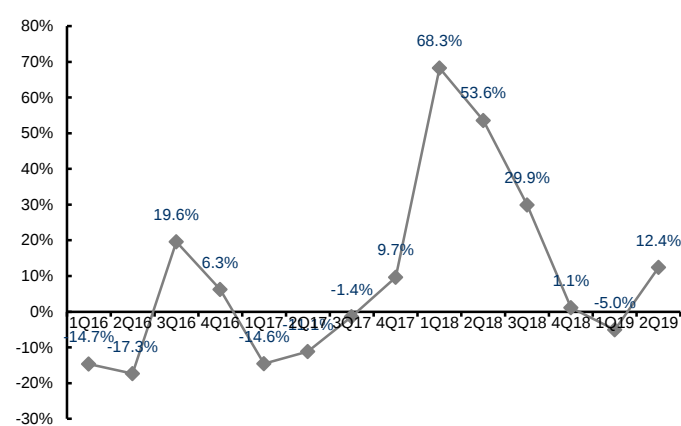
1. 预计 18 年四季度销售放慢—2019 年 2 月 1 日
2. 石家庄反向路演纪要—2018 年 10 月 30 日
3. 二季度业绩持续复苏—2018 年 9 月 3 日

图 1：收入增速预测年度同比



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 2：收入增速季节同比



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 3：盈利预测变化

	2018			2019		
	舊 百万人民币	新 百万人民币	改變	舊 百万人民币	新 百万人民币	改變
注射剂	1,383	1,315	-4.9%	1,417	1,288	-9.1%
软胶囊	458	453	-1.1%	533	518	-2.8%
颗粒	477	390	-18.2%	587	405	-31.0%
配方颗粒及其他	583	581	-0.2%	729	725	-0.6%
收入	2,900	2,739	-5.5%	3,265	2,936	-10.1%
销售成本	(919)	(859)	-6.5%	(1,046)	(922)	-11.9%
毛利	1,981	1,880	-5.1%	2,219	2,013	-9.3%
其他收入	27	26	N/A	29	28	N/A
分销开支	(868)	(856)	-1.3%	(962)	(911)	-5.3%
行政开支	(289)	(285)	-1.3%	(321)	(304)	-5.3%
研发开支	(174)	(164)	-5.5%	(196)	(176)	-10.1%
经营利润	676	600	-11.3%	770	650	-15.5%
应占联营公司利润	0	0	N/A	0	0	N/A
非经营利项目	0	0	N/A	0	0	N/A
净财务成本	126	119	-5.3%	141	126	-10.7%
税前利润	802	719	-10.3%	911	776	-14.8%
税项	(184)	(169)	-8.4%	(210)	(182)	-12.9%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A
净利润	618	550	-10.9%	701	594	-15.3%
毛利率	68.3%	68.6%	0.3ppt	68.0%	68.6%	0.6ppt
经营利润率	23.3%	21.9%	-1.4ppt	23.6%	22.2%	-1.4ppt
核心净利率	21.3%	20.1%	-1.2ppt	21.5%	20.2%	-1.3ppt

资料来源：公司及招银国际证券预测

估值

图 4：DCF

	2019E	2020E	2021E	2022E
	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币
净利润	550	594	647	713
折摊	211	217	223	229
税后净利息	(143)	(151)	(161)	(176)
资本开支	(98)	(100)	(101)	(94)
营运现金变动	(193)	(246)	(159)	(117)
自由现金流	327	314	449	554
终值				5,082

公司价值	4,261
减：负债及优先股	0
银行存款及保证金	3,846
股权价值	8,108
股本数量	817
每股价值(人民币)	9.92
每股价值(港元)	11.30

无风险利率	4.0%
Beta	1.0
风险溢价	9.2%
股权成本	13.1%
债务成本	6.0%
WACC	13.1%
终值增长率	2.0%

资料来源：公司及招银国际证券预测

图 5：敏感性分析

终值增长率 / WACC	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%
0.5%	11.60	11.30	11.00	10.80	10.50	10.30	10.10
1.0%	11.80	11.50	11.20	10.90	10.70	10.50	10.30
1.5%	12.00	11.70	11.40	11.10	10.80	10.60	10.40
2.0%	12.30	11.90	11.60	11.30	11.00	10.80	10.50
2.5%	12.50	12.20	11.80	11.50	11.20	10.90	10.70
3.0%	12.90	12.40	12.00	11.70	11.40	11.10	10.80
3.5%	13.20	12.70	12.30	11.90	11.60	11.30	11.00

资料来源：公司及招银国际证券预测

图 6：同业估值

公司	代码	股价 市值		PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE %		
		港元	百万港元	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E
神威药业	2877	6.57	5,433	9.4	8.6	7.9	1.0	0.8	0.7	2.8	N/A	N/A	8.7	9.5	10.4
白云山	874	32.55	67,700	11.6	14.5	12.4	1.8	1.9	1.7	12.5	13.5	10.0	17.0	14.2	14.1
丽珠制药	1513	19.28	23,899	16.7	13.2	11.6	1.7	1.4	1.3	8.9	9.2	7.7	10.1	10.8	11.4
中国中药	570	3.61	18,179	13.4	9.0	7.4	1.3	0.9	0.9	7.7	5.7	4.8	10.3	10.6	12.0
康臣药业	1681	4.77	4,151	7.3	7.0	6.2	1.6	1.5	1.3	4.0	3.7	2.8	23.8	22.4	21.9
培力控股	1498	2.04	505	24.7	19.1	11.2	0.9	1.3	1.2	10.8	N/A	N/A	3.7	N/A	N/A
Average				14.1	11.8	9.3	1.4	1.3	1.2	7.8	8.0	6.3	12.3	13.5	14.0

资料来源：公司及招银国际证券预测，彭博

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,919.6	2,570.2	2,739.4	2,935.6	3,166.0
注射液	982.2	1,344.4	1,315.4	1,288.4	1,263.1
软胶囊	356.3	388.2	452.6	517.6	583.1
颗粒	328.8	379.4	389.8	405.1	424.5
其他	252.3	458.2	581.5	724.5	895.2
销售成本	(652.5)	(694.1)	(859.4)	(922.3)	(995.2)
毛利	1,267.1	1,876.0	1,880.0	2,013.3	2,170.8
其他收益	79.2	38.8	26.3	27.6	29.1
销售费用	(515.2)	(997.4)	(856.3)	(910.8)	(974.0)
行政费用	(246.7)	(256.3)	(285.4)	(303.6)	(324.7)
研发开支	(96.5)	(128.1)	(164.4)	(176.1)	(190.0)
息税前收益	487.8	533.1	600.1	650.4	711.3
净财务收入/(支出)	101.6	133.4	119.1	125.8	134.5
非经常性收入	(1.5)	2.6	-	-	-
税前利润	587.8	669.1	719.2	776.2	845.7
所得税	(136.3)	(163.3)	(169.0)	(182.4)	(198.7)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	451.6	505.9	550.2	593.8	647.0

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	487.8	533.1	600.1	650.4	711.3
折摊和摊销	199.1	202.0	210.6	216.8	223.0
营运资金变动	(32.2)	(60.3)	(192.7)	(245.7)	(158.5)
税务开支	(143.2)	(140.4)	(169.0)	(182.4)	(198.7)
其他	(20.8)	(1.8)	-	-	-
经营活动所得现金净额	490.6	532.6	449.0	439.1	577.0
资本开支	(91.8)	(139.8)	(98.3)	(100.0)	(100.7)
可供出售投资变动	48.0	46.0	40.9	43.2	46.2
其他	128.3	206.8	78.1	82.5	88.3
投资活动所得现金净额	84.5	112.9	20.8	25.8	33.8
债务变化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(261.2)	(258.4)	(261.9)	(270.7)
其他	-	(304.3)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(264.6)	(565.4)	(258.4)	(261.9)	(270.7)
现金净变动	310.5	80.1	211.4	202.9	340.1
年初现金及现金等值物	3,218.4	3,532.4	3,611.5	3,829.5	4,032.4
汇兑差额	3.5	(1.0)	6.6	-	-
年末现金及现金等值物	3,532.4	3,611.5	3,829.5	4,032.4	4,372.5

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	2,104.8	2,078.8	1,959.9	1,843.2	1,720.8
物业、厂房及设备	1,401.8	1,403.7	1,333.4	1,258.7	1,178.4
无形资产	308.0	287.9	223.9	181.8	139.8
商誉	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
其他非流动资产	235.7	228.0	243.4	243.4	243.4
流动资产	4,560.3	4,652.9	5,082.6	5,548.2	6,066.5
现金及现金等值物	3,532.4	3,611.5	3,829.5	4,032.4	4,372.5
应收贸易款项	702.8	619.0	770.4	911.7	980.5
存货	280.2	405.5	465.7	587.1	696.5
其他流动资产	44.9	17.0	17.0	17.0	17.0
流动负债	709.3	780.3	799.2	816.2	835.9
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	657.1	677.5	696.4	713.4	733.1
其他流动负债	52.2	102.8	102.8	102.8	102.8
非流动负债	134.9	185.7	185.7	185.7	185.7
银行贷款	-	-	-	-	-
可换股债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	134.9	185.7	185.7	185.7	185.7
净资产总值	5,821.0	5,765.8	6,057.6	6,389.4	6,765.7
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	5,821.0	5,765.8	6,057.6	6,389.4	6,765.7

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
注射液	51.2	52.3	48.0	43.9	39.9
软胶囊	18.6	15.1	16.5	17.6	18.4
颗粒	17.1	14.8	14.2	13.8	13.4
其他	13.1	17.8	21.2	24.7	28.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	66.0	73.0	68.6	68.6	68.6
息税折摊前利润率	35.8	28.4	29.6	29.5	29.5
税前利率	30.6	26.0	26.3	26.4	26.7
净利润率	23.5	19.7	20.1	20.2	20.4
有效税率	23.2	24.4	23.5	23.5	23.5
资产负债比率					
流动比率(x)	6.4	6.0	6.4	6.8	7.3
平均应收账款周转天数	11.7	17.5	24.0	23.9	23.8
平均应付账款周转天数	95.4	98.0	87.3	88.1	87.9
平均存货周转天数	160.7	180.3	185.0	208.3	235.4
净负债/权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	7.8	8.8	9.1	9.3	9.6
资产回报率	6.8	7.5	7.8	8.0	8.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.55	0.62	0.67	0.73	0.79
核心每股盈利(人民币)	0.55	0.62	0.67	0.73	0.79
每股股息(港元)	0.32	0.28	0.32	0.33	0.36
每股账面值(人民币)	7.04	6.97	7.32	7.73	8.18

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市 : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市 : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3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风险。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，请与我们联络。

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商投资者

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。