

神威藥業 (2877 HK)

二季度預期恢復增長

概要。近期中醫藥行業整體估值下調，主要原因是 1) 重點監控中藥目錄即將推出，以及衛健委進一步限制了西醫開具中藥處方；2) 由於康美 (600518 CH) 事件導致投資者對中藥板塊投資情緒低落。儘管市場情緒低迷，短期中藥股較難恢復估值，但我們現在將神威視為高股息股進行推薦，股息率接近 5%。鑒於神威的注射劑業務將持續萎縮，我們將其 FY19/20E 收入預測下調 5.5%/10.1%，並預計 FY18-21E 銷售年均複合增長率為 7.2%，主要由中藥配方顆粒產品推動增長。我們將 12 個月目標價下調至 11.30 港元，較目前股價上漲潛力為 72%，維持買入。

- **在院銷售的中藥注射將持續萎靡。**7 月初的首批重點監控藥物目錄名單只納入了化藥和生物藥，我們認為第二批重點監控藥物目錄將納入中藥，並很快推出。重點監控藥物目錄的推出和中藥注射劑再評價的延遲，對整個中藥注射劑行業施加壓力。此外，國際衛健委進一步規範了西醫開具中藥處方流程。鑒於監管收緊，我們將神威 FY19/20E 注射劑收入預測分別下調 4.9%/9.1%。
- **FY19/20E 收入下調 5.5%/10.1%。**神威的 19 年一季度業績表現不佳，總體銷售額下降 5.1%，主要由於公司從去年四季度開始實行了新的銷售策略，調整了銷售團隊架構，並重新擬定了激勵制度，目前這些調整即將完成。我們預計基層醫療機構和零售藥店的口服產品（膠囊和顆粒劑產品）將在二季度恢復增長，中藥配方顆粒預計仍將保持快速增長，而二級和三級醫院的中藥注射劑業務將繼續下降。因此，我們將 FY19/20E 收入預測下調 5.5%/10.1%，並預計 FY19/20E 收入同比增長 6.6%/7.2%。
- **高股息，維持買入，新目標價為 11.30 港元。**我們調整收入預測以反映出中藥注射前景疲弱，由於激勵策略改變同時提高了銷售和管理費用率。因此，我們將 FY19/20E 淨利潤調低了 10.9%/15.3%。我們基於 DCF 模型得出新的目標價 11.30 港元。目前神威的市盈率為 19 財年 8.6 倍，香港上市中藥同行的平均市盈率為 11.8 倍。儘管估值較低，但目前整體中藥板塊的交易情緒仍然偏低。儘管如此，神威將維持較高的派息比率約 50%，對應的股息收益率約為 5%，較具有吸引力，同時 19 年上半年神威也在持續進行股票回購。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	1,920	2,570	2,739	2,936	3,166
同比增長 (%)	-3.7	33.9	6.6	7.2	7.8
淨利潤 (百萬元人民幣)	453	503	550	594	647
每股盈利 (元人民幣)	0.55	0.62	0.67	0.73	0.79
每股盈利變動 (%)	-22.1	12.3	9.5	7.9	9.0
市盈率 (倍)	10.5	9.4	8.6	7.9	7.3
市帳率 (倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	5.5	4.8	5.5	5.7	6.2
權益收益率 (%)	7.8	8.8	9.1	9.3	9.6
淨負債率 (%)	淨負債	淨負債	淨負債	淨負債	淨負債

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$11.30
(此前目標價)	HK\$14.30
當前股價	HK\$6.57
潛在升幅	+72.0%

中國醫藥行業

葛晶晶

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

武煜

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

公司數據

市值(百萬港元)	5,433
3 月平均流通量(百萬港元)	7
52 周內股價高/低(港元)	11.76/6.51

總股本(百萬)	816
---------	-----

資料來源：彭博

股東結構

管理層	66.1%
流通股	33.9%

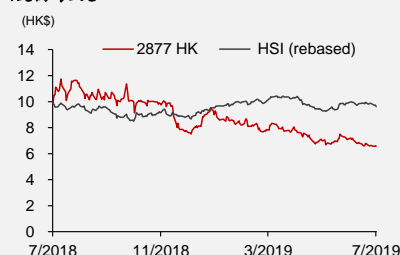
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.8%	-5.5%
3-月	-15.8%	-11.2%
6-月	-29.0%	-30.3%

資料來源：彭博

股份表現



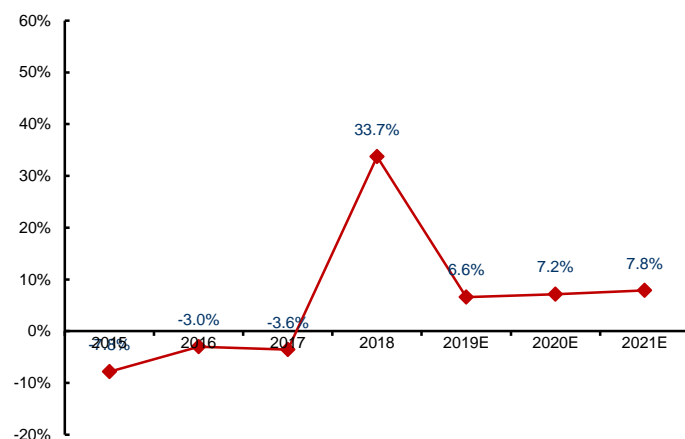
資料來源：彭博

審計師：德勤

近期報告

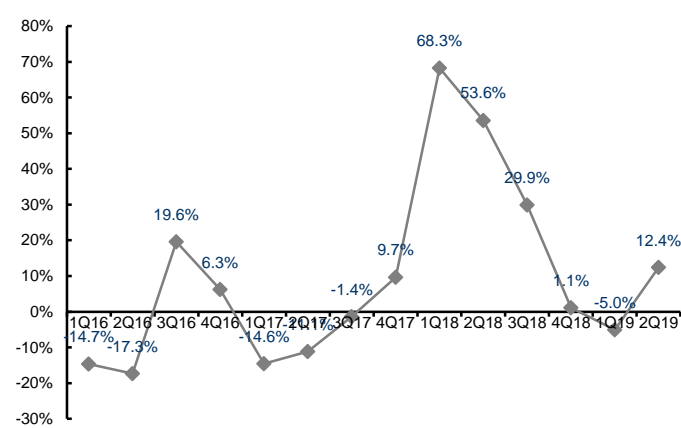
1. 預計 18 年四季度銷售放慢-2019 年 2 月 1 日
2. 石家莊反向路演紀要-2018 年 10 月 30 日
3. 二季度業績持續復蘇-2018 年 9 月 3 日

圖 1：收入增速預測年度同比



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2：收入增速季節同比



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 3：盈利預測變化

	2018			2019		
	舊 百萬人民幣	新 百萬人民幣	改變	舊 百萬人民幣	新 百萬人民幣	改變
注射劑	1,383	1,315	-4.9%	1,417	1,288	-9.1%
軟膠囊	458	453	-1.1%	533	518	-2.8%
顆粒	477	390	-18.2%	587	405	-31.0%
配方顆粒及其他	583	581	-0.2%	729	725	-0.6%
收入	2,900	2,739	-5.5%	3,265	2,936	-10.1%
銷售成本	(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
分銷開支	(868)	(856)	-1.3%	(962)	(911)	-5.3%
行政開支	(289)	(285)	-1.3%	(321)	(304)	-5.3%
研發開支	(174)	(164)	-5.5%	(196)	(176)	-10.1%
經營利潤	676	600	-11.3%	770	650	-15.5%
應占聯營公司利潤	0	0	N/A	0	0	N/A
非經營利項目	0	0	N/A	0	0	N/A
淨財務成本	126	119	-5.3%	141	126	-10.7%
稅前利潤	802	719	-10.3%	911	776	-14.8%
稅項	(184)	(169)	-8.4%	(210)	(182)	-12.9%
少數股東權益	0	0	N/A	0	0	N/A
淨利潤	618	550	-10.9%	701	594	-15.3%
毛利率	68.3%	68.6%	0.3ppt	68.0%	68.6%	0.6ppt
經營利潤率	23.3%	21.9%	-1.4ppt	23.6%	22.2%	-1.4ppt
核心淨利率	21.3%	20.1%	-1.2ppt	21.5%	20.2%	-1.3ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

估值

圖 4：DCF

	2019E	2020E	2021E	2022E
	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣
淨利潤	550	594	647	713
折攤	211	217	223	229
稅後淨利息	(143)	(151)	(161)	(176)
資本開支	(98)	(100)	(101)	(94)
營運現金變動	(193)	(246)	(159)	(117)
自由現金流	327	314	449	554
終值				5,082
公司價值	4,261			
減：負債及優先股	0			
銀行存款及保證金	3,846			
股權價值	8,108			
股本數量	817			
每股價值(人民幣)	9.92			
每股價值(港元)	11.30			
無風險利率	4.0%			
Beta	1.0			
風險溢價	9.2%			
股權成本	13.1%			
債務成本	6.0%			
WACC	13.1%			
終值增長率	2.0%			

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5：敏感性分析

終值增長率 / 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

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 6：同業估值

公司	代碼	股價 市值		PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE %		
		港元	百萬港元	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E
神威藥業	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
白雲山	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
麗珠製藥	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
中國中藥	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
康臣藥業	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

資料來源：公司及招銀國際證券預測，彭博

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	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
軟膠囊	356.3	388.2	452.6	517.6	583.1
顆粒	328.8	379.4	389.8	405.1	424.5
其他	252.3	458.2	581.5	724.5	895.2
銷售成本	(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
銷售費用	(515.2)	(997.4)	(856.3)	(910.8)	(974.0)
行政費用	(246.7)	(256.3)	(285.4)	(303.6)	(324.7)
研發開支	(96.5)	(128.1)	(164.4)	(176.1)	(190.0)
息稅前收益	487.8	533.1	600.1	650.4	711.3
淨財務收入/(支出)	101.6	133.4	119.1	125.8	134.5
非經常性收入	(1.5)	2.6	-	-	-
稅前利潤	587.8	669.1	719.2	776.2	845.7
所得稅	(136.3)	(163.3)	(169.0)	(182.4)	(198.7)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	451.6	505.9	550.2	593.8	647.0

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	487.8	533.1	600.1	650.4	711.3
折攤和攤銷	199.1	202.0	210.6	216.8	223.0
營運資金變動	(32.2)	(60.3)	(192.7)	(245.7)	(158.5)
稅務開支	(143.2)	(140.4)	(169.0)	(182.4)	(198.7)
其他	(20.8)	(1.8)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	490.6	532.6	449.0	439.1	577.0
資本開支	(91.8)	(139.8)	(98.3)	(100.0)	(100.7)
可供出售投資變動	48.0	46.0	40.9	43.2	46.2
其他	128.3	206.8	78.1	82.5	88.3
投資活動所得現金淨額	84.5	112.9	20.8	25.8	33.8
債務變化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(261.2)	(258.4)	(261.9)	(270.7)
其他	-	(304.3)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(264.6)	(565.4)	(258.4)	(261.9)	(270.7)
現金淨變動	310.5	80.1	211.4	202.9	340.1
年初現金及現金等值物	3,218.4	3,532.4	3,611.5	3,829.5	4,032.4
匯兌差額	3.5	(1.0)	6.6	-	-
年末現金及現金等值物	3,532.4	3,611.5	3,829.5	4,032.4	4,372.5

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	2,104.8	2,078.8	1,959.9	1,843.2	1,720.8
物業、廠房及設備	1,401.8	1,403.7	1,333.4	1,258.7	1,178.4
無形資產	308.0	287.9	223.9	181.8	139.8
商譽	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
其他非流動資產	235.7	228.0	243.4	243.4	243.4
流動資產	4,560.3	4,652.9	5,082.6	5,548.2	6,066.5
現金及現金等值物	3,532.4	3,611.5	3,829.5	4,032.4	4,372.5
應收貿易款項	702.8	619.0	770.4	911.7	980.5
存貨	280.2	405.5	465.7	587.1	696.5
其他流動資產	44.9	17.0	17.0	17.0	17.0
流動負債	709.3	780.3	799.2	816.2	835.9
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	657.1	677.5	696.4	713.4	733.1
其他流動負債	52.2	102.8	102.8	102.8	102.8
非流動負債	134.9	185.7	185.7	185.7	185.7
銀行貸款	-	-	-	-	-
可換股債	-	-	-	-	-
其他非流動負債	134.9	185.7	185.7	185.7	185.7
淨資產總值	5,821.0	5,765.8	6,057.6	6,389.4	6,765.7
少數股東權益	-	-	-	-	-
股東權益	5,821.0	5,765.8	6,057.6	6,389.4	6,765.7

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
注射液	51.2	52.3	48.0	43.9	39.9
軟膠囊	18.6	15.1	16.5	17.6	18.4
顆粒	17.1	14.8	14.2	13.8	13.4
其他	13.1	17.8	21.2	24.7	28.3
總額	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
息稅折攤前利潤率	35.8	28.4	29.6	29.5	29.5
稅前利率	30.6	26.0	26.3	26.4	26.7
淨利潤率	23.5	19.7	20.1	20.2	20.4
有效稅率	23.2	24.4	23.5	23.5	23.5
資產負債比率					
流動比率(x)	6.4	6.0	6.4	6.8	7.3
平均應收賬款周轉天數	11.7	17.5	24.0	23.9	23.8
平均應付帳款周轉天數	95.4	98.0	87.3	88.1	87.9
平均存貨周轉天數	160.7	180.3	185.0	208.3	235.4
淨負債/權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	7.8	8.8	9.1	9.3	9.6
資產回報率	6.8	7.5	7.8	8.0	8.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.55	0.62	0.67	0.73	0.79
核心每股盈利(人民幣)	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
每股賬面值(人民幣)	7.04	6.97	7.32	7.73	8.18

資料來源:公司及招銀國際證券預測

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)發表於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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3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，並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，並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責任。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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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。