

神威藥業(2877 HK)

復蘇勢頭強勁

- ❖ **下半年強勁反彈，業績高於預期。**總收入同比下降 3.7% 至 19.2 億人民幣，核心淨利潤同比下降 22.1% 至 4.5 億人民幣。公司業績好於預期，收入高於我們及市場預期 2.6%/ 4.8%，核心淨利潤高於我們及市場預期 11.7%/ 13.0%。我們認為公司業績突出主要因為 2017 年下半年業務運營狀況顯著改善。儘管 2017 上半年收入同比下降 12.9%，公司於下半年恢復增長。同時毛利率也有所改善，2017 年毛利率提升了 1.5ppt 至 66.0%。
- ❖ **運營效率提升，經營利潤率改善。**毛利率的提升主要是由於（1）高毛利的中藥配方顆粒業務增長較快，及（2）部分產品平均售價上調。管理層表示，神威為了提高其產品市場滲透率，有意降低部分主要產品的平均售價以獲取更多市場份額。考慮到公司於中藥市場的領先地位及產品較好的療效，公司會開始逐步上調部分產品銷售價格。因此我們預計未來三年神威的毛利率將逐步提升。此外，由於公司業務的復蘇及較為吸引的員工股權激勵計畫，我們認為公司整體運營效率將進一步提升。總體來看，我們認為公司的營業利潤率會逐步改善。
- ❖ **實施更好的員工股權激勵計畫。**2018 年 3 月 26 日，公司宣佈實施新一輪的員工股權激勵計畫：公司將從公開市場上回購股份，並將回購股份獎勵給符合資格的員工。公司已經為員工制定了更明確的業績目標和激勵措施，我們相信此舉將極大地激勵團隊完成目標。
- ❖ **中藥配方顆粒：新的增長動力。**公司中藥配方顆粒僅在河北省銷售，2017 年該地區錄得收入 1.32 億人民幣，同比增長 273%。管理層認為，隨著河北省內分銷網點的持續擴張，僅河北省收入就可能達到 2.5 至 3 億人民幣。此外，隨著未來中藥配方顆粒市場的開放，我們認為神威將有機會將其業務拓展至其他省份。
- ❖ **重申買入評級，新目標價 15.70 港元。**我們重申神威的買入評級。鑒於公司核心業務逐步穩定及中藥配方顆粒的高增長潛力，我們認為 2017 年已是公司業績的穀底，2018 年可能恢復增長。根據我們的現金流折現模型，我們將目標價從 13.0 港元上調至 15.70 港元，依據為：（1）我們認為公司經營前景較佳，終值增長率由 2% 上調為 3%，與我們評級的其他醫藥公司終值增長率一致，（2）更新財務預測。我們的目標價對應著 2018/19 年預測市盈率 19.4x / 16.1x，較目前股價仍有 15.1% 的上浮空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	1,993	1,920	2,223	2,591	2,981
核心淨利潤(百萬人民幣)	582	453	542	653	773
核心 EPS (人民幣)	0.70	0.55	0.66	0.79	0.93
EPS 變動 (%)	-11.0	-22.1	19.6	20.3	18.4
市盈率 (x)	15.7	20.2	16.9	14.0	11.8
市帳率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	2.9	2.9	2.7	3.2	3.8
權益收益率 (%)	10.5	7.8	8.9	10.0	11.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$15.70
（前目標價）	HK\$13.00
潛在升幅	+15.1%
當前股價	HK\$13.64

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	11,280
3 個月平均流通(百萬)	23.2
52 周內高/低(港元)	13.76/6.67
總股本(百萬)	827

資料來源：彭博

股東結構

李振江	66.1%
流通股	33.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	5.5%	7.2%
3 月	62.9%	65.2%
6 月	72.1%	57.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.shineway.com

圖 1: 2017 利潤表

	2H16	2H17	按年增長	2016	2017	按年增長	2017E	差距
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	
注射劑	567	572	0.9%	1,110	982	-11.5%	5,361	3.6%
軟膠囊	190	192	0.7%	363	356	-2.0%	2,299	-1.7%
顆粒	221	194	-12.1%	384	329	-14.4%	386	7.9%
配方顆粒及其他	84	151	78.7%	136	252	85.7%	55	-1.5%
收入	1,062	1,108	4.3%	1,993	1,920	-3.7%	8,101	2.6%
銷售成本	(371)	(344)	-7.1%	(707)	(653)	-7.7%	(3,564)	-7.6%
毛利	691	763	10.5%	1,286	1,267	-1.5%	4,537	8.8%
其他收入	19	50	168.2%	24	79	234.2%	62	N/A
分銷開支	(216)	(339)	57.1%	(371)	(515)	39.0%	(2,305)	31.0%
行政開支	(137)	(123)	-10.0%	(277)	(247)	-11.1%	(375)	-5.9%
研發開支	(40)	(70)	77.0%	(74)	(97)	31.1%	(243)	28.9%
經營利潤	317	281	-11.4%	589	488	-17.1%	1,676	12.3%
應占聯營公司利潤	0	0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
非經營利專案	6	(2)	N/A	6	(2)	N/A	0	N/A
淨財務成本	41	102	147.3%	101	102	1.0%	(96)	-4.6%
稅前利潤	364	381	4.6%	695	588	-15.5%	1,580	8.7%
稅項	(53)	(63)	18.6%	(106)	(136)	28.5%	(251)	0.8%
少數股東權益	0	0	N/A	0	0	N/A	(143)	N/A
淨利潤	311	318	2.2%	589	452	-23.4%	1,187	11.4%
毛利率	65.1%	68.9%	-2.7ppt	64.5%	66.0%	-2.2ppt	56.0%	3.8%
經營利潤率	29.8%	25.3%	-1.6ppt	29.5%	25.4%	-0.3ppt	20.7%	2.2%
核心淨利率	28.8%	24.4%	-2.4ppt	29.2%	23.6%	-1.1ppt	21.7%	1.9%

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 盈利預測變動

	2H16	2H17	按年增長	2016	2017	按年增長
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
注射劑	1,031	1,066	3.4%	1,124	1,163	3.4%
軟膠囊	412	404	-2.1%	469	460	-2.1%
顆粒	355	377	6.5%	412	434	5.5%
配方顆粒及其他	377	376	-0.2%	534	534	-0.1%
收入	2,175	2,223	2.2%	2,540	2,591	2.0%
銷售成本	(819)	(748)	-8.6%	(954)	(862)	-9.6%
毛利	1,356	1,475	8.8%	1,586	1,729	9.0%
其他收入	0	19	N/A	0	20	N/A
分銷開支	(423)	(571)	34.9%	(470)	(546)	16.0%
行政開支	(306)	(273)	-10.7%	(355)	(412)	16.0%
研發開支	(87)	(89)	2.2%	(102)	(104)	2.0%
經營利潤	539	560	3.9%	660	688	4.2%
應占聯營公司利潤	0	0	N/A	0	0	N/A
非經營利專案	0	0	N/A	0	0	N/A
淨財務成本	115	117	2.4%	125	128	2.7%
稅前利潤	654	678	3.6%	784	816	4.0%
稅項	(131)	(136)	3.6%	(157)	(163)	4.0%
少數股東權益	0	0	N/A	0	0	N/A
淨利潤	523	542	3.6%	627	653	4.0%
毛利率	62.3%	66.3%	-2.7ppt	62.4%	66.7%	-2.2ppt
經營利潤率	24.8%	25.2%	-1.6ppt	26.0%	26.5%	-0.3ppt
核心淨利率	24.1%	24.4%	-2.4ppt	24.7%	25.2%	-1.1ppt

資料來源: 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價	市值	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)		
		港元	百萬港元	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
神威藥業	2877	13.64	11,280	11.1	22.4	17.4	1.2	1.6	1.6	4.4	11.0	8.2	10.8	7.1	9.0
白雲山	874	24.60	56,984	16.7	17.7	14.8	1.7	1.7	1.6	18.4	17.1	17.5	11.7	10.3	11.4
麗珠製藥	1513	64.60	44,913	30.1	30.9	26.1	3.8	2.9	2.6	17.5	20.4	19.3	14.5	29.1	10.3
中國中藥	570	6.06	26,855	14.8	18.5	15.7	1.2	1.6	1.5	9.1	11.7	9.8	8.5	9.3	10.4
康臣藥業	1681	8.24	7,199	10.8	13.9	12.3	1.9	2.5	2.4	6.8	8.7	7.1	18.1	21.4	24.5
培力控股	1498	2.59	642	28.3	9.0	N/A	2.0	1.0	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
平均				20.1	18.0	17.2	2.1	2.0	2.0	13.2	14.5	13.4	11.9	16.5	14.2

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,993.4	1,919.6	2,223.0	2,590.7	2,981.5
注射液	1,109.8	982.2	1,065.6	1,163.0	1,273.7
軟膠囊	363.4	356.3	403.8	459.7	524.0
顆粒	384.3	328.8	377.4	434.3	499.0
其他	135.9	252.3	376.2	533.8	684.8
銷售成本	(706.9)	(652.5)	(748.2)	(861.9)	(984.3)
毛利	1,286.5	1,267.1	1,474.8	1,728.9	1,997.2
其他收益	23.7	79.2	18.7	19.7	21.4
銷售費用	(370.7)	(515.2)	(570.6)	(545.7)	(602.4)
行政費用	(277.4)	(246.7)	(273.5)	(411.7)	(473.3)
研發開支	(73.6)	(96.5)	(88.9)	(103.6)	(119.3)
息稅前收益	588.5	487.8	560.5	687.6	823.5
淨財務收入 / (支出)	100.6	101.6	117.3	128.1	142.3
非經常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
稅前利潤	695.3	587.8	677.8	815.6	965.8
所得稅	(106.1)	(136.3)	(135.6)	(163.1)	(193.2)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	589.2	451.6	542.2	652.5	772.7
核心淨利潤	582.1	453.4	542.2	652.5	772.7
息稅折攤前收益	783.7	686.9	761.0	894.1	1,035.9

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,214.3	2,104.8	2,002.4	1,889.7	1,772.3
物業、厂房及設備	1,466.5	1,401.8	1,339.8	1,267.5	1,190.6
無形資產	348.4	308.0	267.6	227.2	186.8
商譽	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
其他非流動資產	240.2	235.7	235.7	235.7	235.7
流動資產	4,251.0	4,560.3	4,956.7	5,515.5	6,152.3
現金及現金等值物	3,218.4	3,532.4	3,798.1	4,206.4	4,686.5
應收貿易款項	682.2	702.8	791.4	901.5	1,018.5
存貨	294.4	280.2	322.3	362.7	402.5
其他流動資產	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
流動負債	673.1	709.3	725.7	763.2	803.6
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	615.2	657.1	673.5	711.0	751.5
其他流動負債	57.8	52.2	52.2	52.2	52.2
非流動負債	165.5	134.9	134.9	134.9	134.9
銀行貸款	-	-	-	-	-
可換股債	-	-	-	-	-
其他非流動負債	165.5	134.9	134.9	134.9	134.9
淨資產總值	5,626.7	5,821.0	6,098.5	6,507.1	6,986.1
少數股東權益	-	-	-	-	-
股東權益	5,626.7	5,821.0	6,098.5	6,507.1	6,986.1

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	588.5	487.8	560.5	687.6	823.5
折攤和攤銷	195.1	194.6	200.5	206.5	212.4
營運資金變動	46.0	35.5	(114.3)	(113.0)	(116.3)
稅務開支	(101.8)	(136.3)	(135.6)	(163.1)	(193.2)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	733.5	580.1	511.1	618.0	726.5
資本開支	(185.2)	(89.6)	(98.1)	(93.8)	(95.1)
可供出售投資變動	34.8	48.0	40.3	44.0	48.9
其他	70.7	40.2	77.0	84.0	93.4
投資活動所得現金淨額	(79.7)	(1.4)	19.2	34.3	47.2
債務變化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(244.0)	(293.6)
利息開支	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(244.0)	(293.6)
現金淨變動	389.2	314.1	265.6	408.3	480.1
年初現金及現金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,798.1	4,206.4
匯兌差額	3.0	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	3,218.4	3,532.5	3,798.1	4,206.4	4,686.5

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
注射液	55.7	51.2	47.9	44.9	42.7
軟膠囊	18.2	18.6	18.2	17.7	17.6
顆粒	19.3	17.1	17.0	16.8	16.7
其他	6.8	13.1	16.9	20.6	23.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	64.5	66.0	66.3	66.7	67.0
息稅折攤前利潤率	39.3	35.8	34.2	34.5	34.7
稅前利率	34.9	30.6	30.5	31.5	32.4
淨利潤率	29.6	23.5	24.4	25.2	25.9
核心淨利潤率	29.2	23.6	24.4	25.2	25.9
有效稅率	15.3	23.2	20.0	20.0	20.0
增長（%）					
收入	(3.0)	(3.7)	15.8	16.5	15.1
毛利	(5.5)	(1.5)	16.4	17.2	15.5
息稅折攤前利潤	(9.2)	(12.4)	10.8	17.5	15.9
經營利潤	(15.5)	(17.1)	14.9	22.7	19.8
淨利潤	(10.4)	(23.4)	20.1	20.3	18.4
核心淨利潤	(11.0)	(22.1)	19.6	20.3	18.4
資產負債比率					
流動比率（x）	6.3	6.4	6.8	7.2	7.7
平均應收賬款周轉天數	7.5	11.7	10.5	8.5	8.5
平均應付賬款周轉天數	89.2	95.4	92.3	92.2	92.5
平均存貨周轉天數	164.0	160.7	147.0	145.1	141.9
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	10.5	7.8	8.9	10.0	11.1
資產回報率	9.1	6.8	7.8	8.8	9.8
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.71	0.55	0.66	0.79	0.93
核心每股盈利（人民幣）	0.70	0.55	0.66	0.79	0.93
每股股息（港元）	0.32	0.32	0.30	0.36	0.42
每股賬面值（人民幣）	6.80	7.04	7.37	7.87	8.45

資料來源：公司，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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。