

神威药业(2877 HK)

二季度业绩持续复苏，估值吸引

❖ **18 财年二季度业绩持续复苏。**2018 上半年收入同比增长 60.8% 至 13.05 亿人民币，其中注射产品增长 70.3%，软胶囊产品增长 37.1%，颗粒产品增长 41.1%，中药配方颗粒同比增长 146.1%，其他产品增长 21.8%。它们分别占上半年收入的 53.6%、17.3%、14.6%、10% 和 4.5%。分销费用占比从 2017 上半年的 21.7% 上升到 2018 上半年的 38.4%，主要因为“两票制”实施后高开影响，剔除高开影响分销费用占比约 19%。由于经典名方的开发投入，研发费用率从 17 财年上半年 3.2% 上升到 18 财年上半年 5.6%。因此，净利润同比增长 40.4% 至 2.6 亿人民币。尽管流感爆发于二季度已结束，公司在二季度仍然保持强劲增长，这主要受益于 1) 核心业务持续复苏，2) 中药配方颗粒强劲增长。由于 17 财年上半年收入占全年销售 47%，由此看公司上半年收入增长超过了我们和市场预期。

❖ **核心业务持续复苏。**注射剂方面，清开灵增长 96.6% 至 2.5 亿人民币，受益于 1) 产品单价提升，2) 来自基层医疗的销售同比增长 92.7%。由于清开灵注射剂 86% 的收入由基层医疗机构贡献，我们要预计未来该产品将受益于分级诊疗和基层医疗扩容。舒血宁和参麦注射剂分别增长 86.5% 和 30.2%，主要由于两票制实施后高开影响。剔除两票制的影响，注射剂产品上半年录得超过 10% 的增长。考虑到二级和三级医院继续限制中药注射剂使用，我们预计未来注射剂产品将录得低双位数增长。软胶囊和颗粒产品持续复苏，得益于 1) 连锁药房销售强劲，增速达 97.5%，2) 独家产品在二级和三级医院持续的学术推广，录得 36% 的增速。我们预计软胶囊和颗粒产品未来将保持 20% 的增速，得益于 1) 基层医疗机构和药房覆盖增加，分级诊疗基层市场用药放量，2) 部分产品提价，3) 独家产品在终端医院持续的学术推广。我们认为，公司最糟糕的情况已过去，复苏将持续。

❖ **中药配方颗粒，核心增长点之一。**中药配方颗粒上半年持续爆发式增长，同比增长 146.1%，总收入占比上升至 10%。公司为即将开放的配方颗粒市场做足准备，目前配方颗粒产能已从 6 亿袋扩大到 20 亿袋。此外，公司于 8 月 29 日获得云南省配方颗粒试点牌照，预计云南省工厂于 2018 年 10 月投产，其将增加 10 亿包产能。我们认为神威将继续拓展其配方颗粒业务至其他省份，中药配方颗粒将成为公司核心驱动力之一。我们预期中药配方颗粒在未来三年将录得 58% 的复合年增长率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	1,993	1,920	2,647	3,236	3,860
核心净利润(百万人民币)	582	453	592	739	940
核心 EPS (人民币)	0.70	0.55	0.72	0.89	1.14
EPS 变动 (%)	-11.0	-22.1	30.7	24.7	27.3
市盈率 (x)	13.5	17.4	13.3	10.7	8.4
市帐率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	3.4	3.4	3.4	4.2	5.4
权益收益率 (%)	10.5	7.8	9.6	11.2	13.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$17.10
(前目标价)	HK\$17.70
潜在升幅	+54.3%
当前股价	HK\$11.08

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	9,163
3 个月平均流通(百万)	26.76
52 周内高/低(港元)	18.25/6.57
总股本(百万)	827

数据来源：彭博

股东结构

李振江	66.1%
流通股	33.9%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	12.8%	14.4%
3 月	-35.3%	-30.0%
6 月	-0.2%	10.0%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Deloitte

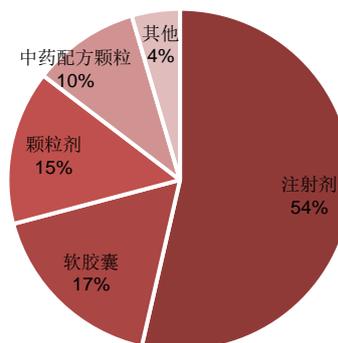
公司网站: www.shineway.com

图 1: 季度收入增长



数据源：公司、招银国际

图 2: 18 年一季度收入构成



数据源：公司、招银国际

❖ **上调 18/19 财年核心净利润 1.9%/0.4%**。考虑到两票制的高开影响，我们上调了 18/19 财年收入预测 12.1%/12.1%，同时上调分销费用比率。我们还略微提高了研发费用占比。我们预计 18/19 财年收入同比 37.9%/22.2%，核心净利润将分别增长 30.7%/24.7%。

❖ **维持买入评级，新目标价 17.1 港元（调整人民币汇率）**。基于新的预测和调整最新的人民币汇率，我们通过 DCF 模型得到最新目标价 17.1 港元。我们认为，在核心产品复苏和中药配方颗粒强劲增长推动下，神威将继续维持复苏态势。神威目前估值为 2018/19 财年 13.3x/10.7x（剔除账上现金，估值为 9.4x/7.5x）。我们 TP 对应着 2018/19 财年 20.5x/16.5x，潜在升幅空间 54.3%。

图 3: 1H18 业绩

	2H16	2H17	按年增长
	百万人民币	百万人民币	
注射剂	411	699	70.3%
软胶囊	165	226	37.1%
颗粒	135	190	41.1%
配方颗粒及其他	102	190	86.8%
收入	812	1,305	60.8%
销售成本	(308)	(376)	22.0%
毛利	504	929	84.5%
其他收入	29	21	-28.4%
分销开支	(176)	(502)	185.0%
行政开支	(123)	(130)	5.2%
研发开支	(26)	(74)	180.5%
经营利润	207	245	18.4%
应占联营公司利润	0	0	N/A
非经营利项目	1	74	N/A
净财务成本	48	0	-100.0%
税前利润	256	319	24.5%
税项	(73)	(62)	-15.6%
少数股东权益	0	0	N/A
净利润	183	257	40.4%
毛利率	62.0%	71.2%	9.2%
经营利润率	25.5%	18.8%	-6.7%
核心净利率	37.7%	20.8%	-16.8%

数据源：招银国际预测

图 4: 盈利预测变动

	2018			2019		
	舊	新	改變	舊	新	改變
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
注射剂	1,170	1,324	13.2%	1,382	1,511	9.3%
软胶囊	428	470	9.9%	511	604	18.2%
颗粒	388	417	7.3%	460	524	14.0%
配方颗粒及其他	376	436	16.0%	534	597	11.8%
收入	2,362	2,647	12.1%	2,887	3,236	12.1%
销售成本	(793)	(836)	5.4%	(958)	(1,025)	7.0%
毛利	1,569	1,811	15.4%	1,929	2,211	14.7%
其他收入	19	24	N/A	21	27	N/A
分销开支	(598)	(800)	33.8%	(594)	(887)	49.2%
行政开支	(286)	(267)	-6.9%	(448)	(380)	-15.2%
研发开支	(94)	(146)	54.1%	(115)	(178)	54.1%
经营利润	610	623	2.2%	792	794	0.3%
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	117	117	0.1%	128	129	0.8%
税前利润	727	741	1.9%	920	923	0.4%
税项	(145)	(148)	1.9%	(184)	(185)	0.4%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A
净利润	582	592	1.9%	736	739	0.4%
毛利率	66.4%	68.4%	2.0%	66.8%	68.3%	1.5%
经营利润率	25.8%	23.5%	-2.3%	27.4%	24.5%	-2.9%
核心净利率	24.6%	22.4%	-2.2%	25.5%	22.8%	-2.7%

数据源：招银国际预测

图 5: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市净率(x)			EV/EBITDA(x)			股本回报率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
神威药业	2877	11.08	9,163	11.0	13.2	10.8	0.9	1.3	1.3	2.3	5.7	4.0	7.9	10.1	11.6
白云山	874	28.90	63,315	15.1	12.3	14.6	1.7	1.9	1.7	9.5	16.1	15.3	11.4	15.1	12.9
丽珠制药	1513	31.70	28,647	8.2	18.2	15.7	3.4	1.7	1.6	18.3	12.1	10.5	51.3	9.7	10.4
中国中药	570	5.72	28,805	13.1	16.2	13.4	1.2	1.5	1.4	8.0	10.2	8.3	9.7	10.5	11.5
康臣药业	1681	6.90	6,038	12.8	10.9	9.2	2.9	2.2	1.9	8.4	6.7	5.3	22.6	24.4	24.6
			平均	12.3	14.4	13.2	2.3	1.8	1.7	11.1	11.3	9.9	23.7	14.9	14.9

数据源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,993.4	1,919.6	2,647.3	3,236.1	3,859.9
注射液	1,109.8	982.2	1,324.2	1,510.7	1,691.8
软胶囊	363.4	356.3	470.4	604.1	757.6
颗粒	384.3	328.8	416.6	523.8	645.1
其他	135.9	252.3	436.2	597.5	765.3
销售成本	(706.9)	(652.5)	(836.5)	(1,024.6)	(1,226.0)
毛利	1,286.5	1,267.1	1,810.9	2,211.5	2,633.9
其他收益	23.7	79.2	24.4	27.2	24.9
销售费用	(370.7)	(515.2)	(799.8)	(886.6)	(1,033.0)
行政费用	(277.4)	(246.7)	(266.6)	(380.0)	(442.7)
研发开支	(73.6)	(96.5)	(145.6)	(178.0)	(154.4)
息税前收益	588.5	487.8	623.3	794.1	1,028.7
净财务收入 / (支出)	100.6	101.6	117.3	129.2	146.4
非经常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
税前利润	695.3	587.8	740.6	923.3	1,175.1
所得税	(106.1)	(136.3)	(148.1)	(184.7)	(235.0)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	589.2	451.6	592.4	738.7	940.1
核心净利润	582.1	453.4	592.4	738.7	940.1
息税折摊前收益	783.7	686.9	823.8	1,000.6	1,241.1

数据源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,214.3	2,104.8	2,002.4	1,889.7	1,772.3
物业、厂房及设备	1,466.5	1,401.8	1,339.8	1,267.5	1,190.6
无形资产	348.4	308.0	267.6	227.2	186.8
商誉	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
其他非流动资产	240.2	235.7	235.7	235.7	235.7
流动资产	4,251.0	4,560.3	5,069.3	5,723.7	6,523.2
现金及现金等值物	3,218.4	3,532.4	3,798.7	4,276.2	4,870.9
应收贸易款项	682.2	702.8	855.2	981.9	1,105.6
存货	294.4	280.2	370.6	420.7	501.8
其他流动资产	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
流动负债	673.1	709.3	788.0	857.6	932.2
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	615.2	657.1	735.9	805.5	880.0
其他流动负债	57.8	52.2	52.2	52.2	52.2
非流动负债	165.5	134.9	134.9	134.9	134.9
银行贷款	-	-	-	-	-
可换股债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	165.5	134.9	134.9	134.9	134.9
净资产总值	5,626.7	5,821.0	6,148.8	6,620.8	7,228.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	5,626.7	5,821.0	6,148.8	6,620.8	7,228.5

数据源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	588.5	487.8	623.3	794.1	1,028.7
折摊和摊销	195.1	194.6	200.5	206.5	212.4
营运资金变动	46.0	35.5	(164.0)	(107.2)	(130.3)
税务开支	(101.8)	(136.3)	(148.1)	(184.7)	(235.0)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
经营活动所得现金净额	733.5	580.1	511.7	708.7	875.8
资本开支	(185.2)	(89.6)	(98.1)	(93.8)	(95.1)
可供出售投资变动	34.8	48.0	40.3	44.4	50.3
其他	70.7	40.2	77.0	84.8	96.0
投资活动所得现金净额	(79.7)	(1.4)	19.2	35.4	51.3
债务变化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(266.6)	(332.4)
利息开支	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(266.6)	(332.4)
现金净变动	389.2	314.1	266.2	477.5	594.7
年初现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,798.7	4,276.2
汇兑差额	3.0	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	3,218.4	3,532.5	3,798.7	4,276.2	4,870.9

数据来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
注射液	55.7	51.2	50.0	46.7	43.8
软胶囊	18.2	18.6	17.8	18.7	19.6
颗粒	19.3	17.1	15.7	16.2	16.7
其他	6.8	13.1	16.5	18.5	19.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	64.5	66.0	68.4	68.3	68.2
息税折摊前利润率	39.3	35.8	31.1	30.9	32.2
税前利率	34.9	30.6	28.0	28.5	30.4
净利润率	29.6	23.5	22.4	22.8	24.4
核心净利润率	29.2	23.6	22.4	22.8	24.4
有效税率	15.3	23.2	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	(3.0)	(3.7)	37.9	22.2	19.3
毛利	(5.5)	(1.5)	42.9	22.1	19.1
息税折摊前利润	(9.2)	(12.4)	19.9	21.5	24.0
经营利润	(15.5)	(17.1)	27.8	27.4	29.5
净利润	(10.4)	(23.4)	31.2	24.7	27.3
核心净利润	(11.0)	(22.1)	30.7	24.7	27.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	6.3	6.4	6.4	6.7	7.0
平均应收账款周转天数	7.5	11.7	9.5	8.3	8.4
平均应付账款周转天数	89.2	95.4	89.6	92.8	93.8
平均存货周转天数	164.0	160.7	142.0	140.9	137.3
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	10.5	7.8	9.6	11.2	13.0
资产回报率	9.1	6.8	8.4	9.7	11.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.71	0.55	0.72	0.89	1.14
核心每股盈利(人民币)	0.70	0.55	0.72	0.89	1.14
每股股息(港元)	0.32	0.32	0.32	0.40	0.51
每股账面值(人民币)	6.80	7.04	7.44	8.01	8.74

数据来源: 公司, 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。