

神威藥業(2877 HK)

一季度強勁業績確定復甦趨勢

❖ 18年一季收入超預期，已達我們全年預測30.1%。一季總收入按年升68.3%至6.7億人民幣，當中所有業務板塊均顯示強勁的復蘇勢頭：注射劑產品升85.3%，軟膠囊升36.3%，顆粒升46.6%，配方顆粒升151.5%，其他產品則升23.4%，他們分別佔總收入的55.1%、14.6%、17.4%、8.1%及4.8%。在過去七年，一季一般只佔全年總收入的25%以下（除了在2015年佔26.6%），我們認為公司18年一季度的收入增長遠超我們及市場的預期。我們認為強勁的增長主要由於(1)核心業務的復蘇，及(2)17年一季度的低基數效應。

❖ 核心業務的復蘇。核心業務（注射劑、軟膠囊及顆粒）在一季度均錄得顯著增長，我們在此前的報告亦有提及，我們相信高增長主要源於(1)中藥注射劑行業的整合，及(2)獨家醫保產品的增長，再加上分級診療、提價及提升銷售網絡覆蓋均會繼續支持神威的業務增長。核心業務收入在2017年一季度下跌了20.6%，但已於2017年四季度止跌回升，並在2018年一季度錄得66.4%的增長，我們因而認為公司最壞的時間已經過去，並會在2018年繼續復甦。

❖ 中藥配方顆粒強勁增長持續。18年一季度中藥配方顆粒收入按年大升151.5%至5,400萬人民幣，佔總收入的8.1%。預期神威可隨行業的開放而進入更多的省份，另外亦會在河北省加強分銷網絡的覆蓋，所以我們預計中藥配方顆粒業務可繼續維持高速增長並在未來幾年成為公司其中一個主要增長動力。

❖ 上調18E/19E核心淨利潤預測7.3%/12.8%。由於一季度強勁的業績表現，我們上調了18E/19E收入預測6.3%/11.4%，在其他因素不變的情況下，核心淨利潤因而上調7.3%/12.8%。我們現在預測18E/19E收入增長23.1%/22.2%，核心淨利潤增長28.3%/26.5%。

❖ 維持買入評級，目標價上調至17.70港元。我們把目標價由15.30港元上調至17.70港元以反映我們最新的財務預測，一季度業績支持我們對公司的觀點，即最壞時刻應已過去，而復甦勢頭將持續。我們的目標價代表著2018E/19E市盈率20.1x/16.0x及16.1%的上升潛力。

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	2,362	2,887	3,454
核心淨利潤(百萬人民幣)	582	453	582	736	906
核心EPS(人民幣)	0.70	0.55	0.70	0.89	1.10
EPS變動(%)	-11.0	-22.1	28.3	26.5	23.1
市盈率(x)	17.6	22.6	17.6	13.9	11.3
市帳率(x)	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4
股息率(%)	2.6	2.6	2.6	3.2	4.0
權益收益率(%)	10.5	7.8	9.5	11.1	12.6
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\$17.70
(前目標價)	HK\$15.70)
潛在升幅	+16.1%
當前股價	HK\$15.24

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)	12,603
3個月平均流通(百萬)	35.8
52周內高/低(港元)	15.80/6.67
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	26.0%	26.3%
3月	81.6%	97.7%
6月	105.0%	91.8%

資料來源：彭博

股價表現

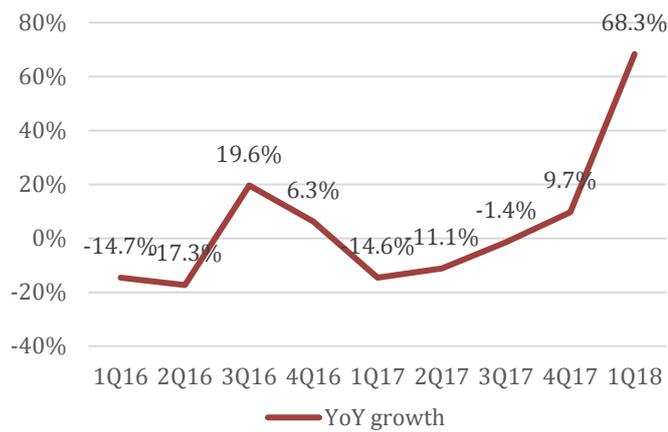


資料來源：彭博

審計師: Deloitte

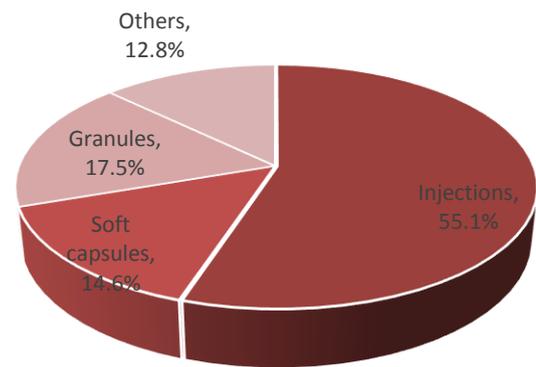
公司網站: www.shineway.com

圖 1: 季度收入增長



資料來源：公司、招銀國際

圖 2: 18 年一季收入構成



資料來源：公司、招銀國際

圖 3: 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 4: 同業估值

公司	代碼	股價 港元	市值 百萬港元	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA(x)			股本回報率(%)		
				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
折攤和推銷	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
平均應付帳款周轉天數	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）發表于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并無直接或間接關係。

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，并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，并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责任。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。

本報告基于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布時的判斷，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，任何機構或個人于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。