

神威藥業(2877 HK)

二季度業績持續復蘇，估值吸引

- ❖ **18 財年二季度業績持續復蘇。**2018 上半年收入同比增長 60.8%至 13.05 億人民幣，其中注射產品增長 70.3%，軟膠囊產品增長 37.1%，顆粒產品增長 41.1%，中藥配方顆粒同比增長 146.1%，其他產品增長 21.8%。它們分別占上半年收入的 53.6%、17.3%、14.6%、10%和 4.5%。分銷費用占比從 2017 上半年的 21.7%上升到 2018 上半年的 38.4%，主要因為“兩票制”實施後高開影響，剔除高開影響分銷費用占比約 19%。由於經典名方的開發投入，研發費用率從 17 財年上半年 3.2%上升到 18 財年上半年 5.6%。因此，淨利潤同比增長 40.4%至 2.6 億人民幣。儘管流感爆發於二季度已結束，公司在二季度仍然保持強勁增長，這主要受益於 1)核心業務持續復蘇，2)中藥配方顆粒強勁增長。由於 17 財年上半年收入占全年銷售 47%，由此看公司上半年收入增長超過了我們和市場預期。
- ❖ **核心業務持續復蘇。**注射劑方面，清開靈增長 96.6%至 2.5 億人民幣，受益於 1) 產品單價提升，2) 來自基層醫療的銷售同比增長 92.7%。由於清開靈注射劑 86%的收入由基層醫療機構貢獻，我要預計未來該產品將受益於分級診療和基層醫療擴容。舒血甯和參麥注射劑分別增長 86.5%和 30.2%，主要由於兩票制實施後高開影響。剔除兩票制的影響，注射劑產品上半年錄得超過 10%的增長。考慮到二級和三級醫院繼續限制中藥注射劑使用，我們預計未來注射劑產品將錄得低雙位數增長。軟膠囊和顆粒產品持續復蘇，得益於 1) 連鎖藥房銷售強勁，增速達 97.5%，2) 獨家產品在二級和三級醫院持續的學術推廣，錄得 36%的增速。我們預計軟膠囊和顆粒產品未來將保持 20%的增速，得益於 1) 基層醫療機構和藥房覆蓋增加，分級診療基層市場用藥放量，2) 部分產品提價，3) 獨家產品在終端醫院持續的學術推廣。我們認為，公司最糟糕的情況已過去，復蘇將持續。
- ❖ **中藥配方顆粒，核心增長點之一。**中藥配方顆粒上半年持續爆發式增長，同比增長 146.1%，總收入占比上升至 10%。公司為即將開放的配方顆粒市場做足準備，目前配方顆粒產能已從 6 億袋擴大到 20 億袋。此外，公司於 8 月 29 日獲得雲南省配方顆粒試點牌照，預計雲南省工廠於 2018 年 10 月投產，其將增加 10 億包產能。我們認為神威將繼續拓展其配方顆粒業務至其他省份，中藥配方顆粒將成為公司核心驅動力之一。我們預期中藥配方顆粒在未來三年將錄得 58%的複合年增長率。

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	2,647	3,236	3,860
核心淨利潤 (百萬人民幣)	582	453	592	739	940
核心 EPS (人民幣)	0.70	0.55	0.72	0.89	1.14
EPS 變動 (%)	-11.0	-22.1	30.7	24.7	27.3
市盈率 (x)	13.5	17.4	13.3	10.7	8.4
市帳率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	3.4	3.4	3.4	4.2	5.4
權益收益率 (%)	10.5	7.8	9.6	11.2	13.0
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\$17.10
(前目標價)	HK\$17.70)
潛在升幅	+54.3%
當前股價	HK\$11.08

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	9,163
3 個月平均流通(百萬)	26.76
52 周內高/低(港元)	18.25/6.57
總股本(百萬)	827

資料來源：彭博

股東結構

李振江	66.1%
流通股	33.9%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	12.8%	14.4%
3 月	-35.3%	-30.0%
6 月	-0.2%	10.0%

資料來源：彭博

股價表現

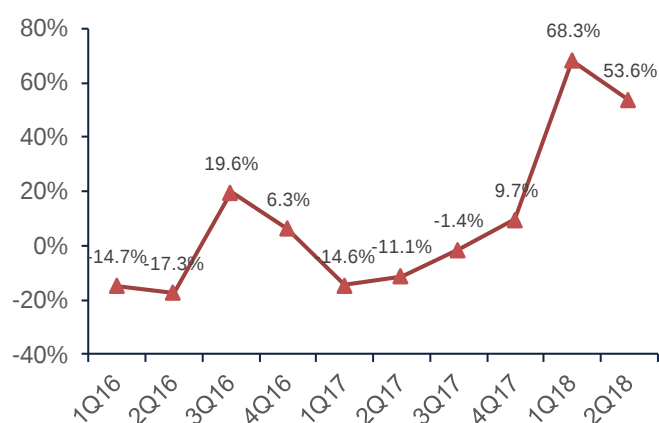


資料來源：彭博

審計師: Deloitte

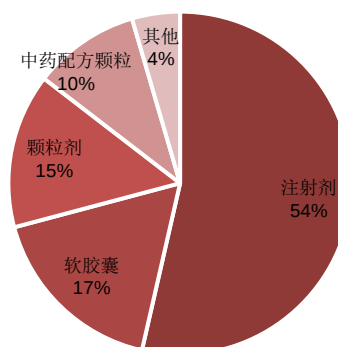
公司網站: www.shineway.com

圖 1: 季度收入增長



資料來源：公司、招銀國際

圖 2: 18 年一季度收入構成



資料來源：公司、招銀國際

❖ **上調 18/19 財年核心淨利潤 1.9%/0.4%。**考慮到兩票制高開影響，我們上調了 18/19 財年收入預測 12.1%/12.1%，同時上調分銷費用比率。我們還略微提高了研發費用占比。我們預計 18/19 財年收入同比 37.9%/22.2%，核心淨利潤將分別增長 30.7%/24.7%。

❖ **維持買入評級，新目標價 17.1 港元（調整人民幣匯率）。**基於新的預測和調整最新的人民幣匯率，我們通過 DCF 模型得到最新目標價 17.1 港元。我們認為，在核心產品復蘇和中藥配方顆粒強勁增長推動下，神威將繼續維持復蘇態勢。神威目前估值為 2018/19 財年 13.3x/10.7x（剔除賬上現金，估值為 9.4x/7.5x）。我們 TP 對應著 2018/19 財年 20.5x/16.5x，潛在升幅空間 54.3%。

圖 3: 1H18 業績

	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%

資料來源：招銀國際預測

圖 4: 盈利預測變動

	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%

資料來源：招銀國際預測

圖 5: 同業估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市账率(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

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（百萬人民幣）	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
軟膠囊	363.4	356.3	470.4	604.1	757.6
顆粒	384.3	328.8	416.6	523.8	645.1
其他	135.9	252.3	436.2	597.5	765.3
銷售成本	(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
銷售費用	(370.7)	(515.2)	(799.8)	(886.6)	(1,033.0)
行政費用	(277.4)	(246.7)	(266.6)	(380.0)	(442.7)
研發開支	(73.6)	(96.5)	(145.6)	(178.0)	(154.4)
息稅前收益	588.5	487.8	623.3	794.1	1,028.7
淨財務收入 / (支出)	100.6	101.6	117.3	129.2	146.4
非經常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
稅前利潤	695.3	587.8	740.6	923.3	1,175.1
所得稅	(106.1)	(136.3)	(148.1)	(184.7)	(235.0)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	589.2	451.6	592.4	738.7	940.1
核心淨利潤	582.1	453.4	592.4	738.7	940.1
息稅折攤前收益	783.7	686.9	823.8	1,000.6	1,241.1

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	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、廠房及設備	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	5,069.3	5,723.7	6,523.2
現金及現金等值物	3,218.4	3,532.4	3,798.7	4,276.2	4,870.9
應收貿易款項	682.2	702.8	855.2	981.9	1,105.6
存貨	294.4	280.2	370.6	420.7	501.8
其他流動資產	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
流動負債	673.1	709.3	788.0	857.6	932.2
銀行貸款	-	-	-	-	-
應付貿易賬款	615.2	657.1	735.9	805.5	880.0
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	6,148.8	6,620.8	7,228.5
少數股東權益	-	-	-	-	-
股東權益	5,626.7	5,821.0	6,148.8	6,620.8	7,228.5

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	588.5	487.8	623.3	794.1	1,028.7
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	(164.0)	(107.2)	(130.3)
稅務開支	(101.8)	(136.3)	(148.1)	(184.7)	(235.0)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	733.5	580.1	511.7	708.7	875.8
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	44.4	50.3
其他	70.7	40.2	77.0	84.8	96.0
投資活動所得現金淨額	(79.7)	(1.4)	19.2	35.4	51.3
債務變化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(266.6)	(332.4)
利息開支	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(266.6)	(332.4)
現金淨變動	389.2	314.1	266.2	477.5	594.7
年初現金及現金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,798.7	4,276.2
匯兌差額	3.0	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	3,218.4	3,532.5	3,798.7	4,276.2	4,870.9

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	50.0	46.7	43.8
軟膠囊	18.2	18.6	17.8	18.7	19.6
顆粒	19.3	17.1	15.7	16.2	16.7
其他	6.8	13.1	16.5	18.5	19.8
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	68.4	68.3	68.2
息稅折攤前利潤率	39.3	35.8	31.1	30.9	32.2
稅前利率	34.9	30.6	28.0	28.5	30.4
淨利潤率	29.6	23.5	22.4	22.8	24.4
核心淨利潤率	29.2	23.6	22.4	22.8	24.4
有效稅率	15.3	23.2	20.0	20.0	20.0
增長（%）					
收入	(3.0)	(3.7)	37.9	22.2	19.3
毛利	(5.5)	(1.5)	42.9	22.1	19.1
息稅折攤前利潤	(9.2)	(12.4)	19.9	21.5	24.0
經營利潤	(15.5)	(17.1)	27.8	27.4	29.5
淨利潤	(10.4)	(23.4)	31.2	24.7	27.3
核心淨利潤	(11.0)	(22.1)	30.7	24.7	27.3
資產負債比率					
流動比率（x）	6.3	6.4	6.4	6.7	7.0
平均應收賬款周轉天數	7.5	11.7	9.5	8.3	8.4
平均應付帳款周轉天數	89.2	95.4	89.6	92.8	93.8
平均存貨周轉天數	164.0	160.7	142.0	140.9	137.3
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	9.6	11.2	13.0
資產回報率	9.1	6.8	8.4	9.7	11.3
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.71	0.55	0.72	0.89	1.14
核心每股盈利（人民幣）	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
每股帳面值（人民幣）	6.80	7.04	7.44	8.01	8.74

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。