

神威药业(2877 HK)

预计 18 年四季度销售放慢

- ❖ **预计 4Q18 增长放缓。**正如我们所看到的，由于在 2017 年四季度和 2018 年一季度强流感爆发，奠定较高基数，而 2018 年四季度和 2019 年初的流感并没有去年那么强劲，某些口服产品渠道调整拖累发货增长，及两票制高开影响在 2018 年基本消化，因此我们预计神威 18 年四季度和 19 年一季度销售增长将放缓。我们预计神威 18 年四季度和 18 财年销售增速将分别为 4.7%/35%。
- ❖ **公司中药配方颗粒将渗透到河北省基层医疗机构市场。**神威获得河北省药监局许可在河北省所有医疗机构（包括原试点医院及所有基层医疗机构）临床使用中药配方颗粒。神威是唯一获准在河北所有医疗机构使用中药配方颗粒的生产商。目前，河北省有 6 名配方颗粒试点企业（神威，中国中药，四川新绿和以岭药业等等），其中神威占据了约 50% 的市场份额。我们认为，河北基层医疗机构配方颗粒市场潜力巨大，基层市场将继续带动河北地区配方业务增长。云南新工厂将于 2019 年 3 月投入运营。目前配方颗粒是神威主要增长动力，该产品预计在 17-20 财年将以 58% 的复合年增长率增长。
- ❖ **即将出台的国家辅助用药目录将对舒血宁注射液影响较大。**神威的舒血宁可能会被列入国家辅助用药名单，在院销售将进一步受限制，我们预计舒血宁销量将继续下降。另外两款注射剂参麦和清开灵，由于它们主要在基层医疗机构销售，因此影响较小。
- ❖ **将 18/19 财年核心净利润预测下调 8%/10%。**我们将 18/19 财年收入预测下调 2.1%/7%，以反映四季度放慢和未来注射剂销售放缓，同时上调研发开支，因考虑到中药新药塞络通进入三期临床试验。最终我们将 FY18E / FY19E 的核心净利润减少 8%/10%。
- ❖ **维持买入评级，目标价 14.30 港元。**我们根据最新的现金流折现模型得出新的目标价 14.3 港元。我们预计，由于去年流感爆发和基数较高，神威将在 4Q18 和 1Q19 放缓。从长远来看，我们预计它将在 19 年下半年加速增长，这主要得益于 1) 中药配方颗粒增速加快（云南省贡献收入，基层配方颗粒放量），2) 口服产品调价和调整渠道后强劲增长。神威目前的交易价格为 18/19 财年预测市盈率为 12.2x/10.0x（剔除现金，预测市盈率为 7.4x/6.08x）。我们的目标价格对应 2018/19 财年预测市盈率 19x/15.6x（剔除现金，目标市盈率为 12.5x/10.29x），上行潜力为 56.1%。
- ❖ **催化剂：**1) 中药配方颗粒进入更多省份，2) 推出新产品；**风险：**1) 中药配方颗粒增速差于预期。

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	2,592	3,010	3,441
核心净利润(百万人民币)	582	453	545	664	768
核心 EPS (人民币)	0.70	0.55	0.66	0.80	0.93
EPS 变动 (%)	-11.0	-22.1	20.2	22.0	15.6
市盈率 (x)	11.5	14.7	12.2	10.0	8.7
市帐率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
股息率 (%)	4.0	4.0	3.7	4.5	5.2
权益收益率 (%)	10.5	7.8	8.9	10.2	11.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$14.30
（前目标价	HK\$16.70）
潜在升幅	+56.1%
当前股价	HK\$9.16

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	7,592
3 个月平均流通(百万)	9.03
52 周内高/低(港元)	18.25/7.39
总股本(百万)	827.0

数据源：彭博

股东结构

李振江	66.1%
流通股	33.9%

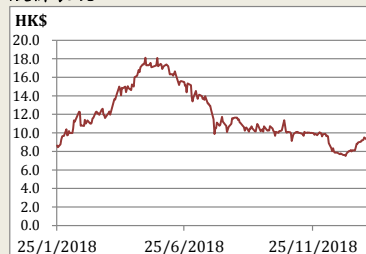
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	22.2%	14.3%
3 月	-2.8%	-10.6%
6 月	-11.4%	-9.2%

数据源：彭博

股价表现

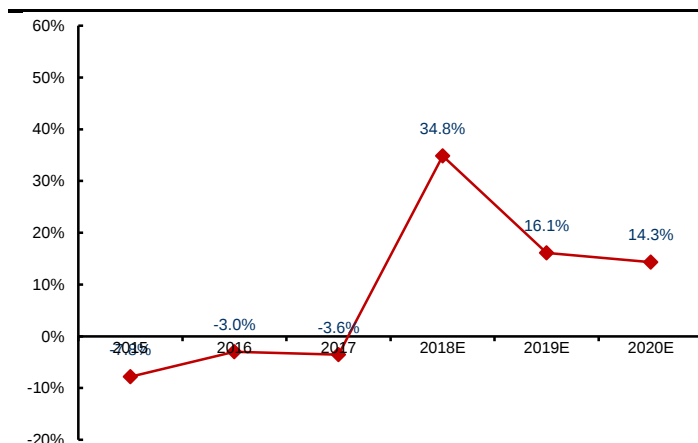


数据源：彭博

审计师: Deloitte

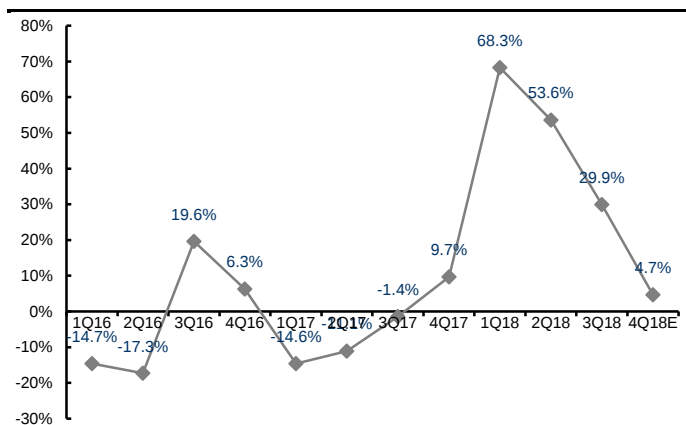
公司网站: www.shineway.com

图 1: 神威年度收入增速表现



数据源：公司、招银国际预测

图 2: 神威季度收入增速表现



数据源：公司、招银国际预测

图 3: 同业估值

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 (%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
神威药业	2877	9.16	7,575	14.7	12.2	10.0	1.1	1.1	1.0	10.0	8.3	6.7	7.8	8.9	10.2
白云山	874	30.15	61,703	15.1	11.7	13.5	1.7	1.9	1.7	9.5	16.2	13.1	11.4	15.8	13.8
丽珠制药	1513	25.20	21,228	8.2	13.9	12.3	3.4	1.4	1.3	17.2	8.5	7.2	51.3	9.7	10.4
中国中药	570	5.10	25,683	13.1	14.3	11.9	1.2	1.4	1.3	8.0	9.1	7.3	9.7	10.3	11.4
康臣药业	1681	5.90	5,164	12.8	9.4	8.2	2.9	1.9	1.6	8.4	5.7	4.6	22.6	21.0	21.1
平均				12.3	12.3	11.5	2.3	1.6	1.5	10.8	9.9	8.1	23.7	14.2	14.2

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	2,591.9	3,009.6	3,441.3
注射液	1,109.8	982.2	1,292.6	1,341.7	1,374.6
软胶囊	363.4	356.3	446.6	546.6	656.3
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)	(821.0)	(961.2)	(1,108.8)
毛利	1,286.5	1,267.1	1,771.0	2,048.4	2,332.5
其他收益	23.7	79.2	25.4	27.4	30.2
销售费用	(370.7)	(515.2)	(786.3)	(894.6)	(1,004.6)
行政费用	(277.4)	(246.7)	(262.1)	(298.2)	(334.9)
研发开支	(73.6)	(96.5)	(155.5)	(180.6)	(206.5)
息税前收益	588.5	487.8	592.4	702.5	816.8
净财务收入 / (支出)	100.6	101.6	116.8	128.1	143.7
非经常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
税前利润	695.3	587.8	709.2	830.6	960.4
所得税	(106.1)	(136.3)	(164.4)	(166.1)	(192.1)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	589.2	451.6	544.8	664.4	768.3
核心净利润	582.1	453.4	544.8	664.4	768.3
息税折旧摊销前收益	783.7	686.9	792.9	909.0	1,029.2

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	5,015.9	5,599.8	6,241.1
现金及现金等值物	3,218.4	3,532.4	3,767.2	4,237.2	4,741.6
应收贸易款项	682.2	702.8	841.0	926.5	1,007.3
存货	294.4	280.2	362.9	391.3	447.4
其他流动资产	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
流动负债	673.1	709.3	782.3	834.2	888.8
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	615.2	657.1	730.1	782.0	836.6
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	6,101.1	6,520.4	6,989.7
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	5,626.7	5,821.0	6,101.1	6,520.4	6,989.7

数据源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	588.5	487.8	592.4	702.5	816.8
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	(147.8)	(61.9)	(82.3)
税务开支	(101.8)	(136.3)	(164.4)	(166.1)	(192.1)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
经营活动所得现金净额	733.5	580.1	480.7	681.0	754.8
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	40.1	44.0	49.4
其他	70.7	40.2	76.6	84.0	94.3
投资活动所得现金净额	(79.7)	(1.4)	18.7	34.3	48.6
债务变化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(245.2)	(299.0)
利息开支	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(245.2)	(299.0)
现金净变动	389.2	314.1	234.7	470.1	504.4
年初现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,767.2	4,237.2
汇兑差额	3.0	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	3,218.4	3,532.5	3,767.2	4,237.2	4,741.6

数据来源：公司，招银国际预测

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合（%）					
注射液	55.7	51.2	49.9	44.6	39.9
软胶囊	18.2	18.6	17.2	18.2	19.1
颗粒	19.3	17.1	16.1	17.4	18.7
其他	6.8	13.1	16.8	19.9	22.2
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	68.3	68.1	67.8
息税折摊前利润率	39.3	35.8	30.6	30.2	29.9
税前利率	34.9	30.6	27.4	27.6	27.9
净利润率	29.6	23.5	21.0	22.1	22.3
核心净利润率	29.2	23.6	21.0	22.1	22.3
有效税率	15.3	23.2	23.2	20.0	20.0
增长（%）					
收入	(3.0)	(3.7)	35.0	16.1	14.3
毛利	(5.5)	(1.5)	39.8	15.7	13.9
息税折摊前利润	(9.2)	(12.4)	15.4	14.6	13.2
经营利润	(15.5)	(17.1)	21.5	18.6	16.3
净利润	(10.4)	(23.4)	20.7	22.0	15.6
核心净利润	(11.0)	(22.1)	20.2	22.0	15.6
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	9.6	8.5	8.6
平均应付账款周转天数	89.2	95.4	90.3	94.7	95.4
平均存货周转天数	164.0	160.7	143.0	143.2	138.0
净负债 / 权益比率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率（%）					
资本回报率	10.5	7.8	8.9	10.2	11.0
资产回报率	9.1	6.8	7.8	8.9	9.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.71	0.55	0.66	0.80	0.93
核心每股盈利(人民币)	0.70	0.55	0.66	0.80	0.93
每股股息(港元)	0.32	0.32	0.30	0.36	0.42
每股账面值(人民币)	6.80	7.04	7.38	7.88	8.45

数据来源：公司，招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分内容之分析員，就本报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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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，本公司及其僱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。本公司可發布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时自行及/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士。