

# 神威药业(2877 HK)

## 复苏势头强劲

- ❖ **下半年强劲反弹，业绩高于预期。**总收入同比下降 3.7% 至 19.2 亿人民币，核心净利润同比下降 22.1% 至 4.5 亿人民币。公司业绩好于预期，收入高于我们及市场预期 2.6%/ 4.8%，核心净利润高于我们及市场预期 11.7%/ 13.0%。我们认为公司业绩突出主要因为 2017 年下半年业务运营状况显著改善。尽管 2017 上半年收入同比下降 12.9%，公司于下半年恢复增长。同时毛利率也有所改善，2017 年毛利率提升了 1.5ppt 至 66.0%。
- ❖ **运营效率提升，经营利润率改善。**毛利率的提升主要是由于 (1) 高毛利的中药配方颗粒业务增长较快，及 (2) 部分产品平均售价上调。管理层表示，神威为了提高其产品市场渗透率，有意降低部分主要产品的平均售价以获取更多市场份额。考虑到公司于中药市场的领先地位及产品较好的疗效，公司会开始逐步上调部分产品销售价格。因此我们预计未来三年神威的毛利率将逐步提升。此外，由于公司业务的复苏及较为吸引的员工股权激励计划，我们认为公司整体运营效率将进一步提升。总体来看，我们认为公司的营业利润率会逐步改善。
- ❖ **实施更好的员工股权激励计划。**2018 年 3 月 26 日，公司宣布实施新一轮的员工股权激励计划：公司将从公开市场上回购股份，并将回购股份奖励给符合资格的员工。公司已经为员工制定了更明确的业绩目标和激励措施，我们相信此举将极大地激励团队完成目标。
- ❖ **中药配方颗粒：新的增长动力。**公司中药配方颗粒仅在河北省销售，2017 年该地区录得收入 1.32 亿人民币，同比增长 273%。管理层认为，随着河北省内分销网点的持续扩张，仅河北省收入就可能达到 2.5 至 3 亿人民币。此外，随着未来中药配方颗粒市场的开放，我们认为神威将有机会将其业务拓展至其他省份。
- ❖ **重申买入评级，新目标价 15.70 港元。**我们重申神威的买入评级。鉴于公司核心业务逐步稳定及中药配方颗粒的高增长潜力，我们认为 2017 年已是公司业绩的谷底，2018 年可能恢复增长。根据我们的现金流折现模型，我们将目标价从 13.0 港元上调至 15.70 港元，依据为：(1) 我们认为公司经营前景较佳，终值增长率由 2% 上调为 3%，与我们评级的其他医药公司终值增长率一致，(2) 更新财务预测。我们的目标价对应着 2018/19 年预测市盈率 19.4x / 16.1x，较目前股价仍有 15.1% 的上浮空间。

### 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	2,223	2,591	2,981
核心净利润(百万人民币)	582	453	542	653	773
核心 EPS (人民币)	0.70	0.55	0.66	0.79	0.93
EPS 变动 (%)	-11.0	-22.1	19.6	20.3	18.4
市盈率 (x)	15.7	20.2	16.9	14.0	11.8
市帐率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	2.9	2.9	2.7	3.2	3.8
权益收益率 (%)	10.5	7.8	8.9	10.0	11.1
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\$15.70
(前目标价)	HK\$13.00
潜在升幅	+15.1%
当前股价	HK\$13.64

### 吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: [cyrusng@cmbi.com.hk](mailto:cyrusng@cmbi.com.hk)

### 葛晶晶

电话: (852) 3761 8778

邮件: [amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

### 医药行业

市值(百万港元)	11,280
3 个月平均流通(百万)	23.2
52 周内高/低(港元)	13.76/6.67
总股本(百万)	827

数据源：彭博

### 股东结构

李振江	66.1%
流通股	33.6%

数据源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	5.5%	7.2%
3 月	62.9%	65.2%
6 月	72.1%	57.6%

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](http://www.shineway.com)

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年增长	2016	2017	按年增长	2017E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
注射剂	567	572	0.9%	1,110	982	-11.5%	5,361	3.6%
软胶囊	190	192	0.7%	363	356	-2.0%	2,299	-1.7%
颗粒	221	194	-12.1%	384	329	-14.4%	386	7.9%
配方颗粒及其他	84	151	78.7%	136	252	85.7%	55	-1.5%
<b>收入</b>	<b>1,062</b>	<b>1,108</b>	<b>4.3%</b>	<b>1,993</b>	<b>1,920</b>	<b>-3.7%</b>	<b>8,101</b>	<b>2.6%</b>
销售成本	(371)	(344)	-7.1%	(707)	(653)	-7.7%	(3,564)	-7.6%
<b>毛利</b>	<b>691</b>	<b>763</b>	<b>10.5%</b>	<b>1,286</b>	<b>1,267</b>	<b>-1.5%</b>	<b>4,537</b>	<b>8.8%</b>
其他收入	19	50	168.2%	24	79	234.2%	62	N/A
分销开支	(216)	(339)	57.1%	(371)	(515)	39.0%	(2,305)	31.0%
行政开支	(137)	(123)	-10.0%	(277)	(247)	-11.1%	(375)	-5.9%
研发开支	(40)	(70)	77.0%	(74)	(97)	31.1%	(243)	28.9%
<b>经营利润</b>	<b>317</b>	<b>281</b>	<b>-11.4%</b>	<b>589</b>	<b>488</b>	<b>-17.1%</b>	<b>1,676</b>	<b>12.3%</b>
应占联营公司利润	0	0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
非经营利项目	6	(2)	N/A	6	(2)	N/A	0	N/A
净财务成本	41	102	147.3%	101	102	1.0%	(96)	-4.6%
税前利润	364	381	4.6%	695	588	-15.5%	1,580	8.7%
税项	(53)	(63)	18.6%	(106)	(136)	28.5%	(251)	0.8%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	#DIV/0!	(143)	N/A
<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>318</b>	<b>2.2%</b>	<b>589</b>	<b>452</b>	<b>-23.4%</b>	<b>1,187</b>	<b>11.4%</b>
毛利率	65.1%	68.9%	-2.7ppt	64.5%	66.0%	-2.2ppt	56.0%	3.8%
经营利润率	29.8%	25.3%	-1.6ppt	29.5%	25.4%	-0.3ppt	20.7%	2.2%
核心净利率	28.8%	24.4%	-2.4ppt	29.2%	23.6%	-1.1ppt	21.7%	1.9%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 盈利预测变动

	2H16	2H17	按年增长	2016	2017	按年增长
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
注射剂	1,031	1,066	3.4%	1,124	1,163	3.4%
软胶囊	412	404	-2.1%	469	460	-2.1%
颗粒	355	377	6.5%	412	434	5.5%
配方颗粒及其他	377	376	-0.2%	534	534	-0.1%
<b>收入</b>	<b>2,175</b>	<b>2,223</b>	<b>2.2%</b>	<b>2,540</b>	<b>2,591</b>	<b>2.0%</b>
销售成本	(819)	(748)	-8.6%	(954)	(862)	-9.6%
<b>毛利</b>	<b>1,356</b>	<b>1,475</b>	<b>8.8%</b>	<b>1,586</b>	<b>1,729</b>	<b>9.0%</b>
其他收入	0	19	N/A	0	20	N/A
分销开支	(423)	(571)	34.9%	(470)	(546)	16.0%
行政开支	(306)	(273)	-10.7%	(355)	(412)	16.0%
研发开支	(87)	(89)	2.2%	(102)	(104)	2.0%
<b>经营利润</b>	<b>539</b>	<b>560</b>	<b>3.9%</b>	<b>660</b>	<b>688</b>	<b>4.2%</b>
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	115	117	2.4%	125	128	2.7%
税前利润	654	678	3.6%	784	816	4.0%
税项	(131)	(136)	3.6%	(157)	(163)	4.0%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A
<b>净利润</b>	<b>523</b>	<b>542</b>	<b>3.6%</b>	<b>627</b>	<b>653</b>	<b>4.0%</b>
毛利率	62.3%	66.3%	-2.7ppt	62.4%	66.7%	-2.2ppt
经营利润率	24.8%	25.2%	-1.6ppt	26.0%	26.5%	-0.3ppt
核心净利率	24.1%	24.4%	-2.4ppt	24.7%	25.2%	-1.1ppt

资料来源: 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(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
神威药业	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
白云山	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
丽珠制药	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
中国中药	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
康臣药业	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

资料来源：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
<b>收入</b>	<b>1,993.4</b>	<b>1,919.6</b>	<b>2,223.0</b>	<b>2,590.7</b>	<b>2,981.5</b>
注射液	1,109.8	982.2	1,065.6	1,163.0	1,273.7
软胶囊	363.4	356.3	403.8	459.7	524.0
颗粒	384.3	328.8	377.4	434.3	499.0
其他	135.9	252.3	376.2	533.8	684.8
销售成本	(706.9)	(652.5)	(748.2)	(861.9)	(984.3)
<b>毛利</b>	<b>1,286.5</b>	<b>1,267.1</b>	<b>1,474.8</b>	<b>1,728.9</b>	<b>1,997.2</b>
其他收益	23.7	79.2	18.7	19.7	21.4
销售费用	(370.7)	(515.2)	(570.6)	(545.7)	(602.4)
行政费用	(277.4)	(246.7)	(273.5)	(411.7)	(473.3)
研发开支	(73.6)	(96.5)	(88.9)	(103.6)	(119.3)
<b>息税前收益</b>	<b>588.5</b>	<b>487.8</b>	<b>560.5</b>	<b>687.6</b>	<b>823.5</b>
净财务收入 / (支出)	100.6	101.6	117.3	128.1	142.3
非经常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>695.3</b>	<b>587.8</b>	<b>677.8</b>	<b>815.6</b>	<b>965.8</b>
所得税	(106.1)	(136.3)	(135.6)	(163.1)	(193.2)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>589.2</b>	<b>451.6</b>	<b>542.2</b>	<b>652.5</b>	<b>772.7</b>
<b>核心净利润</b>	<b>582.1</b>	<b>453.4</b>	<b>542.2</b>	<b>652.5</b>	<b>772.7</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>783.7</b>	<b>686.9</b>	<b>761.0</b>	<b>894.1</b>	<b>1,035.9</b>

资料来源: 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
<b>非流动资产</b>	<b>2,214.3</b>	<b>2,104.8</b>	<b>2,002.4</b>	<b>1,889.7</b>	<b>1,772.3</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>4,251.0</b>	<b>4,560.3</b>	<b>4,956.7</b>	<b>5,515.5</b>	<b>6,152.3</b>
现金及现金等值物	3,218.4	3,532.4	3,798.1	4,206.4	4,686.5
应收贸易款项	682.2	702.8	791.4	901.5	1,018.5
存货	294.4	280.2	322.3	362.7	402.5
其他流动资产	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
<b>流动负债</b>	<b>673.1</b>	<b>709.3</b>	<b>725.7</b>	<b>763.2</b>	<b>803.6</b>
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	615.2	657.1	673.5	711.0	751.5
其他流动负债	57.8	52.2	52.2	52.2	52.2
<b>非流动负债</b>	<b>165.5</b>	<b>134.9</b>	<b>134.9</b>	<b>134.9</b>	<b>134.9</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>5,626.7</b>	<b>5,821.0</b>	<b>6,098.5</b>	<b>6,507.1</b>	<b>6,986.1</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>股东权益</b>	<b>5,626.7</b>	<b>5,821.0</b>	<b>6,098.5</b>	<b>6,507.1</b>	<b>6,986.1</b>

资料来源: 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
<b>息税前收益</b>	<b>588.5</b>	<b>487.8</b>	<b>560.5</b>	<b>687.6</b>	<b>823.5</b>
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	(114.3)	(113.0)	(116.3)
税务开支	(101.8)	(136.3)	(135.6)	(163.1)	(193.2)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>733.5</b>	<b>580.1</b>	<b>511.1</b>	<b>618.0</b>	<b>726.5</b>
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	44.0	48.9
其他	70.7	40.2	77.0	84.0	93.4
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(79.7)</b>	<b>(1.4)</b>	<b>19.2</b>	<b>34.3</b>	<b>47.2</b>
债务变化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(244.0)	(293.6)
利息开支	-	-	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(264.6)</b>	<b>(264.6)</b>	<b>(264.6)</b>	<b>(244.0)</b>	<b>(293.6)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>389.2</b>	<b>314.1</b>	<b>265.6</b>	<b>408.3</b>	<b>480.1</b>
年初现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,798.1	4,206.4
汇兑差额	3.0	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>3,218.4</b>	<b>3,532.5</b>	<b>3,798.1</b>	<b>4,206.4</b>	<b>4,686.5</b>

资料来源: 公司, 招银国际预测

## 主要比率

年结: 12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
注射液	55.7	51.2	47.9	44.9	42.7
软胶囊	18.2	18.6	18.2	17.7	17.6
颗粒	19.3	17.1	17.0	16.8	16.7
其他	6.8	13.1	16.9	20.6	23.0
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	64.5	66.0	66.3	66.7	67.0
息税折摊前利润率	39.3	35.8	34.2	34.5	34.7
税前利率	34.9	30.6	30.5	31.5	32.4
净利润率	29.6	23.5	24.4	25.2	25.9
核心净利润率	29.2	23.6	24.4	25.2	25.9
有效税率	15.3	23.2	20.0	20.0	20.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	(3.0)	(3.7)	15.8	16.5	15.1
毛利	(5.5)	(1.5)	16.4	17.2	15.5
息税折摊前利润	(9.2)	(12.4)	10.8	17.5	15.9
经营利润	(15.5)	(17.1)	14.9	22.7	19.8
净利润	(10.4)	(23.4)	20.1	20.3	18.4
核心净利润	(11.0)	(22.1)	19.6	20.3	18.4
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	6.3	6.4	6.8	7.2	7.7
平均应收账款周转天数	7.5	11.7	10.5	8.5	8.5
平均应付账款周转天数	89.2	95.4	92.3	92.2	92.5
平均存货周转天数	164.0	160.7	147.0	145.1	141.9
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	10.5	7.8	8.9	10.0	11.1
资产回报率	9.1	6.8	7.8	8.8	9.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.71	0.55	0.66	0.79	0.93
核心每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	6.80	7.04	7.37	7.87	8.45

资料来源: 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。