

# 神威药业(2877 HK)

## 重现黎明曙光

- ❖ **复苏迹象显现。**2017 上半年神威药业业绩依然让市场失望，总收入一季度同比下跌 14.6%，二季度同比下跌 11.1%。然而，公司三季度收入下跌收窄至 1.4%，下跌幅度收窄原因 1) 中药注射剂产品渠道去库存基本完成，2) 非处方药销售队伍整改完成，及 3) 中药配方颗粒增长非常强劲。公司过去经历了连续三年的收入下跌，我们预测神威药业 2018 年将进入复苏通道，逆转下跌趋势，收入将录得增长。
- ❖ **增长新动力：中药配方颗粒。**神威的中药配方颗粒产品于 2015 年上市，截至目前，公司 600 多种中药配方颗粒被纳入河北省医保目录，其配方颗粒产品覆盖河北省 70% 的中医院。未来随着配方颗粒行业的逐步开放，我们认为神威有潜力进一步拓展其中药配方颗粒业务。
- ❖ **管理层表示会进一步精简管理费用。**公司 2017 上半年管理费用同比下降 12%，管理费用总收入占比为 15.2%（对比 2016 上半年管理费率的 15%）。管理费用下跌主要是由于公司内部实施成本管控，总员工数目也在减少。公司期望未来能够提高内部的经营管理效率，同时进一步实施成本管控，降低管理费用。因此，我们预测公司 2018 年经营利润率将有所改善。
- ❖ **派息最多的医药公司之一。**公司派息较为慷慨，2016 年派息比率为 45.1%，股息率达 4.5%，追溯过去 5 年，公司一直保持一个比较稳定的派息比例。截至 2017 年 6 月底，公司账面现金达 34 亿人民币，且无任何银行贷款，财务状况十分稳健。我们认为公司若无进一步提高派息的打算，至少会维持目前的派息比率。
- ❖ **市场过度悲观。**根据彭博终端的显示，市场预期神威 2017 年收入同比下跌 14.7%，净利润同比下跌 33.1%，而我们认为神威业务已经开始显露复苏迹象，市场对于公司业务发展过于悲观。考虑到公司中药配方颗粒业务增长强劲，核心业务目前缓慢复苏以及公司经营管理效率的改善，我们相信公司业务于 2018 年将恢复增长。目前公司股价估值为 2017 年/2018 年预测市盈率 13.5 倍/12.9 倍。
- ❖ **催化剂：**1) 2017 年业绩超预期；2) 中药配方颗粒业务。**风险：**1) 政府进一步限制管控中药注射剂；2) 中药配方颗粒出台标准较为严苛，中药配方颗粒行业地方保护主义盛行。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	2,229.2	2,054.8	1,993.4
核心净利润(百万人民币)	704.8	657.9	589.2
核心 EPS (人民币)	0.85	0.80	0.71
EPS 变动 (%)	2.4	-5.9	-11.3
市盈率 (x)	11.1	10.3	11.1
市帐率 (x)	1.6	1.3	1.2
股息率 (%)	3.5	4.1	4.3
权益收益率 (%)	15.1	12.9	10.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

### 未评级

当前股价 HK\$7.72

#### 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)	6,393
3 个月平均流通(百万)	5.56
52 周内高/低(港元)	9.60/6.67
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	10.4%	2.2%
3 月	7.2%	-1.9%
6 月	0.8%	-14.7%

数据源：彭博

### 股价表现

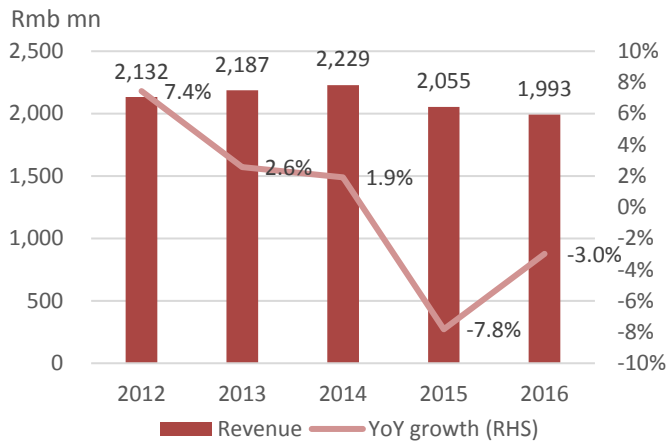


数据源：彭博

审计师: Deloitte

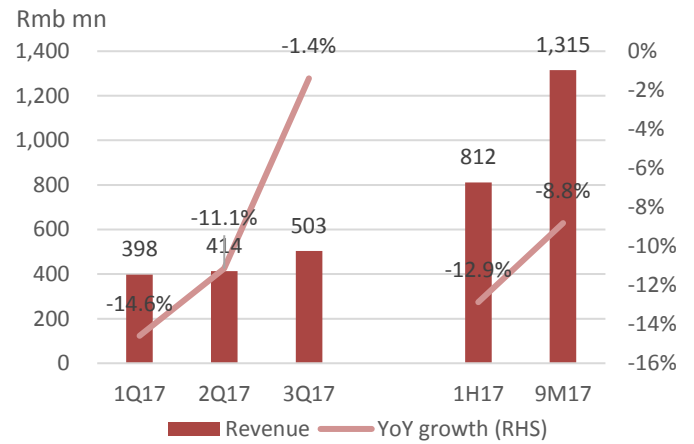
公司网站: [www.shineway.com](http://www.shineway.com)

图 1: 过去 5 年神威制药收入



资料来源: 公司

图 2: 2017 年神威制药收入



资料来源: 公司

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	7.73	6,393	11.1	13.5	12.9	1.2	1.0	1.0	4.4	N/A	N/A	10.8	7.1	7.4
丽珠制药	1513	65.70	44,963	30.1	12.6	25.2	3.8	3.0	2.7	17.5	22.4	19.2	14.5	20.5	11.5
白云山	874	24.75	56,275	16.7	18.1	16.0	1.7	1.8	1.6	18.4	17.6	18.1	11.7	10.4	11.3
中国中药	570	4.76	21,094	14.8	14.9	12.5	1.2	1.4	1.3	9.1	9.7	8.3	8.5	9.3	10.4
康臣药业	1681	8.74	7,635	10.8	15.4	13.3	1.9	2.8	2.4	6.8	9.5	8.0	18.1	22.1	22.8
培力控股	1498	3.11	770	28.3	10.7	N/A	2.0	1.3	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
			平均	20.1	14.4	16.7	2.1	2.0	2.0	13.2	14.8	13.4	11.9	14.9	14.0

资料来源: 彭博, 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。