

神威藥業(2877 HK)

業績重回正軌

- ❖ **首次覆蓋給予買入評級，目標價 13.0 港元。**我們認為神威目前正處於業務運營的拐點。中藥注射劑方面，我們預計受益于全行業的整合，神威將進一步擴大自己的市場份額。軟膠囊和顆粒劑產品方面，由於公司獨家產品納入新醫保，品牌形象較強以及銷售團隊的重組，這兩塊業務未來增速可期。此外，我們預計中藥配方顆粒業務未來將從市場拓展中獲得較大的增長潛力。總體而言，我們認為公司最壞情況已經結束，2018 年應該是神威業績的拐點期。我們首次覆蓋公司，給予買入評級，目標價 13.0 港元，目標價由現金流折現模型算出（WACC：12.8%，終值增長率：2.0%）。
- ❖ **受益於中藥注射劑行業整合。**中藥注射劑的限制政策和監管引發了行業內新一輪的整合。神威作為規模較大、產品驗證有效且品牌形象較強的龍頭中藥注射劑生產商，預計未來將從行業整合中受益，擴大市場份額。儘管我們預計中藥注射劑行業未來增長停滯不前，但神威有可能在這輪市場整合中實現高單位數增長。
- ❖ **醫保獨家產品添加增長動力。**神威的兩款獨家產品清開靈軟膠囊和滑膜炎顆粒已被列入最新的國家醫保目錄。考慮到神威強大的品牌形象以及銷售團隊的重組，我們相信 2018/2019 年，公司軟膠囊將錄得 13.8%/13.8% 的增長，顆粒劑產品將實現 16.4%/16.2% 的收入增長。
- ❖ **中藥配方顆粒擴張潛力較大。**自 2014 年神威開始在河北省出售中藥配方顆粒。隨著中藥配方顆粒市場的逐步開放，我們認為未來神威有可能將其分銷網路擴展至更多省份。考慮到行業內的自生增速以及河北省內的進一步擴張，我們認為 2018/2019 年公司中藥配方顆粒收入將分別增長 85.2%/60.0%，成為公司業績增長的主要動力。
- ❖ **預計 2018/2019 年核心淨利潤增長 29.0%/19.9%。**我們預計 2018/2019 年收入分別增長 16.2%/16.8%。隨著經營利潤率的改善以及稅率恢復到正常水準，我們預計 2018/19 年的核心淨利率將提高至 24.1%/24.7%。因此，預計核心淨利潤 2018/19 年分別增長 29.0%/19.8% 至 5.23 億/6.27 億人民幣。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	2,055	1,993	1,871	2,175	2,540
核心淨利潤 (百萬人民幣)	654	582	406	523	627
核心 EPS (人民幣)	0.79	0.70	0.49	0.63	0.76
EPS 變動 (%)	-8.0	-11.0	-30.3	29.0	19.9
市盈率 (x)	11.3	12.7	18.2	14.1	11.7
市帳率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	3.6	3.6	2.5	3.2	3.8
權益收益率 (%)	12.4	10.5	7.0	8.6	9.7
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 (首次覆蓋)

目標價	HK\$13.00
潛在升幅	+24.0%
當前股價	HK\$10.48

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)	8,667
3 個月平均流通(百萬)	10.75
52 周內高/低(港元)	10.6/6.7
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	29.3%	37.8%
3 月	37.8%	36.4%
6 月	36.5%	26.3%

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

投資要點

業績重回正軌

首次覆蓋，給予買入評級，目標價 13.0 港元

儘管神威藥業過去幾年業績十分低迷，我們認為目前的神威正處於業績拐點期。中藥注射劑方面，我們預計受益於全行業的整合，神威將進一步擴大自己的市場份額。軟膠囊和顆粒劑產品方面，由於公司獨家產品納入新醫保，品牌形象較強以及銷售團隊的重組，這兩塊業務未來增速可期。此外，我們預計中藥配方顆粒業務未來將從市場拓展中獲得較大的增長潛力。總體而言，我們認為公司最壞情況已經結束，2018年應該是神威業績的拐點期。我們首次覆蓋公司，給予買入評級，目標價 13.0 港元，目標價由現金流折現模型算出（WACC：12.8%，終值增長率 2.0%）。

中藥注射劑行業整合惠及龍頭企業

我們相信政府有意調整但不能消除中藥注射劑行業。在新一輪的國家醫保目錄中，雖然超過 80% 的中藥注射劑具有使用限制，但僅有一款中藥注射劑從最新的國家醫保目錄中調出。這些用藥限制將引導醫院更合理的使用中藥注射劑。此外，政府將積極推動注射劑產品的藥效重估。我們相信這些措施都將推動中藥注射劑行業的整合。產品經驗證且品質較佳的龍頭中藥注射劑生產商將在行業長期整合中生存下來。我們相信，像神威這樣的龍頭企業將從行業整合中受益。因此，我們預計 2018/19 年公司中藥注射劑業務分別增長 8.7%/9.7%。

獨家國家醫保目錄產品添加增長動力

神威的兩款獨家產品清開靈軟膠囊和滑膜炎顆粒已被列入最新的國家醫保目錄。考慮到神威強大的品牌形象以及銷售團隊的重組，我們相信 2018/2019 年，公司軟膠囊將錄得 13.8%/13.8% 的增長，顆粒劑產品將實現 16.4%/16.2% 的收入增長。

中藥配方顆粒擴張潛力較大。

神威自 2014 年起在河北省開始銷售中藥配方顆粒，目前生產 600 餘種配方顆粒，其產品已列入河北省省醫保目錄名單。神威在全省 100 多家中醫院安裝了 120 台配藥機。配方顆粒大部分收入來自這些醫院。預計隨著中藥配方顆粒市場的逐漸開放，我們相信神威有潛力將其分銷網路擴展至更多省份。考慮行業內的自生增速以及河北省內進一步的擴張，我們認為中藥配方顆粒業務將成為公司的主要增長動力，預計 2018/19 年收入分別增長 85.2%/60.0%。

運營效率提高，經營利潤率改善

由於銷售表現不佳，公司經營利潤率從 2015/2016 年的 33.9%/29.5% 下降至 2017 年的 23.2%。然而，隨著公司內部成本控制的實施、銷售團隊的重組以及收入增長的恢復，我們預計未來幾年經營利潤率將有所改善，預計 2018 年/19 年經營利潤率分別達到 24.8%/26.0%。

預計 2018 / 19 年核心淨利潤分別增長 29.0% / 19.9%

我們預計 2018 / 19 年的公司總收入分別增長 16.2% / 16.8%。隨著經營利潤率的改善以及稅率恢復到正常水準，我們預計 2018 / 19 年的核心淨利率將提高至 24.1% / 24.7%。因此，預計核心淨利潤 2018 / 19 年分別增長 29.0% / 19.8% 至 5.23 億 / 6.27 億人民幣。

投資風險

(1) 政府進一步限制中藥注射劑的使用，(2) 藥品重大不良反應，(3) 原材料成本大幅上漲，(4) 主要產品招標降價，(5) 中藥配方顆粒擴張速度低於預期

估值

首次覆蓋，給予買入評級，目標價 13.0 港元

我們認為神威目前正處於業務運營的拐點。中藥注射劑方面，我們預計受益於全行業的整合，神威將進一步擴大自己的市場份額。軟膠囊和顆粒劑產品方面，由於公司獨家產品納入新醫保，品牌形象較強以及銷售團隊的重組，這兩塊業務未來增速可期。此外，我們預計中藥配方顆粒業務未來將從市場拓展中獲得較大的增長潛力。總體而言，我們認為公司最壞情況已經結束，2018年應該是神威業績的拐點期。我們首次覆蓋公司，給予買入評級和目標價為 13.0 港元。

我們的目標價通過用 5 年現金流折現模型獲得，WACC 為 12.8%，終值增長率為 2.0%。詳情請參考下圖。

圖 1: 神威藥業現金流折現模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	百萬元人民幣	百萬元人民幣	百萬元人民幣	百萬元人民幣	百萬元人民幣
淨利潤	523	627	738	865	1,012
折攤	207	216	224	233	241
稅後淨利息	(137)	(150)	(164)	(181)	(201)
資本開支	(144)	(142)	(139)	(134)	(128)
營運現金變動	(107)	(128)	(134)	(152)	(172)
自由現金流	341	423	525	631	752
終值					7,084
公司價值	5,676				
減: 負債及優先股	0				
銀行存款及保證金	3,486				
股權價值	9,162				
股本數量	827				
每股價值(人民幣)	11.08				
每股價值(港元)	13.00				
無風險利率	4.0%				
Beta	1.0				
風險溢價	9.2%				
股權成本	13.1%				
債務成本	6.0%				
WACC	12.8%				
終值增長率	2.0%				

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 敏感性分析

終值增長率 / WACC	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%
0.5%	13.50	13.00	12.70	12.30	12.00	11.70	11.40
1.0%	13.80	13.30	12.90	12.50	12.20	11.90	11.60
1.5%	14.10	13.60	13.20	12.80	12.40	12.10	11.80
2.0%	14.50	14.00	13.50	13.00	12.70	12.30	12.00
2.5%	14.90	14.30	13.80	13.30	12.90	12.50	12.20
3.0%	15.40	14.80	14.20	13.70	13.20	12.80	12.40
3.5%	15.90	15.20	14.60	14.00	13.50	13.10	12.70

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價		市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)		
		港元	百萬元	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
神威藥業	2877	10.48	8,667	12.7	18.2	14.1	1.3	1.3	1.2	7.6	9.0	7.3	10.5	7.0	8.6
麗珠製藥	1513	20.85	47,470	16.7	15.0	13.2	1.7	1.5	1.4	18.4	13.3	14.4	11.7	10.4	11.3
白雲山	874	60.30	41,698	30.1	12.4	24.2	3.8	2.8	2.6	17.5	19.2	16.4	14.5	27.5	11.4
中國中藥	570	4.58	20,296	14.8	14.1	11.7	1.2	1.3	1.2	9.1	9.2	7.8	8.5	9.4	10.6
康臣藥業	1681	8.65	7,557	10.8	14.8	12.8	1.9	2.7	2.3	6.8	9.3	7.7	18.1	21.4	21.4
培力控股	1498	2.43	602	28.3	8.6	N/A	2.0	1.0	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
			平均	20.1	13.0	15.5	2.1	1.8	1.8	13.2	12.7	11.6	11.9	16.2	13.7

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,054.8	1,993.4	1,871.3	2,174.6	2,540.1
注射液	1,166.6	1,109.8	948.3	1,030.6	1,124.3
軟膠囊	410.5	363.4	362.3	412.4	469.5
顆粒	392.9	384.3	304.6	354.5	411.8
其他	84.9	135.9	256.0	377.1	534.5
銷售成本	(693.9)	(706.9)	(706.5)	(818.8)	(953.9)
毛利	1,360.9	1,286.5	1,164.8	1,355.8	1,586.2
其他收益	83.8	23.7	-	-	-
銷售費用	(375.5)	(370.7)	(393.4)	(423.1)	(470.3)
行政費用	(303.8)	(277.4)	(262.3)	(306.4)	(354.8)
研發開支	(68.9)	(73.6)	(74.9)	(87.0)	(101.6)
息稅前收益	696.5	588.5	434.3	539.4	659.6
淨財務收入 / (支出)	97.3	100.6	106.4	114.5	124.7
非經常性收入	3.4	6.1	-	-	-
稅前利潤	797.2	695.3	540.7	653.9	784.3
所得稅	(139.5)	(106.1)	(135.2)	(130.8)	(156.9)
非控制股東權益	0.2	-	-	-	-
淨利潤	657.9	589.2	405.5	523.1	627.4
核心淨利潤	654.0	582.1	405.5	523.1	627.4
息稅折攤前收益	862.8	783.7	632.1	745.9	875.2

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	2,312.6	2,214.3	2,148.5	2,086.1	2,012.4
物業、厂房及設備	1,529.0	1,466.5	1,441.0	1,419.0	1,385.8
無形資產	388.7	348.4	308.0	267.6	227.2
商譽	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
其他非流動資產	235.6	240.2	240.2	240.2	240.2
流動資產	3,840.5	4,251.0	4,436.4	4,870.9	5,374.3
現金及現金等值物	2,826.2	3,218.4	3,431.4	3,727.2	4,064.6
應收貿易款項	628.2	682.2	649.6	739.8	847.4
存貨	340.9	294.4	299.4	347.9	406.4
其他流動資產	45.2	55.9	55.9	55.9	55.9
流動負債	701.6	673.1	651.7	683.2	721.0
應付貿易賬款	676.2	615.2	593.9	625.4	663.2
其他流動負債	25.4	57.8	57.8	57.8	57.8
非流動負債	155.5	165.5	165.5	165.5	165.5
淨資產總值	5,296.0	5,626.7	5,767.6	6,108.2	6,500.2
股東權益	5,296.0	5,626.7	5,767.6	6,108.2	6,500.2

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	696.5	588.5	434.3	539.4	659.6
折攤和推銷	166.3	195.1	197.8	206.5	215.5
營運資金變動	61.7	46.0	6.3	(107.2)	(128.3)
稅務開支	(172.5)	(101.8)	(135.2)	(130.8)	(156.9)
其他	(7.3)	5.7	-	-	-
經營活動所得現金淨額	744.7	733.5	503.3	507.8	590.0
資本開支	(428.4)	(185.2)	(132.0)	(144.1)	(141.9)
可供出售投資變動	45.2	34.8	36.6	39.4	42.9
其他	254.1	70.7	69.8	75.2	81.8
投資活動所得現金淨額	(129.2)	(79.7)	(25.6)	(29.6)	(17.2)
債務變化	(200.0)	-	-	-	-
派息	(272.9)	(264.6)	(264.6)	(182.5)	(235.4)
利息開支	(0.8)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(473.7)	(264.6)	(264.6)	(182.5)	(235.4)
現金淨變動	141.8	389.2	213.0	295.8	337.4
年初現金及現金等值物	2,688.1	2,826.2	3,218.4	3,431.4	3,727.2
匯兌差額	(3.7)	3.0	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,826.2	3,218.4	3,431.4	3,727.2	4,064.6

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
注射液	56.8	55.7	50.7	47.4	44.3
軟膠囊	20.0	18.2	19.4	19.0	18.5
顆粒	19.1	19.3	16.3	16.3	16.2
其他	4.1	6.8	13.7	17.3	21.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66.2	64.5	62.2	62.3	62.4
息稅折攤前利潤率	42.0	39.3	33.8	34.3	34.5
稅前利率	38.8	34.9	28.9	30.1	30.9
淨利潤率	32.0	29.6	21.7	24.1	24.7
核心淨利潤率	31.8	29.2	21.7	24.1	24.7
有效稅率	17.5	15.3	25.0	20.0	20.0
增長 (%)					
收入	(7.8)	(3.0)	(6.1)	16.2	16.8
毛利	(7.9)	(5.5)	(9.5)	16.4	17.0
息稅折攤前利潤	(4.6)	(9.2)	(19.3)	18.0	17.3
經營利潤	(7.9)	(15.5)	(26.2)	24.2	22.3
淨利潤	(6.7)	(10.4)	(31.2)	29.0	19.9
核心淨利潤	(8.0)	(11.0)	(30.3)	29.0	19.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	5.5	6.3	6.8	7.1	7.5
平均應收賬款周轉天數	3.9	7.5	9.5	8.5	8.5
平均應付賬款周轉天數	93.3	89.2	82.7	74.8	74.6
平均存貨周轉天數	164.8	164.0	153.4	144.3	144.3
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	12.4	10.5	7.0	8.6	9.7
資產回報率	10.7	9.1	6.2	7.5	8.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.80	0.71	0.49	0.63	0.76
核心每股盈利(人民幣)	0.79	0.70	0.49	0.63	0.76
每股股息(港元)	0.32	0.32	0.22	0.28	0.34
每股賬面值(人民幣)	6.40	6.80	6.97	7.39	7.86

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。