

神威药业(2877 HK)

一季度强劲业绩确定复苏趋势

❖ **18 年一季度收入超预期，已达我们全年预测 30.1%。**一季度总收入按年升 68.3%至 6.7 亿人民币，当中所有业务板块均显示强劲的复苏势头：注射剂产品升 85.3%，软胶囊升 36.3%，颗粒升 46.6%，配方颗粒升 151.5%，其他产品则升 23.4%，他们分别占总收入的 55.1%、14.6%、17.4%、8.1%及 4.8%。在过去七年，一季度一般只占全年总收入的 25%以下（除了在 2015 年占 26.6%），我们认为公司 18 年一季度的收入增长远超我们及市场的预期。我们认为强劲的增长主要由于(1)核心业务的复苏，及(2)17 年一季度的低基数效应。

❖ **核心业务的复苏。**核心业务（注射剂、软胶囊及颗粒）在一季度均录得显著增长，我们在此前的报告亦有提及，我们相信高增长主要源于(1)中药注射剂行业的整合，及(2)独家医保产品的增长，再加上分级诊疗、提价及提升销售网络覆盖均会继续支持神威的业务增长。核心业务收入在 2017 年一季度下跌了 20.6%，但已于 2017 年四季度止跌回升，并在 2018 年一季度录得 66.4%的增长，我们因而认为公司最坏的时间已经过去，并会在 2018 年继续复苏。

❖ **中药配方颗粒强劲增长持续。**18 年一季度中药配方颗粒收入按年大升 151.5%至 5,400 万人民币，占总收入的 8.1%。预期神威可随行业的开放而进入更多的省份，另外亦会在河北省加强分销网络的覆盖，所以我们预计中药配方颗粒业务可继续维持高速增长并在未来几年成为公司其中一个主要增长动力。

❖ **上调 18E/19E 核心净利润预测 7.3%/12.8%。**由于一季度强劲的业绩表现，我们上调了 18E/19E 收入预测 6.3%/11.4%，在其他因素不变的情况下，核心净利润因而上调 7.3%/12.8%。我们现在预测 18E/19E 收入增长 23.1%/22.2%，核心净利润增长 28.3%/26.5%。

❖ **维持买入评级，目标价上调至 17.70 港元。**我们把目标价由 15.30 港元上调至 17.70 港元以反映我们最新的财务预测，一季度业绩支持我们对公司的观点，即最坏时刻应已过去，而复苏势头将持续。我们的目标价代表着 2018E/19E 市盈率 20.1x/16.0x 及 16.1%的上升潜力。

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	2,362	2,887	3,454
核心净利润(百万人民币)	582	453	582	736	906
核心 EPS (人民币)	0.70	0.55	0.70	0.89	1.10
EPS 变动 (%)	-11.0	-22.1	28.3	26.5	23.1
市盈率 (x)	17.6	22.6	17.6	13.9	11.3
市帐率 (x)	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4
股息率 (%)	2.6	2.6	2.6	3.2	4.0
权益收益率 (%)	10.5	7.8	9.5	11.1	12.6
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\$17.70
（前目标价	HK\$15.70）
潜在升幅	+16.1%
当前股价	HK\$15.24

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	12,603
3 个月平均流通(百万)	35.8
52 周内高/低(港元)	15.80/6.67
总股本(百万)	827

数据来源：彭博

股东结构

李振江	66.1%
流通股	33.6%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	26.0%	26.3%
3 月	81.6%	97.7%
6 月	105.0%	91.8%

数据来源：彭博

股价表现

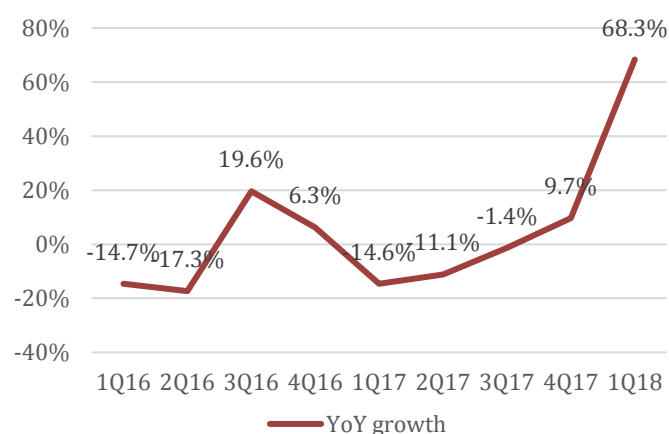


数据来源：彭博

审计师: Deloitte

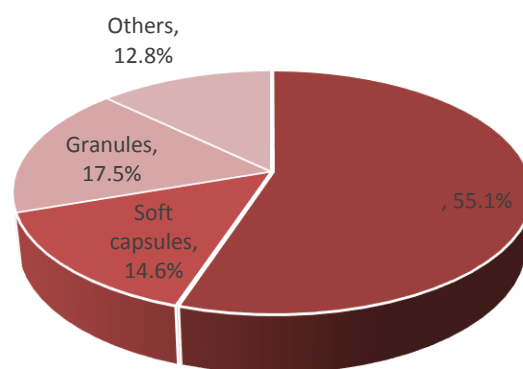
公司网站: www.shineway.com

图 1: 季度收入增长



数据源：公司、招银国际

图 2: 18 年一季度收入构成



数据源：公司、招银国际

图 3: 盈利预测变动

	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	1,066	1,170	9.8%	1,163	1,382	18.8%
软胶囊	404	428	5.9%	460	511	11.2%
颗粒	377	388	2.9%	434	460	5.8%
配方颗粒及其他	376	376	0.0%	534	534	0.1%
收入	2,223	2,362	6.3%	2,591	2,887	11.4%
销售成本	(748)	(793)	6.0%	(862)	(958)	11.1%
毛利	1,475	1,569	6.4%	1,729	1,929	11.6%
其他收入	19	19	N/A	20	21	N/A
分销开支	(571)	(598)	4.7%	(546)	(594)	8.9%
行政开支	(273)	(286)	4.7%	(412)	(448)	8.9%
研发开支	(89)	(94)	6.3%	(104)	(115)	11.4%
经营利润	560	610	8.8%	688	792	15.2%
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	128	0.1%
税前利润	678	727	7.3%	816	920	12.8%
税项	(136)	(145)	7.3%	(163)	(184)	12.8%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A
净利润	542	582	7.3%	653	736	12.8%
毛利率	66.3%	66.4%	0.1%	66.7%	66.8%	0.1%
经营利润率	25.2%	25.8%	0.6%	26.5%	27.4%	0.9%
核心净利率	24.4%	24.6%	0.2%	25.2%	25.5%	0.3%

数据源：招银国际预测

图 4: 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	15.24	12,603	22.5	17.6	13.9	1.8	1.7	1.5	9.7	7.9	6.0	7.8	9.5	11.1
白云山	874	26.30	59,331	15.1	16.3	14.6	1.7	1.7	1.6	9.5	N/A	N/A	11.4	10.7	11.3
丽珠制药	1513	58.65	41,864	8.2	24.0	20.2	3.4	2.3	2.1	18.3	N/A	N/A	51.3	9.9	11.1
中国中药	570	6.24	27,653	13.1	16.3	13.9	1.2	1.6	1.5	8.0	9.5	8.0	9.7	10.2	10.9
康臣药业	1681	8.67	7,575	12.8	13.0	11.0	2.9	2.6	2.2	8.4	7.5	5.9	22.6	24.5	24.8
培力控股	1498	2.41	597	383.5	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A	26.9	N/A	N/A	0.4	N/A	N/A
平均				86.6	17.4	14.9	2.1	2.1	1.9	14.2	8.5	7.0	19.1	13.8	14.5

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	2,362.4	2,886.7	3,454.1
注射液	1,109.8	982.2	1,170.0	1,381.7	1,617.9
软胶囊	363.4	356.3	427.8	511.1	607.0
颗粒	384.3	328.8	388.3	459.7	542.8
其他	135.9	252.3	376.2	534.3	686.4
销售成本	(706.9)	(652.5)	(793.3)	(957.9)	(1,138.2)
毛利	1,286.5	1,267.1	1,569.1	1,928.8	2,315.9
其他收益	23.7	79.2	19.3	20.9	23.3
销售费用	(370.7)	(515.2)	(597.6)	(594.2)	(678.5)
行政费用	(277.4)	(246.7)	(286.4)	(448.3)	(533.1)
研发开支	(73.6)	(96.5)	(94.5)	(115.5)	(138.2)
息税前收益	588.5	487.8	609.8	791.8	989.5
净财务收入 / (支出)	100.6	101.6	117.2	128.2	143.4
非经常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
税前利润	695.3	587.8	727.0	920.0	1,132.9
所得税	(106.1)	(136.3)	(145.4)	(184.0)	(226.6)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	589.2	451.6	581.6	736.0	906.3
核心净利润	582.1	453.4	581.6	736.0	906.3
息税折摊前收益	783.7	686.9	810.3	998.3	1,201.9

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	5,011.0	5,652.4	6,404.4
现金及现金等值物	3,218.4	3,532.4	3,793.9	4,220.4	4,744.8
应收贸易款项	682.2	702.8	829.7	982.9	1,148.4
存货	294.4	280.2	342.5	404.1	466.3
其他流动资产	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
流动负债	673.1	709.3	740.5	794.9	854.5
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	615.2	657.1	688.4	742.7	802.3
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	6,138.0	6,612.2	7,187.4
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	5,626.7	5,821.0	6,138.0	6,612.2	7,187.4

数据源: 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
息税前收益	588.5	487.8	609.8	791.8	989.5
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	(158.0)	(160.4)	(168.1)
税务开支	(101.8)	(136.3)	(145.4)	(184.0)	(226.6)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
经营活动所得现金净额	733.5	580.1	506.9	653.9	807.2
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	44.1	49.3
其他	70.7	40.2	76.9	84.2	94.1
投资活动所得现金净额	(79.7)	(1.4)	19.1	34.4	48.4
债务变化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(261.7)	(331.2)
利息开支	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(261.7)	(331.2)
现金净变动	389.2	314.1	261.4	426.6	524.3
年初现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,793.9	4,220.4
汇兑差额	3.0	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	3,218.4	3,532.5	3,793.9	4,220.4	4,744.8

数据源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
注射液	55.7	51.2	49.5	47.9	46.8
软胶囊	18.2	18.6	18.1	17.7	17.6
颗粒	19.3	17.1	16.4	15.9	15.7
其他	6.8	13.1	15.9	18.5	19.9
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	66.4	66.8	67.0
息税折摊前利润率	39.3	35.8	34.3	34.6	34.8
税前利率	34.9	30.6	30.8	31.9	32.8
净利率	29.6	23.5	24.6	25.5	26.2
核心净利率	29.2	23.6	24.6	25.5	26.2
有效税率	15.3	23.2	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	(3.0)	(3.7)	23.1	22.2	19.7
毛利	(5.5)	(1.5)	23.8	22.9	20.1
息税折摊前利润	(9.2)	(12.4)	18.0	23.2	20.4
经营利润	(15.5)	(17.1)	25.0	29.8	25.0
净利润	(10.4)	(23.4)	28.8	26.5	23.1
核心净利润	(11.0)	(22.1)	28.3	26.5	23.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	6.3	6.4	6.8	7.1	7.5
平均应收账款周转天数	7.5	11.7	10.1	8.3	8.4
平均应付账款周转天数	89.2	95.4	89.9	90.2	90.8
平均存货周转天数	164.0	160.7	143.3	142.3	139.6
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	10.5	7.8	9.5	11.1	12.6
资产回报率	9.1	6.8	8.3	9.8	11.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.71	0.55	0.70	0.89	1.10
核心每股盈利(人民币)	0.70	0.55	0.70	0.89	1.10
每股股息(港元)	0.32	0.32	0.32	0.40	0.49
每股账面值(人民币)	6.80	7.04	7.42	8.00	8.69

数据源：公司，招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分内容之分析員，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 个工作日内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。