

神威药业(2877 HK)

业绩重回正轨

- ❖ **首次覆盖给予买入评级，目标价 13.0 港元。**我们认为神威目前正处于业务运营的拐点。中药注射剂方面，我们预计受益于全行业的整合，神威将进一步扩大自己的市场份额。软胶囊和颗粒剂产品方面，由于公司独家产品纳入新医保，品牌形象较强以及销售团队的重组，这两块业务未来增速可期。此外，我们预计中药配方颗粒业务未来将从市场拓展中获得较大的增长潜力。总体而言，我们认为公司最坏情况已经结束，2018 年应该是神威业绩的拐点期。我们首次覆盖公司，给予买入评级，目标价 13.0 港元，目标价由现金流折现模型导出（WACC：12.8%，终值增长率：2.0%）。
- ❖ **受益于中药注射剂行业整合。**中药注射剂的限制政策和监管引发了行业内新一轮的整合。神威作为规模较大、产品验证有效且品牌形象较强的龙头中药注射剂生产商，预计未来将从行业整合中受益，扩大市场份额。尽管我们预计中药注射剂行业未来增长停滞不前，但神威有可能在这轮市场整合中实现高单位数增长。
- ❖ **医保独家产品添加增长动力。**神威的两款独家产品清开灵软胶囊和滑膜炎颗粒已被列入最新的国家医保目录。考虑到神威强大的品牌形象以及销售团队的重组，我们相信 2018/2019 年，公司软胶囊将录得 13.8%/13.8% 的增长，颗粒剂产品将实现 16.4%/16.2% 的收入增长。
- ❖ **中药配方颗粒扩张潜力较大。**自 2014 年神威开始在河北省出售中药配方颗粒。随着中药配方颗粒市场的逐步开放，我们认为未来神威有可能将其分销网络扩展至更多省份。考虑到行业内的内生增速以及河北省内的进一步扩张，我们认为 2018/2019 年公司中药配方颗粒收入将分别增长 85.2%/60.0%，成为公司业绩增长的主要动力。
- ❖ **预计 2018/2019 年核心净利润增长 29.0%/19.9%。**我们预计 2018/2019 年收入分别增长 16.2%/16.8%。随着经营利润率的改善以及税率恢复到正常水平，我们预计 2018/19 年的核心净利率将提高至 24.1%/24.7%。因此，预计核心净利润 2018/19 年分别增长 29.0%/19.8% 至 5.23 亿/6.27 亿人民币。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	2,055	1,993	1,871	2,175	2,540
核心净利润(百万人民币)	654	582	406	523	627
核心 EPS (人民币)	0.79	0.70	0.49	0.63	0.76
EPS 变动 (%)	-8.0	-11.0	-30.3	29.0	19.9
市盈率 (x)	11.3	12.7	18.2	14.1	11.7
市帐率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	3.6	3.6	2.5	3.2	3.8
权益收益率 (%)	12.4	10.5	7.0	8.6	9.7
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 (首次覆盖)

目标价	HK\$13.00
潜在升幅	+24.0%
当前股价	HK\$10.48

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)	8,667
3个月平均流通(百万)	10.75
52周内高/低(港元)	10.6/6.7
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	29.3%	37.8%
3月	37.8%	36.4%
6月	36.5%	26.3%

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

投资要点

业绩重回正轨

首次覆盖，给予买入评级，目标价 13.0 港元

尽管神威药业过去几年业绩十分低迷，我们认为目前的神威正处于业绩拐点期。中药注射剂方面，我们预计受益于全行业的整合，神威将进一步扩大自己的市场份额。软胶囊和颗粒剂产品方面，由于公司独家产品纳入新医保，品牌形象较强以及销售团队的重组，这两块业务未来增速可期。此外，我们预计中药配方颗粒业务未来将从市场拓展中获得较大的增长潜力。总体而言，我们认为公司最坏情况已经结束，2018年应该是神威业绩的拐点期。我们首次覆盖公司，给予买入评级，目标价 13.0 港元，目标价由现金流折现模型导出（WACC：12.8%，终值增长率 2.0%）。

中药注射剂行业整合惠及龙头企业

我们相信政府有意调整但不能消除中药注射剂行业。在新一轮的国家医保目录中，虽然超过 80% 的中药注射剂具有使用限制，但仅有一款中药注射剂从最新的国家医保目录中调出。这些用药限制将引导医院更合理的使用中药注射剂。此外，政府将积极推动注射剂产品的药效重估。我们相信这些措施都将推动中药注射行业的整合。产品经验验证且质量较佳的龙头中药注射剂生产商将在行业长期整合中生存下来。我们相信，像神威这样的龙头企业将从行业整合中受益。因此，我们预计 2018 / 19 年公司中药注射剂业务分别增长 8.7% / 9.7%。

独家国家医保目录产品添加增长动力

神威的两款独家产品清开灵软胶囊和滑膜炎颗粒已被列入最新的国家医保目录。考虑到神威强大的品牌形象以及销售团队的重组，我们相信 2018 / 2019 年，公司软胶囊将录得 13.8% / 13.8% 的增长，颗粒剂产品将实现 16.4% / 16.2% 的收入增长。

中药配方颗粒扩张潜力较大。

神威自 2014 年起在河北省开始销售中药配方颗粒，目前生产 600 余种配方颗粒，其产品已列入河北省省医保目录名单。神威在全省 100 多家中医院安装了 120 台配药机。配方颗粒大部分收入来自这些医院。预计随着中药配方颗粒市场的逐渐开放，我们相信神威有潜力将其分销网络扩展至更多省份。考虑行业内的自生增速以及河北省内进一步的扩张，我们认为中药配方颗粒业务将成为公司的主要增长动力，预计 2018 / 19 年收入分别增长 85.2% / 60.0%。

运营效率提高，经营利润率改善

由于销售表现不佳，公司经营利润率从 2015 / 2016 年的 33.9% / 29.5% 下降至 2017 年的 23.2%。然而，随着公司内部成本控制的实施、销售团队的重组以及收入增长的恢复，我们预计未来几年经营利润率将有所改善，预计 2018 年 / 19 年经营利润率分别达到 24.8% / 26.0%。

预计 2018 / 19 年核心净利润分别增长 29.0% / 19.9%

我们预计 2018 / 19 年的公司总收入分别增长 16.2% / 16.8%。随着经营利润率的改善以及税率恢复到正常水平，我们预计 2018 / 19 年的核心净利率将提高至 24.1% / 24.7%。因此，预计核心净利润 2018 / 19 年分别增长 29.0% / 19.8% 至 5.23 亿 / 6.27 亿人民币。

投资风险

(1) 政府进一步限制中药注射剂的使用，(2) 药品重大不良反应，(3) 原材料成本大幅上涨，(4) 主要产品招标降价，(5) 中药配方颗粒扩张速度低于预期

估值

首次覆盖，给予买入评级，目标价 13.0 港元

我们认为神威目前正处于业务运营的拐点。中药注射剂方面，我们预计受益于全行业的整合，神威将进一步扩大自己的市场份额。软胶囊和颗粒剂产品方面，由于公司独家产品纳入新医保，品牌形象较强以及销售团队的重组，这两块业务未来增速可期。此外，我们预计中药配方颗粒业务未来将从市场拓展中获得较大的增长潜力。总体而言，我们认为公司最坏情况已经结束，2018年应该是神威业绩的拐点期。我们首次覆盖公司，给予买入评级和目标价为 13.0 港元。

我们的目标价通过用 5 年现金流折现模型获得，WACC 为 12.8%，终值增长率为 2.0%。详情请参考下图。

图 1: 神威药业现金流折现模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	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
净利润	523	627	738	865	1,012
折摊	207	216	224	233	241
税后净利息	(137)	(150)	(164)	(181)	(201)
资本开支	(144)	(142)	(139)	(134)	(128)
营运现金变动	(107)	(128)	(134)	(152)	(172)
自由现金流	341	423	525	631	752
终值					7,084
公司价值	5,676				
减: 负债及优先股	0				
银行存款及保证金	3,486				
股权价值	9,162				
股本数量	827				
每股价值(人民币)	11.08				
每股价值(港元)	13.00				
无风险利率	4.0%				
Beta	1.0				
风险溢价	9.2%				
股权成本	13.1%				
债务成本	6.0%				
WACC	12.8%				
终值增长率	2.0%				

资料来源：公司，招银国际预测

图 2: 敏感性分析

终值增长率 / 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
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

资料来源：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(%)		
				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

财务报表

利润表

年结：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
软胶囊	410.5	363.4	362.3	412.4	469.5
颗粒	392.9	384.3	304.6	354.5	411.8
其他	84.9	135.9	256.0	377.1	534.5
销售成本	(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	-	-	-
销售费用	(375.5)	(370.7)	(393.4)	(423.1)	(470.3)
行政费用	(303.8)	(277.4)	(262.3)	(306.4)	(354.8)
研发开支	(68.9)	(73.6)	(74.9)	(87.0)	(101.6)
息税前收益	696.5	588.5	434.3	539.4	659.6
净财务收入 / (支出)	97.3	100.6	106.4	114.5	124.7
非经常性收入	3.4	6.1	-	-	-
税前利润	797.2	695.3	540.7	653.9	784.3
所得税	(139.5)	(106.1)	(135.2)	(130.8)	(156.9)
非控制股东权益	0.2	-	-	-	-
净利润	657.9	589.2	405.5	523.1	627.4
核心净利润	654.0	582.1	405.5	523.1	627.4
息税折摊前收益	862.8	783.7	632.1	745.9	875.2

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	2,312.6	2,214.3	2,148.5	2,086.1	2,012.4
物业、厂房及设备	1,529.0	1,466.5	1,441.0	1,419.0	1,385.8
无形资产	388.7	348.4	308.0	267.6	227.2
商誉	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
其他非流动资产	235.6	240.2	240.2	240.2	240.2
流动资产	3,840.5	4,251.0	4,436.4	4,870.9	5,374.3
现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,431.4	3,727.2	4,064.6
应收贸易款项	628.2	682.2	649.6	739.8	847.4
存货	340.9	294.4	299.4	347.9	406.4
其他流动资产	45.2	55.9	55.9	55.9	55.9
流动负债	701.6	673.1	651.7	683.2	721.0
应付贸易账款	676.2	615.2	593.9	625.4	663.2
其他流动负债	25.4	57.8	57.8	57.8	57.8
非流动负债	155.5	165.5	165.5	165.5	165.5
净资产总值	5,296.0	5,626.7	5,767.6	6,108.2	6,500.2
股东权益	5,296.0	5,626.7	5,767.6	6,108.2	6,500.2

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	696.5	588.5	434.3	539.4	659.6
折摊和摊销	166.3	195.1	197.8	206.5	215.5
营运资金变动	61.7	46.0	6.3	(107.2)	(128.3)
税务开支	(172.5)	(101.8)	(135.2)	(130.8)	(156.9)
其他	(7.3)	5.7	-	-	-
经营活动所得现金净额	744.7	733.5	503.3	507.8	590.0
资本开支	(428.4)	(185.2)	(132.0)	(144.1)	(141.9)
可供出售投资变动	45.2	34.8	36.6	39.4	42.9
其他	254.1	70.7	69.8	75.2	81.8
投资活动所得现金净额	(129.2)	(79.7)	(25.6)	(29.6)	(17.2)
债务变化	(200.0)	-	-	-	-
派息	(272.9)	(264.6)	(264.6)	(182.5)	(235.4)
利息开支	(0.8)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(473.7)	(264.6)	(264.6)	(182.5)	(235.4)
现金净变动	141.8	389.2	213.0	295.8	337.4
年初现金及现金等值物	2,688.1	2,826.2	3,218.4	3,431.4	3,727.2
汇兑差额	(3.7)	3.0	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,431.4	3,727.2	4,064.6

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
注射液	56.8	55.7	50.7	47.4	44.3
软胶囊	20.0	18.2	19.4	19.0	18.5
颗粒	19.1	19.3	16.3	16.3	16.2
其他	4.1	6.8	13.7	17.3	21.0
总额	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
息税折摊前利润率	42.0	39.3	33.8	34.3	34.5
税前利率	38.8	34.9	28.9	30.1	30.9
净利润率	32.0	29.6	21.7	24.1	24.7
核心净利润率	31.8	29.2	21.7	24.1	24.7
有效税率	17.5	15.3	25.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	(7.8)	(3.0)	(6.1)	16.2	16.8
毛利	(7.9)	(5.5)	(9.5)	16.4	17.0
息税折摊前利润	(4.6)	(9.2)	(19.3)	18.0	17.3
经营利润	(7.9)	(15.5)	(26.2)	24.2	22.3
净利润	(6.7)	(10.4)	(31.2)	29.0	19.9
核心净利润	(8.0)	(11.0)	(30.3)	29.0	19.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	5.5	6.3	6.8	7.1	7.5
平均应收账款周转天数	3.9	7.5	9.5	8.5	8.5
平均应付账款周转天数	93.3	89.2	82.7	74.8	74.6
平均存货周转天数	164.8	164.0	153.4	144.3	144.3
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	12.4	10.5	7.0	8.6	9.7
资产回报率	10.7	9.1	6.2	7.5	8.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.80	0.71	0.49	0.63	0.76
核心每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	6.40	6.80	6.97	7.39	7.86

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。