

神威药业(2877 HK)

石家庄反向路演纪要

- ❖ 我们于2018年10月23日参加了神威在河北石家庄举办的反向路演。我们参观了药房、河北省中医院、栾城区娄底镇卫生院和神威工厂。投资要点：1) 中药配方颗粒正在逐步取代中药饮片并保持强劲增长，2) 尽管中药注射剂在二三级医院使用受限，但基层医疗机构对中药注射的需求仍然较强。3) 由于单价增加和受益分级诊疗和处方外流，软胶囊和颗粒保持稳健增长。
- ❖ **中药配方颗粒销售一览**。河北省中医院是神威中药配方颗粒销售医院之一，该院去年贡献收入约4-5千万人民币。目前中药配方颗粒正在取代煎剂，相比饮片患者更偏好中药配方颗粒。该医院中药配方颗粒与中药饮片的销售比例几乎接近1:1，我们看到中药配方颗粒的需求十分强劲。此外，由于医院的零加价政策和药占比控制，中药配方颗粒也从中成药销售中分得更多处方。关于云南新工厂，将于11月初投入使用。神威已为即将开放的中药配方颗粒市场做好了充分准备，到2018年底其产能将增加约30亿袋。
- ❖ **中药注射剂在基层医院稳健增长**。我们参观了基层医疗机构，栾城区娄底镇卫生院。清开灵注射液因药效快及价格低廉受到患者青睐。管理层表示，过去半年清开灵注射液出厂价已提高，但仍有较大提价空间。由于分级诊疗带动，注射剂、软胶囊和颗粒剂的基层销售依然强劲。对于即将要来的中药注射剂再评价，市场竞争格局将出现变化。鉴于神威于中药注射剂行业的领先地位及已经验证产品质量，我们相信神威未来可能会获得更多市场份额。
- ❖ **OTC 业务线**。截止目前部分软胶囊和颗粒已提价，如五福心脑血管清软胶囊和藿香正气软胶囊。由于公立医院持续处方药外流，药店销售仍然稳健。2018年10月25日，神威的两款独家产品，清开灵软胶囊和滑膜炎颗粒被列入2018年国家基药目录。我们预计未来软胶囊和颗粒剂产品在药店和基层医疗机构的销售保持稳健增长。
- ❖ **第三季度业绩持续复苏**。神威于2018年10月26日发布了前9个月销售情况。我们看到三季度里，收入同比增长29.9%至6.4亿人民币，其中注射剂增长25.5%，软胶囊增长3.8%，颗粒增长23.1%，中药配方颗粒等增长了85%。神威在第三季度里保持增长态势，这再次证实了我们的复苏预测。

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	2,647	3,236	3,860
核心净利润(百万人民币)	582	453	592	739	940
核心EPS(人民币)	0.70	0.55	0.72	0.89	1.14
EPS变动(%)	-11.0	-22.1	30.7	24.7	27.3
市盈率(x)	12.6	16.1	12.4	9.9	7.8
市帐率(x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	3.4	3.4	3.4	4.2	5.4
权益收益率(%)	10.5	7.8	9.6	11.2	13.0
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\$16.70
(前目标价)	HK\$17.10
潜在升幅	+66%
当前股价	HK\$10.06

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	8,320
3个月平均流通(百万)	17.2
52周内高/低(港元)	18.25/6.57
总股本(百万)	827

数据来源：彭博

股东结构

李振江	66.1%
流通股	33.9%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-0.4%	11.7%
3月	-18.9%	-5.5%
6月	-36.9%	-22.7%

数据来源：彭博

股价表现



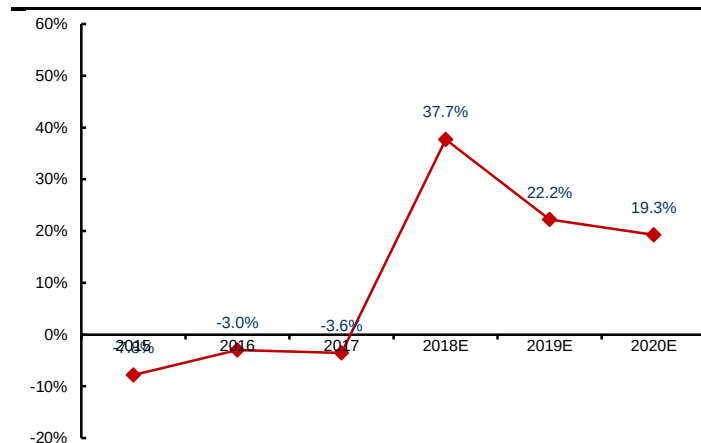
数据来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.shineway.com

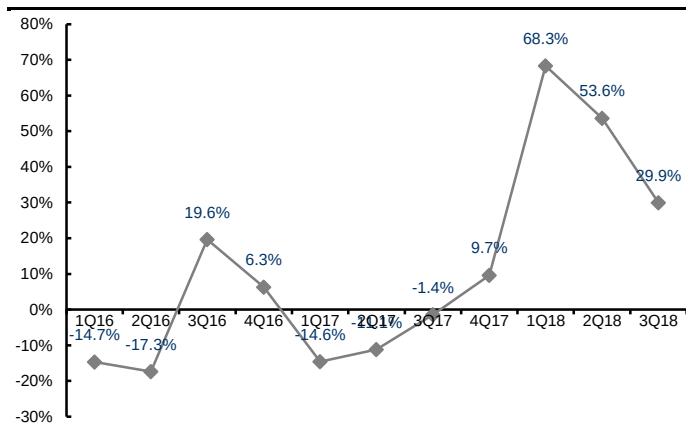
❖ **维持买入评级，目标价 16.70 港元（纳入人民币贬值因素）。**我们预计神威于四季度将继续反弹，主要原因有：1）中药配方颗粒强劲增长，2）2018 年新版基药目录将于 11 月 1 日开始实施。神威的两款独家产品（清开灵软胶囊和滑膜炎颗粒）被纳入 2018 年基药目录，这将带动基层医疗机构的销售。从长远来看，尽管近年来二三级医院中药注射剂市场萎缩，但基层医疗机构的销售仍然强劲。我们相信神威将逐步淘汰较小厂家。我们纳入了近期人民币贬值因素，调整目标价至 16.7 港元。我们保持之前的业绩预测不变，并认为神威核心产品将继续复苏，中药配方颗粒保持强劲增长。目前神威 18/19 财年预测市盈率为 12.4 倍/9.9 倍（剔除现金，为 8.1 倍/6.5 倍预测市盈率）。我们的目标价格对应 2018E / 19E PER 为 20.5x / 16.5x，上行潜力为 66%。

图 1: 神威收入预测



数据源：公司、招银国际

图 2: 神威收入季度增速



数据源：公司、招银国际

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(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
神威药业	2877	10.06	8,320	16.1	12.4	9.9	1.3	1.2	1.1	12.6	10.1	7.9	7.9	9.6	11.2
白云山	874	23.45	38,125	15.1	10.1	12.1	1.7	1.6	1.4	10.8	17.8	16.1	11.4	15.3	13.0
丽珠制药	1513	21.75	15,639	8.2	12.7	11.1	3.4	1.2	1.1	18.6	7.9	6.9	51.3	9.8	12.1
中国中药	570	4.69	23,618	13.1	13.5	11.2	1.2	1.3	1.2	8.3	9.3	7.8	9.7	10.4	11.4
康臣药业	1681	5.13	4,490	12.8	8.3	7.2	3.0	1.7	1.4	8.4	5.3	4.6	22.6	23.0	22.7
平均				12.3	11.2	10.4	2.3	1.5	1.3	11.5	10.1	8.9	23.7	14.6	14.8

数据源：彭博，招银国际预测

河北省中医院中药配方颗粒销售情况

河北省中医院是公司中药配方颗粒主要销售医院之一，2017 年贡献配方颗粒收入约 4-5 千万人民币。该医院共安装了八台智能配药机。根据医院销售人员反馈，中药配方颗粒正在取代中药饮片，尽管配方颗粒售价高于饮片约 30%，年轻患者更喜欢使用中药配方颗粒。此医院中，还有两家竞争对手在销售中药配方颗粒，由于受到医疗报销限制销售份额较小。从这家医院来看，中药配方颗粒需求端较为强劲，配方颗粒对饮片的销售比例接近 1：1。此外，由于医院的零加价政策和药占比控制，中药配方颗粒从中成药业务中获得了更多处方。公司云南新工厂将于 11 月初投入运营，目前正在组建销售团队。云南拥有丰富的中药资源，可以帮助神威建立更多种植基地、稳定成本。神威为即将开放的中药配方颗粒市场做好了充分的准备，其中药配方颗粒产能于 2018 年底将扩至 30 亿袋。我们认为未来中药配方颗粒市场放开时神威将首先受益，考虑到其充足的品种及供应能力。我们预计中药配方颗粒将在 18/19/20 财年分别增长 111%/42.9%/30.4%，对应 17-20 财年复合年增长率为 58%。

图 4: 河北省中医院



数据源：公司、招银国际

图 5: 神威配药机



数据源：公司、招银国际

中药注射剂在基层医疗机构中需求强劲

我们参观了石家庄一家基层医疗机构，栾城区娄底镇卫生院，并与院长进行了交谈。按照院长的说法，神威清开灵注射液在基层接受度较高，患者更喜欢中药注射，因为它药效快且较为便宜。对于患者来说，清开灵注射液的一次治疗费用约 10 块（不包括诊疗费用），比西药便宜。由于医保报销限制，患者的治疗大多自费并且对价格不敏感。根据管理层表述，清开灵注射液的出厂价已从 2017 年的 1 元/2ml 提升至今年 10 月 1.71 元/2ml。考虑到目前治疗价格仍然低廉，我们认为清开灵注射剂仍有较大提价空间。此外基层医疗机构受益于分级诊疗政策，注射剂、软胶囊和颗粒剂销售增长也较为强劲。

对于在二级以上医院销售的中药注射剂，我们预期市场将继续萎缩。神威的舒血宁注射液在二三级医院销售，销售量受到影响。参麦注射剂在三级医院的销量也在下降。我们认为政府的政策在于规范中药注射行业，而非消除该行业。对于即将到来的中药注射剂再评价，我们预计行业将出现竞争格局变化。具有良好品质及充足资本的厂家将逐步淘汰弱小厂家。鉴于神威在中药注射行业的领先地位及其经验证的产品质量，我们相信神威未来会获得更多市场份额。

2018 版国家基本药物目录于 2018 年 10 月 25 日发布，神威的两款独家产品，清开灵软胶囊和滑膜炎颗粒被列入新版基药目录，我们预计其在基层医疗机构将继续实现较好销售增长，这两种产品将成为口服产品新增长动力。

图 6: 栾城区楼底镇卫生院



来源：公司，招银国际

图 7: 两款独家产品被纳入 2018 版国家基药目录



国家基本药物目录

—— 2018 年版 ——

来源：公司，招银国际

神威 OTC 业务线：软胶囊和颗粒保持稳定增长

我们参观了药房销售点，神威药房和乐仁堂药房（第三方药房）。据药店经理介绍，在过去一年神威部分产品已提高了价格，如五福心脑血管清软胶囊出厂价从 2017 年底的 19 元/100 粒提升至 25.6 元。此外，霍香正气软胶囊从 10.5 元升至 11 元。受益于公立医院药占比和处方外流，连锁药店销售仍然稳健。

图 8: 神威大药房和乐仁堂药房



来源：公司，招银国际

图 9: 店内销售货架



来源：公司，招银国际

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	2,647.3	3,236.1	3,859.9
注射液	1,109.8	982.2	1,324.2	1,510.7	1,691.8
软胶囊	363.4	356.3	470.4	604.1	757.6
颗粒	384.3	328.8	416.6	523.8	645.1
其他	135.9	252.3	436.2	597.5	765.3
销售成本	(706.9)	(652.5)	(836.5)	(1,024.6)	(1,226.0)
毛利	1,286.5	1,267.1	1,810.9	2,211.5	2,633.9
其他收益	23.7	79.2	24.4	27.2	24.9
销售费用	(370.7)	(515.2)	(799.8)	(886.6)	(1,033.0)
行政费用	(277.4)	(246.7)	(266.6)	(380.0)	(442.7)
研发开支	(73.6)	(96.5)	(145.6)	(178.0)	(154.4)
息税前收益	588.5	487.8	623.3	794.1	1,028.7
净财务收入 / (支出)	100.6	101.6	117.3	129.2	146.4
非经常性收入	6.1	(1.5)	-	-	-
税前利润	695.3	587.8	740.6	923.3	1,175.1
所得税	(106.1)	(136.3)	(148.1)	(184.7)	(235.0)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	589.2	451.6	592.4	738.7	940.1
核心净利润	582.1	453.4	592.4	738.7	940.1
息税折旧摊销前收益	783.7	686.9	823.8	1,000.6	1,241.1

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	5,069.3	5,723.7	6,523.2
现金及现金等值物	3,218.4	3,532.4	3,798.7	4,276.2	4,870.9
应收贸易款项	682.2	702.8	855.2	981.9	1,105.6
存货	294.4	280.2	370.6	420.7	501.8
其他流动资产	55.9	44.9	44.9	44.9	44.9
流动负债	673.1	709.3	788.0	857.6	932.2
银行贷款	-	-	-	-	-
应付贸易账款	615.2	657.1	735.9	805.5	880.0
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	6,148.8	6,620.8	7,228.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	5,626.7	5,821.0	6,148.8	6,620.8	7,228.5

数据源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	588.5	487.8	623.3	794.1	1,028.7
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	(164.0)	(107.2)	(130.3)
税务开支	(101.8)	(136.3)	(148.1)	(184.7)	(235.0)
其他	5.7	(1.5)	-	-	-
经营活动所得现金净额	733.5	580.1	511.7	708.7	875.8
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	44.4	50.3
其他	70.7	40.2	77.0	84.8	96.0
投资活动所得现金净额	(79.7)	(1.4)	19.2	35.4	51.3
债务变化	-	-	-	-	-
派息	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(266.6)	(332.4)
利息开支	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(264.6)	(264.6)	(264.6)	(266.6)	(332.4)
现金净变动	389.2	314.1	266.2	477.5	594.7
年初现金及现金等值物	2,826.2	3,218.4	3,532.5	3,798.7	4,276.2
汇兑差额	3.0	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	3,218.4	3,532.5	3,798.7	4,276.2	4,870.9

数据源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
注射液	55.7	51.2	50.0	46.7	43.8
软胶囊	18.2	18.6	17.8	18.7	19.6
颗粒	19.3	17.1	15.7	16.2	16.7
其他	6.8	13.1	16.5	18.5	19.8
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	68.4	68.3	68.2
息税折摊前利润率	39.3	35.8	31.1	30.9	32.2
税前利率	34.9	30.6	28.0	28.5	30.4
净利润率	29.6	23.5	22.4	22.8	24.4
核心净利润率	29.2	23.6	22.4	22.8	24.4
有效税率	15.3	23.2	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	(3.0)	(3.7)	37.9	22.2	19.3
毛利	(5.5)	(1.5)	42.9	22.1	19.1
息税折摊前利润	(9.2)	(12.4)	19.9	21.5	24.0
经营利润	(15.5)	(17.1)	27.8	27.4	29.5
净利润	(10.4)	(23.4)	31.2	24.7	27.3
核心净利润	(11.0)	(22.1)	30.7	24.7	27.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	6.3	6.4	6.4	6.7	7.0
平均应收账款周转天数	7.5	11.7	9.5	8.3	8.4
平均应付账款周转天数	89.2	95.4	89.6	92.8	93.8
平均存货周转天数	164.0	160.7	142.0	140.9	137.3
净负债 / 权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	10.5	7.8	9.6	11.2	13.0
资产回报率	9.1	6.8	8.4	9.7	11.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.71	0.55	0.72	0.89	1.14
核心每股盈利(人民币)	0.70	0.55	0.72	0.89	1.14
每股股息(港元)	0.32	0.32	0.32	0.40	0.51
每股账面值(人民币)	6.80	7.04	7.44	8.01	8.74

数据源: 公司, 招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分内容之分析員，就本报告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的證券及其發行人的观点；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析員确认，无论是他们本人还是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等證券；（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證券；（3）没有在有香港上市公司內任职高級人員；（4）并没有持有有关證券的任何權益。

招銀證券投資評級

买入	: 股價于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股價于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之間
卖出	: 股價于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招銀國際并未给予投資評級

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告內所提及的任何投資都可能涉及相当大的风险。报告所載数据可能不适合所有投資者。招銀證券不提供任何针对个人的投資建議。本报告没有把任何人的投資目标、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載的大不相同。本报告中所提及的投資价值或回報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。招銀證券建議投資者应该独立评估投資和策略，并鼓励投資者咨询专业财务顾问以便作出投資決定。

本报告包含的任何信息由招銀證券编写，仅为本公司及其關聯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證券出售要约或證券买卖的邀请，亦不构成任何投資、法律、会计或稅务方面的最终操作建議，本公司及其雇員不就报告中的内容对最终操作建議作出任何担保。我们不对因依赖本报告所載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損害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投資決定完全由投資者自己承担风险。

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載资料及/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。招銀證券可能采取与报告中建議及/或观点不一致的立场或投資決定。

本公司或其附屬關聯机构可能持有报告中提到的公司所发行的證券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等證券的權益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投資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證券法規。

如需索取更多有关證券的信息，請与我们联络。

对于接收此份报告的英国投資者

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，未经招銀證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資者

本报告仅提供给美国 1934 年證券交易法規則 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。