

同仁堂国药(8138 HK)

转主板的憧憬已大部份反映于股价中

- ❖ **同仁堂集团的海外运营部门。**同仁堂国药 (TRTCM) 主要于香港, 澳门及海外地区生产、销售及批发中药产品及提供中医问诊及治疗服务。同仁堂国药在香港拥有自己的生产基地, 生产产品包括安宫牛黄丸和破壁灵芝孢子粉胶囊。除了销售自己的产品外, 同仁堂国药协助母公司在海外分销其生产的产品。
- ❖ **转移到主板。**公司于2018年2月18日公布了创业板向主板转移的上市计划。我们认为此次转板有助于提高公司股票的流动性。考虑到申请的时效性, 转板计划需在18年8月前完成, 我们预期有机会在第二季度完成。
- ❖ **随着中药日益普及, 预期业绩增长稳定。**2013-2017年, 公司收入录得19.8%复合年增长率, 净利润录得22.2%的复合年增长率。我们相信公司未来的增长将受益于(1) 中药产品在海外市场的日益普及, (2) 安宫牛黄丸和破壁灵芝孢子粉胶囊等核心产品的增长, 以及(3) 零售网点的扩张。我们认为安宫牛黄丸的强劲需求将持续, 破壁灵芝孢子粉胶囊将随着中国分销网络的扩张而获得快速增长。目前, 同仁堂国药在21个国家拥有80个零售点, 其中26个在香港。公司计划每年新开10家门店以支持和推动中药产品的增长。
- ❖ **稳健的资产负债表, 稳定的股息政策。**截至2017年底, 同仁堂国药账上净现金余额为19亿港元, 足以支撑未来的店铺扩张计划, 同时可用于潜在的海外市场中草药保健品的并购机会。由于公司资产负债表较为稳健, 公司在过去5年中一直维持较为稳定的30%派息比率。
- ❖ **估值并不吸引。**根据彭博终端显示, 市场预期同仁堂国药2018/19年收入同比增长15%/14.8%, 净利润同比增长16.1%/15.6%。目前公司2018/19年的预测市盈率分别为21.1x/18.3x, 高于同业平均水平的18.0x/15.4x。我们认为该溢价主要来自公司目前的转板成功预期。基于目前的估值水平以及公司未来中双位数的利润增长预期, 我们认为目前公司估值并不吸引。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	971	1,084	1,266
核心净利润(百万人民币)	354	420	490
核心EPS(人民币)	0.42	0.50	0.59
EPS变动(%)	20.0	19.0	18.0
市盈率(x)	23.5	21.0	18.0
市帐率(x)	4.6	4.1	3.6
股息率(%)	1.0	1.2	1.5
权益收益率(%)	21.5	21.4	21.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

数据来源: 公司及招銀国际

未评级

当前股价 HK\$14.36

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)	12,021
3个月平均流通(百万)	15.3
52周内高/低(港元)	15.5/9.98
总股本(百万)	837.1

数据源: 彭博

股东结构

同仁堂科技	38.1%
同仁堂控股	33.6%
流通股	28.3%

数据源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	3.7%	6.2%
3月	25.1%	27.4%
6月	37.2%	26.6%

数据源: 彭博

股价表现

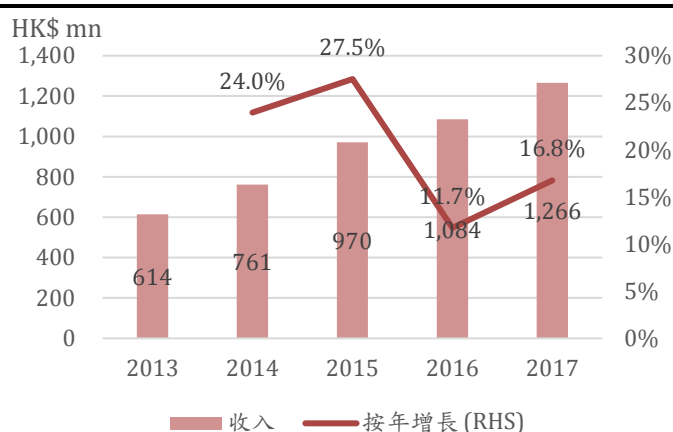


数据源: 彭博

审计师: Pricewaterhouse Coopers

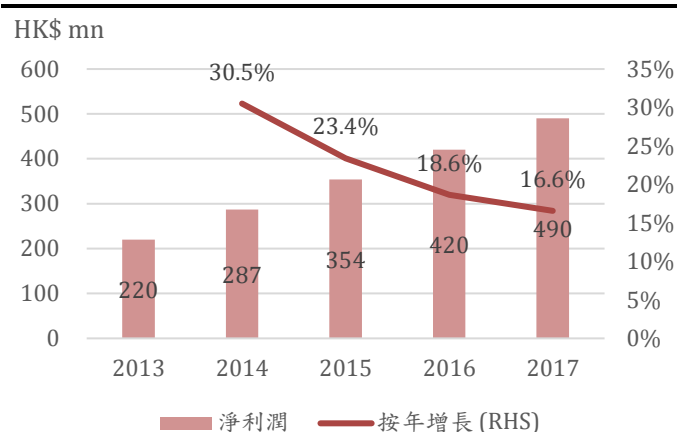
公司网站: www.tongrentangcm.com

图 1: 同仁堂国药收入增长



资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 同仁堂国药利润增长



资料来源：公司，招银国际研究

图 3: 安宫牛黄丸

有助於清熱解毒及鎮驚開竅
 採用天然牛黃及天然麝香作為
 主要成份配製



资料来源：公司，招银国际研究

图 4: 破壁靈芝孢子粉膠囊



资料来源：公司，招银国际研究

图 3: 同业估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
同仁堂國藥	8138	14.36	12,021	18.0	21.1	18.3	3.6	4.1	3.5	11.4	13.7	11.4	21.2	21.4	21.4
白云山	874	24.05	55,030	15.1	14.4	12.7	1.7	1.5	1.4	9.5	16.9	13.6	11.4	11.4	12.0
麗珠集團	1513	66.85	45,268	8.2	27.1	22.7	3.4	2.7	2.5	18.3	19.4	16.4	51.3	10.1	11.3
同仁堂科技	1666	13.00	16,650	18.1	17.9	16.1	2.5	2.0	1.8	9.4	N/A	N/A	14.5	11.6	11.7
康臣藥業	1681	8.96	7,828	12.8	13.4	11.3	2.9	2.7	2.3	8.4	7.8	6.2	22.6	24.5	24.8
神威藥業	2877	14.72	12,173	11.0	17.0	14.4	0.9	1.6	1.5	2.3	8.5	6.5	7.9	9.7	11.2
Average				13.1	18.0	15.4	2.3	2.1	1.9	9.6	13.1	10.6	21.5	13.5	14.2

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之分析员，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責任。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。