

同仁堂國藥(8138 HK)

轉主機板的憧憬已大部份反映於股價中

- ❖ **同仁堂集團的海外運營部門。**同仁堂國藥 (TRTCM) 主要於香港, 澳門及海外地區生產、銷售及批發中藥產品及提供中醫問診及治療服務。同仁堂國藥在香港擁有自己的生產基地, 生產產品包括安宮牛黃丸和破壁靈芝孢子粉膠囊。除了銷售自己的產品外, 同仁堂國藥協助母公司在中國境外分銷其生產的產品。
- ❖ **轉移到主機板。**公司於 2018 年 2 月 18 日公佈了創業板向主機板轉移的上市計畫。我們認為此次轉板有助於提高公司股票的流動性。考慮到申請的時效性, 轉板計畫需在 18 年 8 月前完成, 我們預期有機會在第二季度完成。
- ❖ **隨著中藥日益普及, 預期業績增長穩定。**2013-2017 年, 公司收入錄得 19.8% 複合年增長率, 淨利潤錄得 22.2% 的複合年增長率。我們相信公司未來的增長將受益於 (1) 中藥產品在海外市場的日益普及, (2) 安宮牛黃丸和破壁靈芝孢子粉膠囊等核心產品的增長, 以及 (3) 零售網點的擴張。我們認為安宮牛黃丸的強勁需求將持續, 破壁靈芝孢子粉膠囊將隨著中國分銷網路的擴張而獲得快速增長。目前, 同仁堂國藥在 21 個國家擁有 80 個零售點, 其中 26 個在香港。公司計畫每年新開 10 家門店以支援和推動中藥產品的增長。
- ❖ **穩健的資產負債表, 穩定的股息政策。**截至 2017 年底, 同仁堂國藥賬上淨現金餘額為 19 億港元, 足以支撐未來的店鋪擴張計畫, 同時可用於潛在的海外市場中草藥保健品的並購機會。由於公司資產負債表較為穩健, 公司在過去 5 年中一直維持較為穩定的 30% 派息比率。
- ❖ **估值並不吸引。**根據彭博終端顯示, 市場預期同仁堂國藥 2018/19 年收入同比增長 15%/14.8%, 淨利潤同比增長 16.1%/15.6%。目前公司 2018/19 年的預測市盈率分別為 21.1x / 18.3x, 高於同業平均水準的 18.0x / 15.4x。我們認為該溢價主要來自公司目前的轉板成功預期。基於目前的估值水準以及公司未來中雙位數的利潤增長預期, 我們認為目前公司估值並不吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	971	1,084	1,266
核心淨利潤(百萬人民幣)	354	420	490
核心 EPS (人民幣)	0.42	0.50	0.59
EPS 變動 (%)	20.0	19.0	18.0
市盈率 (x)	23.5	21.0	18.0
市帳率 (x)	4.6	4.1	3.6
股息率 (%)	1.0	1.2	1.5
權益收益率 (%)	21.5	21.4	21.2
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源: 公司及招銀國際

未評級

當前股價 HK\$14.36

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)	12,021
3 個月平均流通(百萬)	15.3
52 周內高/低(港元)	15.5/9.98
總股本(百萬)	837.1

資料來源: 彭博

股東結構

同仁堂科技	38.1%
同仁堂控股	33.6%
流通股	28.3%

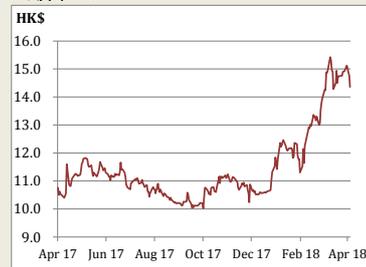
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	3.7%	6.2%
3 月	25.1%	27.4%
6 月	37.2%	26.6%

資料來源: 彭博

股價表現

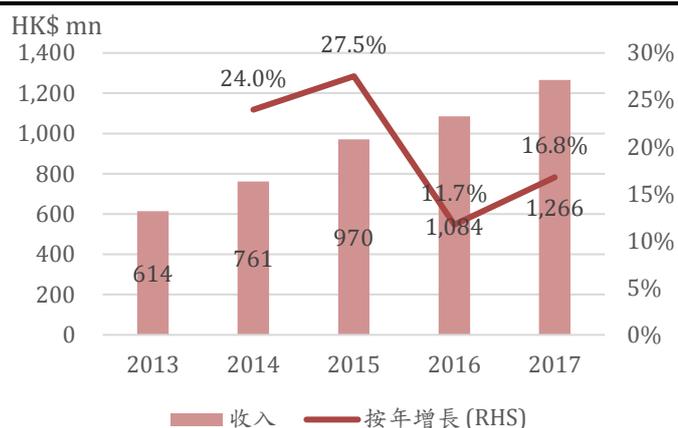


資料來源: 彭博

審計師: Pricewaterhouse Coopers

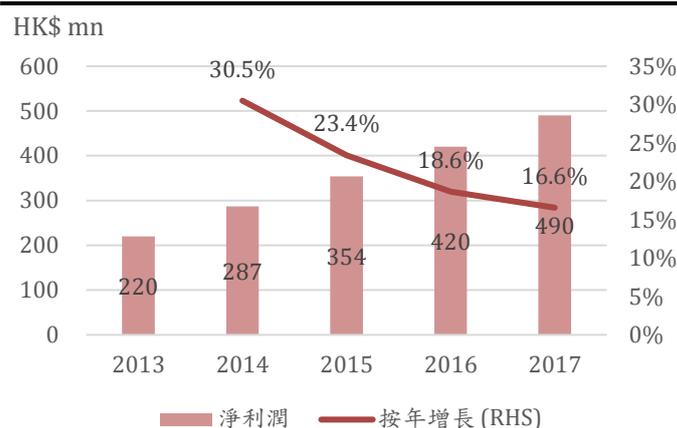
公司網站: www.tongrentangcm.com

圖 1: 同仁堂國藥收入增長



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 同仁堂國藥利潤增長



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 安宮牛黃丸

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



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 破壁靈芝孢子粉膠囊



- ◆ 有助於提升綜合免疫力
- ◆ 主要成份為靈芝孢子粉、破壁率達98%以上

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 同業估值

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
白雲山	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

資料來源：彭博，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。