

同仁堂 (600085.sh)

发行可转债建设大兴基地, 可能摊薄股本有限

贺菊颖 首席分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

执业编号: S0260511050002

拟发行不超过 12.05 亿元可转债, 建设大兴基地

公司近日发布可转债募集说明书: 拟发行不超过 12.05 亿元建设大兴基地。债券期限 5 年、利率不超过 3%; 发行结束 6 个月后至到期日期间可以转股, 初始转股价格不低于募集说明书(证监会审批后择机公告)公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日均价; 但若公司股票在任意连续 20 个交易日中有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时, 董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决; 修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者, 同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

若到发行期间股价保持稳定, 则股本摊薄有限

我们认为公司融资进行基地建设在预期当中。若到发行期间股价保持稳定、不考虑向下修正转股价, 假设发行结束后 6 个月至到期日期间可转债全部转股, 预计新增股本可能在 7000-8000 万股, 摊薄现有股本 5-6%, 摊薄有限。公告中同时也安排了老股东优先配售条款, 具体比例由股东大会授权下的董事会确定, 按照以往经验、我们预计大股东参与配售的可能性较大。从发行时间看, 公司公告将于 11 月 30 日召开临时股东大会, 如果能在年底前递交材料, 我们预计乐观情况下审批周期为 3 个月左右, 随后保荐机构及上市公司会择机进行可转债发售。

大兴基地建设为公司未来加快发展奠定基础

公司原有生产基地已存在不同程度产能瓶颈, 大兴基地建设能为公司未来加速发展奠定基础。预计大兴基地总投资 11.76 亿元(其中建设投资 9.86 亿元、流动资金 1.90 亿元), 主要生产大蜜丸、小蜜丸、散剂和口服液四大类剂型产品中具有较大需求空间和较强竞争优势、以及根据公司未来研发方向拟重点推出的产品。

盈利预测及投资评级

维持公司 2011-2013 年盈利预测为 0.34/0.43/0.54 元, 同比增长 28%/27%/24%, 对应动态 PE 分别为 44/34/27 倍。公司目前估值不低, 但我们看好公司的产品群及品牌价值、营销改革的效果、机制改善后的经营可能出现超预期的变化, 维持“持有”的评级。

风险提示

资产减值计提可能造成业绩低于预期的风险; 营销改革过程曲折。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3250.22	3824.45	5851.40	7314.25	8850.25
增长率(%)	10.59%	17.67%	53.00%	25.00%	21.00%
EBITDA(百万元)	601.24	713.67	794.32	958.21	1189.12
净利润(百万元)	285.61	343.23	443.69	556.74	693.75
增长率(%)	10.30%	20.18%	29.27%	25.48%	24.61%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.34	0.43	0.53
市盈率	71.80	59.75	46.22	36.83	29.56
市净率	2.86	2.66	5.82	5.06	4.36
EV/EBITDA	12.05	9.88	25.77	21.03	16.60

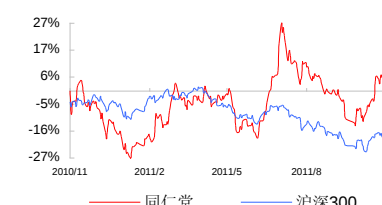
数据来源: 北京同仁堂股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	16.65 元
合理价值	19.24 元
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	17.67	-2.23	-54.23
沪深 300	3.63	-4.35	-16.45

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1302/1302

主要股东:

中国北京同仁堂(集团)有限责任公司

主要股东持股比例 55.24%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 10.54%

ROA 6.59%

资产负债率 23.10%

2010 年报数据

表 1：同仁堂可转债募集说明书要点

融资方式	可转债
发行总金额	不超过 12.05 亿元，具体金额由股东大会授权下董事会确定
票面金额和发行价格	每张面值为 100 元人民币，按面值发行
债券期限	自发行之日起 5 年
债券利率	不超过 3%
付息方式	利息年付，可转债持有人所获得利息收入的应付税项由可转债持有人负担。
转股期限	可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
转股价格的确定和修正	初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日均价，具体转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐人协商确定
转股价格向下修正条款	公司股票在任意连续 20 个交易日中有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。但修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值
发行对象	自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等
向原股东配售的安排	可向公司原股东优先配售，具体比例提请股东大会授权董事会根据具体情况确定，并在本可转债的发行公告中予以披露
募集资金用途	大兴生产基地建设项目总投资 11.76 亿元（其中建设投资 9.86 亿元、流动资金 1.90 亿元），拟全部使用募集资金投资建设
有效期	决议的有效期为公司股东大会审议通过本次发行方案之日起 12 个月。本次发行可转债发行方案尚须提交公司股东大会审议，并经中国证监会核准后方可实施

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

表 2：大兴基地主要剂型产品设计产能

序号	项目	单位	设计生产能力
1	大蜜丸系列产品	万丸	248,460
2	散剂系列产品	公斤	507,800
3	口服液系列产品	万瓶	14,980
4	小蜜丸系列产品	公斤	600,000

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

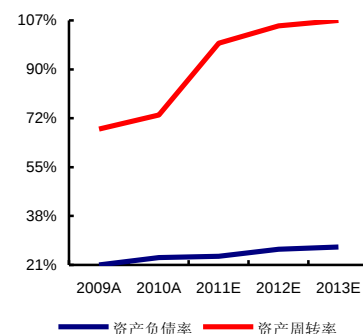
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,799	4,410	5,434	6,793	8,310
货币资金	1,600	1,790	1,213	1,532	1,940
应收及预付	384	481	782	933	1,140
存货	1,815	2,048	3,438	4,329	5,230
其他流动资产	0	90	0	0	0
非流动资产	1,123	1,079	916	782	654
长期股权投资	55	60	60	60	60
固定资产	933	883	735	600	469
在建工程	5	4	4	4	4
无形资产	107	109	117	119	121
其他长期资产	24	23	0	0	0
资产总计	4,922	5,489	6,349	7,576	8,965
流动负债	975	1,214	1,499	1,966	2,407
短期借款	173	173	0	0	0
应付及预收	802	1,041	1,499	1,966	2,407
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	35	54	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	54	0	0	0
负债合计	1,009	1,268	1,499	1,966	2,407
股本	521	521	1,302	1,302	1,302
资本公积	797	791	270	270	270
留存收益	1,740	1,970	2,153	2,710	3,404
归属母公司股东权益	3,036	3,257	3,725	4,282	4,975
少数股东权益	877	964	1,125	1,328	1,582
负债和股东权益	4,922	5,489	6,349	7,576	8,965

利润表

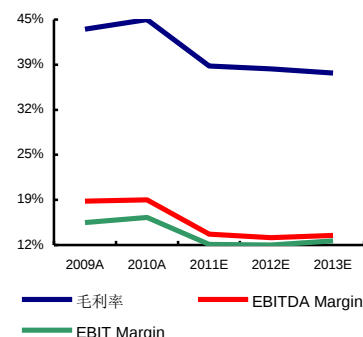
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3250	3824	5851	7314	8850
营业成本	1820	2088	3599	4528	5531
营业税金及附加	41	47	71	91	109
销售费用	635	765	1090	1293	1565
管理费用	256	310	385	529	533
财务费用	-2	-7	-32	-25	-31
资产减值损失	53	76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	7	5	6	6
营业利润	453	553	744	906	1149
营业外收入	8	13	3	1	8
营业外支出	1	4	2	2	3
利润总额	460	562	745	905	1154
所得税	72	91	140	145	206
净利润	388	471	604	760	948
少数股东损益	103	128	161	203	254
归属母公司净利润	286	343	444	557	694
EBITDA	601	714	794	958	1189
EPS (元)	0.22	0.26	0.34	0.43	0.53

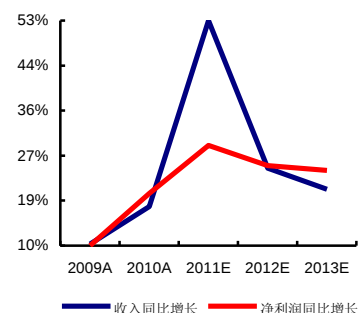
资产负债率趋势



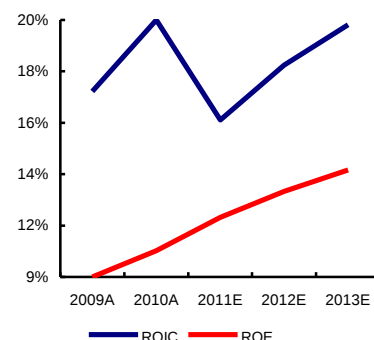
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

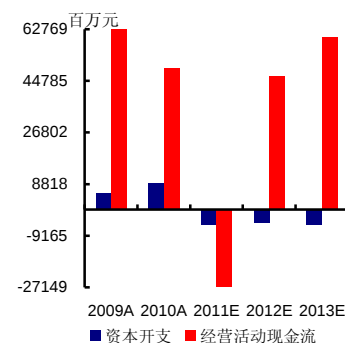
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	628	492	-432	263	347
净利润	388	471	604	760	948
折旧摊销	104	99	88	84	78
营运资金变动	96	-136	-1,140	-575	-667
其它	39	58	16	-5	-12
投资活动现金流	-48	-157	59	55	62
资本支出	-57	-92	54	48	55
投资变动	-6	-16	5	6	6
其他	16	-50	0	0	0
筹资活动现金流	-161	-168	-203	0	0
银行借款	409	331	-173	0	0
债券融资	-409	-331	-49	0	0
股权融资	2	29	0	0	0
其他	-163	-197	18	0	0
现金净增加额	420	167	-577	318	408
期初现金余额	1,180	1,600	1,790	1,213	1,532
期末现金余额	1,600	1,767	1,213	1,532	1,940

主要财务比率

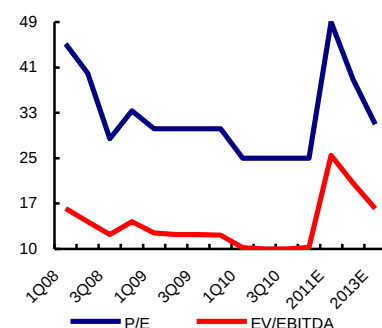
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	10.6%	17.7%	53.0%	25.0%	21.0%
营业利润	11.1%	21.9%	34.5%	21.8%	26.8%
归属于母公司净利润	10.3%	20.2%	29.3%	25.5%	24.6%
获利能力					
毛利率	44.0%	45.4%	38.5%	38.1%	37.5%
净利率	11.9%	12.3%	10.3%	10.4%	10.7%
ROE	9.4%	10.5%	11.9%	13.0%	13.9%
ROIC	17.2%	20.2%	16.0%	18.3%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	20.5%	23.1%	23.6%	26.0%	26.9%
净负债比率	-36.5%	-38.3%	-25.0%	-27.3%	-29.6%
流动比率	3.90	3.63	3.62	3.46	3.45
速动比率	2.01	1.89	1.28	1.20	1.23
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.73	0.99	1.05	1.07
应收账款周转率	10.33	13.04	10.43	11.14	11.44
存货周转率	1.01	1.08	1.05	1.05	1.06
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.26	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	1.21	0.94	-0.33	0.20	0.27
每股净资产	5.83	6.25	2.86	3.29	3.82
估值比率					
P/E	75.9	63.2	48.9	38.9	31.2
P/B	2.9	2.7	5.8	5.1	4.4
EV/EBITDA	12.0	9.9	25.8	21.0	16.6

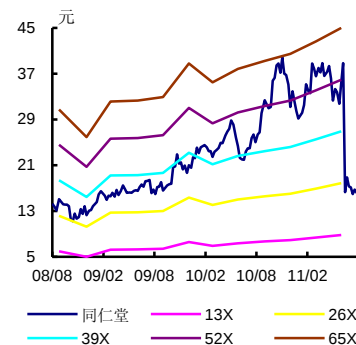
资本支出与经营活动现金流



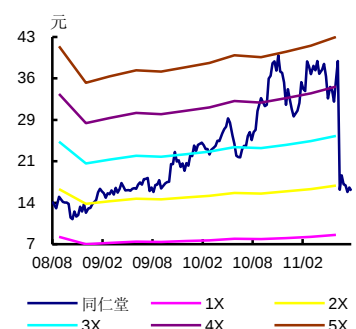
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

相关研究报告

同仁堂（600085.sh）：三季度继续快速增长

贺菊颖

2011-10-30

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。