

中信证券研究部



田加强
 首席医疗健康产业
 分析师
 S1010515070002



陈竹
 首席非药领域
 分析师
 S1010516100003



高超
 医药分析师
 S1010518090001

核心观点

九洲对苏州诺华的折价收购体现了双方互惠互利、合作共赢，增强了市场对于此次交易的信心；诺欣妥成功进入 2019 版国家医保药品目录有助于产品加速放量，有望带来对九洲原料药需求并增厚公司业绩，维持“买入”评级。

公司公告收购苏州诺华事项的交易定价依据。根据公司公告，经审计，剥离技术与药品开发资产后的标的公司苏州诺华长期资产为 6.59 亿元，存货为 2.64 亿元，其他营运资产净值为-0.39 亿元，合计为 8.84 亿元。同时，标的公司向关联方 Novartis Pharma AG（诺华医药集团）的生产经营借款 6.31 亿元，经交易双方协商后公司仅需承担其中的 5.37 亿元，最终得到标的的交易价格 7.90 亿元【8.84-（6.31-5.37）=7.90】，与此前预估价格一致，最终交易价格仍可能根据标的公司在交割日的情况进行调整。

折价收购优质资产体现合作共赢，交易利好及确定性再获增强。此前市场对于本次收购定价较低存在疑虑，对该事项维持预估价格及落地信心不足，本次经审计及与交易对方协商后仍维持该价格，有助于增强市场对本次收购的信心。我们认为，诺华集团能够接受公司折价收购（增值率-10.69%）苏州诺华相关资产，主要是基于认可九洲药业在此前供应诺欣妥关键中间体 C8 的合作过程中体现出的保质保量、持续稳定的 API 及中间体生产供应能力，在重磅产品诺欣妥放量预期及优质 API 厂商短期难觅的背景下希望借此保障后续原料药及中间体的稳定供应，达成长期合作，诺华同时出资 2,000 万挽留员工侧面佐证了上述结论。双方实为互惠互利、合作共赢。

诺欣妥成功进入医保乙类范围，有望加速放量并增厚九洲业绩。2019 年 11 月 28 日，国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2019 年版）》乙类范围，其中诺欣妥通过本轮医保谈判成功进入 2019 版国家医保药品目录。根据中国高血压调查（CHS）的数据，我国当前 35 岁以上的居民中心衰患病率为 1.3%，即患者数量高达 1,370 万人，而诺欣妥自 2017 年获国家药监局优先审批上市以来仅惠及 70 万左右的患者，患者的支付能力为影响其放量的一大原因。我们认为在中国庞大市场需求及医保加持下，诺欣妥有望加速放量，进而加大对公司原料药需求，增厚公司业绩值得期待。

风险因素。并购、整合情况低于预期，订单数量增长不及预期，竞争加剧导致订单价格下降，政策风险，汇率波动风险。

投资建议。公司现有 CDMO 及 API 业务发展稳健，拟通过收购苏州诺华实现 CDMO 跨越式发展。我们维持今年年底完成对苏州诺华的收购交割，并且在 2020 年开始实现全年并表的预期，维持公司 2019~2021 年 0.32/0.49/0.80 元的 EPS 预测，维持目标价 17.15 元及“买入”评级。

九洲药业	603456
评级	买入（维持）
当前价	12.49 元
目标价	17.15 元
总股本	806 百万股
流通股本	803 百万股
52 周最高/最低价	14.23/6.28 元
近 12 月绝对涨幅	78.01%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,717	1,862	2,054	2,394	3,266
营业收入增长率	3.89	8.43	10.31	16.54	36.43
净利润(百万元)	148	157	260	397	648
净利润增长率	32.40	6.46	65.62	52.61	63.22
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.19	0.32	0.49	0.80
毛利率%	31.16	33.32	34.17	38.67	42.47
净资产收益率 ROE%	5.51	5.66	8.76	12.16	17.30
每股净资产（元）	5.99	3.45	3.69	4.05	4.65
PE	68	64	39	25	16
PB	2.1	3.6	3.4	3.1	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 2 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,717	1,862	2,054	2,394	3,266
营业成本	1,182	1,242	1,352	1,468	1,879
毛利率	31.2%	33.3%	34.2%	38.7%	42.5%
营业税金及附加	25	22	25	29	39
销售费用	30	32	35	41	56
营业费用率	1.72%	1.72%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用	278	327	331	385	526
管理费用率	16.20%	17.57%	16.10%	16.10%	16.10%
财务费用	25	-13	-5	-13	-25
财务费用率	1.48%	-0.72%	-0.23%	-0.55%	-0.78%
投资收益	1	-20	2	2	2
营业利润	163	182	316	483	791
营业利润率	9.46%	9.76%	15.40%	20.18%	24.20%
营业外收入	0	1	3	3	3
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	161	181	319	486	794
所得税	27	37	61	92	151
所得税率	17.0%	20.3%	19.2%	19.0%	19.0%
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-5
归属于母公司股东的净利润	148	157	260	397	648
净利率	8.59%	8.44%	12.67%	16.59%	19.85%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	404	276	750	1,072	1,475
存货	542	535	472	513	656
应收账款	313	551	410	477	651
其他流动资产	78	143	145	149	190
流动资产	1,337	1,506	1,776	2,211	2,973
固定资产	1,427	1,386	1,363	1,309	1,225
长期股权投资	11	13	18	23	25
无形资产	208	200	196	192	188
其他长期资产	159	201	171	151	141
非流动资产	1,805	1,799	1,747	1,674	1,579
资产总计	3,143	3,305	3,524	3,886	4,552
短期借款	26	32	0	0	0
应付账款	183	195	270	294	376
其他流动负债	199	232	214	258	361
流动负债	408	459	484	552	737
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	54	68	68	68	68
非流动性负债	54	68	68	68	68
负债合计	462	527	553	620	805
股本	448	806	806	806	806
资本公积	1,287	944	944	944	944
股东权益合计	2,681	2,778	2,971	3,266	3,746
少数股东权益	6	5	2	-1	-7
负债股东权益总计	3,143	3,305	3,524	3,886	4,552

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	148	157	260	397	648
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-5
折旧和摊销	168	176	229	249	269
营运资金变动	-116	-131	277	-46	-173
其他	45	64	-5	-12	-24
经营现金流	244	265	759	585	714
资本支出	-164	-231	-174	-174	-174
投资收益	0	0	2	2	2
资产变卖	30	91	0	0	0
其他	1	-141	-21	-5	-2
投资现金流	-132	-280	-193	-177	-174
发行股票	36	0	0	0	0
负债变化	60	-18	-32	0	0
股息支出	-90	0	-65	-99	-162
其他	-25	-45	5	13	25
融资现金流	-18	-64	-92	-86	-137
现金及现金等价物变动	94	-79	474	322	404

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	3.89	8.43	10.31	16.54	36.43
营业利润增长率	36.46	11.82	74.11	52.72	63.61
净利润增长率	32.40	6.46	65.62	52.61	63.22
毛利率	31.16	33.32	34.17	38.67	42.47
EBITDA Margin	21.59	22.27	26.29	30.08	31.70
净利率	8.59	8.44	12.67	16.59	19.85
净资产收益率	5.51	5.66	8.76	12.16	17.30
总资产收益率	4.71	4.76	7.39	10.22	14.22
资产负债率	14.69	15.94	15.68	15.95	17.69
所得税率	17.04	20.31	19.20	19.00	19.00
股利支付率	60.68	0.00	25.00	25.00	25.00

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。