

中信证券研究部


田加强
 首席健康医疗产业
 分析师
 S1010515070002



陈竹
 首席非药行业
 分析师
 S1010516100003



高超
 医药分析师
 S1010518090001

核心观点

公司如期完成苏州诺华的资产交割并实现并表，打消市场疑虑并实现了自身 CDMO 业务跨越式发展，我们预计公司有望在 2020 年下半年盈利能力上新台阶，并在 2021 年迎来爆发，建议密切关注后续项目转移进程并期待多重业绩弹性逐一兑现，维持“买入”评级。

公司公告完成苏州诺华 100% 股权交割。根据公司公告，截至 2019 年 12 月 20 日，诺华投资已完成苏州诺华的资产剥离工作，同时双方已按照《股权收购协议》的相关约定，完成了资产交割，苏州诺华成为公司全资子公司，更名为瑞博（苏州）制药有限公司，并正式纳入公司合并报表范围。

靴子落地，CDMO 业务实现跨越式发展。公司收购苏州诺华事宜如期完成资产交割，打消了市场对于交易是否能够如期完成，对价是否发生调整的疑虑。重申收购苏州诺华对于九洲药业的重大意义：1. 苏州诺华制药建有多条高效率生产线，并拥有连续反应和酶催化反应的工艺设备，工艺技术水平先进。公司通过此次收购大大提升了自身 CDMO 项目的承接能力；未来，瑞博（苏州）制药定位为国际及国内药企大客户高端项目的承接基地，公司 CDMO 一站式品牌获得极大拓展；2. 实现了与诺华的深度绑定，除了签订的三种药品原料药及中间体的供应协议外，公司有望优先获得诺华常熟研发中心后续的创新药原料药项目；3. 有助于消除目前瑞博制药可能在未来 1-2 年内出现的产能瓶颈，保障客户的供货安全。

关注资产整合及项目转移进程，期待多重弹性逐一兑现。诺华抗心衰重磅药物诺欣妥已成功通过医保谈判进入 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，我们认为该药品在中国庞大市场需求及医保加持下有望加速放量，进而加大对公司原料药需求；同时公司完成收购后将由仅生产沙库巴曲过渡到生产诺欣妥原料药（沙库巴曲-缬沙坦），毛利率有望进一步提升，增厚公司业绩。此前公司公告与诺华签订的三个品种供货协议项目有望在明年 Q3 完成产能转移并贡献利润，并有望在此基础上进一步承接诺华订单。此外，2019 年 4 月中旬公司公告子公司江苏瑞科因园区供热问题停产至今，我们认为江苏瑞科有望在 2020 年 Q1 左右实现复产。在以上因素共同作用下，公司有望在 2020 年下半年盈利能力上新台阶，并在 2021 年迎来爆发。

风险因素。资产整合及项目转移情况不及预期，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。

投资建议。公司如期完成收购苏州诺华资产交割，CDMO 业务实现跨越式发展。我们预计公司有望在 2020 年下半年盈利能力上新台阶，并在 2021 年迎来爆发，建议密切关注后续项目转移进程。考虑到公司四季度加大 C8 供货，小幅上调 2019 年 EPS 预测至 0.34 元（原为 0.32 元），暂维持公司 2020~2021 年 0.49/0.80 元的 EPS 预测，给予公司 2020 年 35 倍 PE，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	14.10 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	129.34%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,717	1,862	2,081	2,526	3,283
营业收入增长率	3.89	8.43	11.75	21.36	29.98
净利润(百万元)	148	157	271	397	647
净利润增长率	32.40	6.46	72.73	46.41	62.73
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.19	0.34	0.49	0.80
毛利率%	31.16	33.32	34.63	37.67	42.29
净资产收益率 ROE%	5.51	5.66	9.11	12.14	17.23
每股净资产(元)	5.99	3.45	3.70	4.06	4.66
PE	77	72	42	29	18
PB	2.4	4.1	3.8	3.5	3.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 20 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	2,081	2,526	3,283
营业成本	1,182	1,242	1,360	1,574	1,894
毛利率	31.2%	33.3%	34.6%	37.7%	42.3%
营业税金及附加	25	22	25	30	39
销售费用	30	32	35	43	56
营业费用率	1.72%	1.72%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用	278	327	335	407	529
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%	-0.51%	-0.77%
投资收益	1	-20	2	2	2
营业利润	163	182	330	483	789
营业利润率	9.46%	9.76%	15.86%	19.14%	24.02%
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	333	486	792
所得税	27	37	64	92	150
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	271	397	647
净利率	8.59%	8.44%	13.04%	15.74%	19.70%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	148	157	271	397	647
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	273	-79	-142
其他	45	64	-5	-12	-24
经营现金流	244	265	766	553	745
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	-68	-99	-162
其他	-25	-45	5	13	25
融资现金流	-18	-64	-95	-86	-136
现金及现金等价物变动	94	-79	478	289	434

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	404	276	754	1,043	1,477
存货	542	535	475	550	662
应收账款	313	551	415	504	655
其他流动资产	78	143	146	155	191
流动资产	1,337	1,506	1,790	2,252	2,984
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	3,537	3,927	4,563
短期借款	26	32	0	0	0
应付账款	183	195	272	315	379
其他流动负债	199	232	218	269	362
流动负债	408	459	490	584	741
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	558	652	810
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	2,979	3,274	3,754
少数股东权益	6	5	2	-1	-7
负债股东权益总计	3,143	3,305	3,537	3,927	4,563

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	11.75	21.36	29.98
营业利润增长率	36.46	11.82	81.66	46.46	63.11
净利润增长率	32.40	6.46	72.73	46.41	62.73
毛利率	31.16	33.32	34.63	37.67	42.29
EBITDA Margin	21.59	22.27	26.61	28.54	31.49
净利率	8.59	8.44	13.04	15.74	19.70
净资产收益率	5.51	5.66	9.11	12.14	17.23
总资产收益率	4.71	4.76	7.68	10.12	14.15
资产负债率	14.69	15.94	15.77	16.62	17.74
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

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及35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。