

2019 年 09 月 12 日

九洲药业 (603456.SH)

收购苏州诺华和美国 PharmAgra, 提高业务能力和范围

■事件: ①19 年 9 月 4 日, 公司发布公告, 公司与诺华签署《股权收购协议》, 拟收购诺华的剥离技术与药品开发资产后的苏州诺华, 交易价格预估为 7.9 亿元人民币。同时, 双方就一份《制造和供应协议》的内容达成一致, 自交割日起 5 年内, 公司将通过苏州诺华向诺华供应 3 种药物的原料药或中间体, 5 年期满后, 在相关条件满足的前提下, 该协议可续约 5 年。②19 年 9 月 11 日, 公司发布公告, 公司全资子公司瑞博制药拟通过在美国设立全资子公司, 以自筹资金 1,600 万美元收购 Peter Newsome、Roger Frisbee 持有的两家公司 PharmAgra Labs 和 PharmAgra Holding Company 100% 的股权。

■收购诺华旗下工厂, 扩大公司产能, 同时提高公司提供高质量生产服务能力。苏州诺华是诺华在中国投资兴建的制药企业, 位于江苏省常熟, 占地约 23 万平方米, 拥有 400 多名员工, 包括 40 多名博士, 70 多名硕士。苏州诺华建有多条高效生产线, 并拥有连续反应和酶催化反应的工艺设备, 相关原料药及中间体产品对应的创新药物治疗领域包括抗心衰、乳腺癌以及白血病等。与诺华就一份新订单的内容达成一致, 预计未来公司来自诺华的订单金额会大幅增长。公司将通过收购的苏州诺华向诺华提供三种药物产品 (分别为抗心衰、乳腺癌以及白血病产品) 的原料药或中间体, 且合作期为 5 年, 5 年后在满足条件的情况下仍可续约。预计在该制造和供应协议生效后, 公司来自诺华的订单的金额将大幅增长。

■公司与诺华合作关系稳固, 长期合作关系不断保持的可能性大。对于诺华来说, 寻找可以信任的符合质量要求的合作伙伴需要时间和资金成本。跟同一家外包公司进行长期深度合作, 有利于提高药企的生产和研发效率。公司自上世纪 90 年代便与诺华建立合作关系, 且多次接受诺华等大型药企的 EHS 审计, 均顺利通过, 服务质量有保证。这次公司又计划收购诺华旗下工厂, 并预计未来通过该工厂向诺华提供生产服务, 公司与诺华之间稳固的合作关系不断加强。

■收购 PharmAgra Labs, 加码全球 CDMO 业务全球战略布局。公司此次拟收购的 PharmAgra Labs 是一家拥有二十余年医药外包服务经验的 CRO 和 CDMO 企业, 主要客户为美国本土医药公司, 主要提供临床前到 I 期临床阶段的 CMC 和 CRO 服务。该公司团队目前拥有 30 名员工, 其中博士 16 名。2018 年 PharmAgra Lab 的净利润为 176 万美元。PharmAgra Holding Company 不从事实质经营, 主要为持有

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 买入-A

调高评级

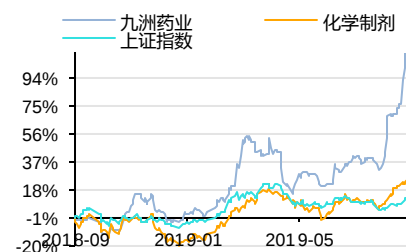
6 个月目标价: 15.00 元

股价 (2019-09-11) 12.78 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,299.26
流通市值 (百万元)	10,236.19
总股本 (百万股)	805.89
流通股本 (百万股)	800.95
12 个月价格区间	5.72/13.47 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	39.65	60.8	89.81
绝对收益	48.09	63.64	102.72

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯雪云

报告联系人

fengxy1@essence.com.cn

相关报告

九洲药业: 九洲药业
2019H1 点评: 二季度业绩
环比改善, 看好公司长期
成长性/马帅

2019-08-20

PharmAgra Labs 运营所在地的土地及房产。此次收购可以帮助公司扩大业务范围、提高业务能力，同时为公司吸引更多海外客户奠定基础。瑞博制药将取得 PharmAgra Labs 现有的客户资源、研发设备以及技术人员，一方面对公司在临床前和 I 期临床阶段 CMC/CRO 业务能力形成补充，另一方面，公司可以利用 PharmAgra Labs 现有的客户资源和影响力逐渐在美国吸引更多客户。

■**投资建议：** 买入-A 投资评级，6 个月目标价 15.00 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 14.6%、15.9%、16.2%，净利润增速分别为 75.1%、31.8%、24.2%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15.00 元，相当于 2020 年 33 倍的动态市盈率。

■**风险提示：** 订单数量增长不达预期、市场竞争加剧导致订单价格下降、行业景气度不及预期、公司业务拓展不及预期、汇率波动风险、商誉减值风险、本次交易可能无法交割的风险等

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,717.4	1,862.2	2,135.0	2,474.9	2,874.7
净利润	147.6	157.1	275.2	362.7	450.5
每股收益(元)	0.18	0.19	0.34	0.45	0.56
每股净资产(元)	3.32	3.44	3.70	4.01	4.41

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	69.8	65.5	37.4	28.4	22.9
市净率(倍)	3.9	3.7	3.5	3.2	2.9
净利率	8.6%	8.4%	12.9%	14.7%	15.7%
净资产收益率	5.5%	5.7%	9.2%	11.2%	12.7%
股息收益率	0.9%	1.6%	0.8%	1.1%	1.3%
ROIC	7.5%	6.5%	11.1%	14.7%	15.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,717.4	1,862.2	2,135.0	2,474.9	2,874.7	成长性					
减:营业成本	1,182.3	1,241.7	1,394.3	1,560.9	1,784.1	营业收入增长率	3.9%	8.4%	14.6%	15.9%	16.2%
营业税费	24.7	22.4	19.2	22.3	25.9	营业利润增长率	47.5%	10.3%	69.0%	31.7%	24.2%
销售费用	29.5	32.1	36.3	42.1	48.9	净利润增长率	32.4%	6.5%	75.1%	31.8%	24.2%
管理费用	278.2	240.1	358.7	408.4	474.3	EBITDA 增长率	37.2%	21.2%	23.7%	26.6%	19.4%
财务费用	25.5	-13.4	-1.6	6.7	3.1	EBIT 增长率	76.3%	35.9%	27.6%	34.4%	23.0%
资产减值损失	15.9	34.7	-15.0	-	-	NOPLAT 增长率	89.1%	-13.8%	87.5%	34.4%	23.0%
加:公允价值变动收益	-	-16.1	-10.7	1.8	2.4	投资资本增长率	-0.2%	9.6%	1.7%	13.2%	0.3%
投资和汇兑收益	1.1	-19.7	-5.0	-5.0	-5.0	净资产增长率	4.4%	3.6%	7.5%	8.5%	9.7%
营业利润	175.6	193.7	327.5	431.4	535.8	利润率					
加:营业外净收支	-1.4	-1.1	-0.1	-	-	毛利率	31.2%	33.3%	34.7%	36.9%	37.9%
利润总额	174.2	192.6	327.3	431.4	535.8	营业利润率	10.2%	10.4%	15.3%	17.4%	18.6%
减:所得税	27.5	36.7	52.4	69.0	85.7	净利润率	8.6%	8.4%	12.9%	14.7%	15.7%
净利润	147.6	157.1	275.2	362.7	450.5	EBITDA/营业收入	20.7%	23.1%	25.0%	27.3%	28.0%
						EBIT/营业收入	10.9%	13.7%	15.3%	17.7%	18.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	299	272	237	208	179
						流动资产周转天数	112	131	133	133	133
						流动资产周转天数	262	275	269	272	272
						应收账款周转天数	70	87	87	87	87
						存货周转天数	105	104	102	99	97
						总资产周转天数	644	623	579	550	515
						投资资本周转天数	473	457	420	389	357
						投资回报率					
						ROE	5.5%	5.7%	9.2%	11.2%	12.7%
						ROA	4.7%	4.7%	7.7%	9.1%	10.6%
						ROIC	7.5%	6.5%	11.1%	14.7%	15.9%
						费用率					
						销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
						管理费用率	16.2%	12.9%	16.8%	16.5%	16.5%
						财务费用率	1.5%	-0.7%	-0.1%	0.3%	0.1%
						三费/营业收入	19.4%	13.9%	18.4%	18.5%	18.3%
						偿债能力					
						资产负债率	14.7%	15.9%	16.3%	18.9%	15.9%
						负债权益比	17.2%	19.0%	19.4%	23.3%	18.9%
						流动比率	3.28	3.28	3.29	3.17	3.78
						速动比率	1.95	2.12	1.97	2.12	2.34
						利息保障倍数	7.37	-19.05	-201.42	65.70	176.06
						分红指标					
						DPS(元)	0.11	0.20	0.10	0.14	0.17
						分红比率	60.7%	102.6%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.9%	1.6%	0.8%	1.1%	1.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	146.8	155.9	275.2	362.7	450.5	EPS(元)	0.18	0.19	0.34	0.45	0.56
加:折旧和摊销	168.0	175.9	207.3	237.0	267.0	BVPS(元)	3.32	3.44	3.70	4.01	4.41
资产减值准备	15.9	34.7	-	-	-	PE(X)	69.8	65.5	37.4	28.4	22.9
公允价值变动损失	-	16.1	-10.7	1.8	2.4	PB(X)	3.9	3.7	3.5	3.2	2.9
财务费用	27.6	-9.1	-1.6	6.7	3.1	P/FCF	60.8	-182.1	44.6	56.9	39.4
投资损失	-1.1	19.7	5.0	5.0	5.0	P/S	6.0	5.5	4.8	4.2	3.6
少数股东损益	-0.8	-1.2	-0.3	-0.4	-0.5	EV/EBITDA	18.3	11.2	18.4	14.7	11.9
营运资金的变动	-82.2	-148.9	30.0	-294.5	1.0	CAGR(%)	35.2%	42.4%	35.2%	35.2%	42.4%
经营活动产生现金流量	244.2	264.8	504.9	318.4	728.5	PEG	2.0	1.5	1.1	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-132.2	-280.2	-285.0	-285.0	-285.0	ROIC/WACC	0.7	0.6	1.1	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	-17.6	-63.5	-69.0	34.6	-317.5	REP	4.0	3.2	3.7	2.5	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

马帅声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034