

医药/必需消费

九洲药业 (603456)

启动 CMO 业务增长新周期

	胡博新 (分析师)	于溯洋 (研究助理)	丁丹 (分析师)
	0755-23976766	0755-23976115	0755-23976735
	huboxin@gtjas.com	yusuyang@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514030007	S0880115070047	S0880514030001

本报告导读:

非公开发行申请获证监会通过,助力公司 CMO 业务进一步壮大,受益大客户新药获批,业绩弹性有望凸显,上调评级至增持。

投资要点:

上调评级至增持。公司公告非公开发行股票申请获证监会通过,筹集资金将用于 CMO 多功能生产基地建设及 CRO/CMO 研发中心建设,助力公司 CMO 业务进一步壮大。高毛利的 CMO 业务持续增长提升公司盈利能力,大客户诺华新药获批增加业绩弹性,大股东大力托底员工持股,彰显公司发展信心。维持 2015~2016 年 EPS 1.00/1.26/1.59 元,考虑到 2016 年是公司业绩弹性大幅凸显的元年,参考 A 股同类公司估值水平,我们给予公司 2016 年 55X PE,上调目标价至 69 元,上调评级至增持。

大股东大力托底员工持股,彰显公司发展信心。公司已于 9 月 26 日公告完成员工持股计划的购买,总规模 1.38 亿元,成交均价 45 元/股,锁定期 12 个月。员工持股计划考核指标为 2015 年业绩增速,大股东保底 10% (若业绩增速超 30%) 或 6% (若业绩增速超 20%) 收益,并提供 4 倍杠杆,员工根据公司业绩及个人考核取得额外投资收益。此次员工持股计划激励到位,大股东支持力度之强彰显公司发展信心。

大客户诺华新药获批,业绩弹性有望凸显。公司 CMO 业务发展迅速,上半年实现收入 2.52 亿,同比增长 57.76%,毛利润占比由 2014 年同期 47.13% 增长至 55.76%。大客户诺华重磅抗慢性心衰药物 LCZ696 (商品名 Entresto) 已提早获 FDA 批准,全球销售收入有望突破 50 亿美元,最晚将于 2016 年初进入美国 Medicare 医保,开启高速增长周期。公司作为该药主要成分 AHU-377 原料药及中间体的核心供应商,业绩弹性有望随之逐步体现。2015 年有望初步实现诺华新增订单收入 1-2 亿,后续将根据订单确认情况上调盈利预测。

风险提示: CMO 产能释放低于预期;诺华订单执行情况低于预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,310	1,286	1,497	1,675	1,940
(+/-)%	15%	-2%	16%	12%	16%
经营利润 (EBIT)	205	159	245	305	386
(+/-)%	22%	-23%	54%	24%	26%
净利润	166	133	209	262	330
(+/-)%	22%	-20%	57%	25%	26%
每股净收益 (元)	0.80	0.64	1.00	1.26	1.59
每股股利 (元)	0.27	0.34	0.20	0.25	0.32

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	15.8%	12.5%	16.5%	18.3%	20.0%
净资产收益率 (%)	22.7%	8.4%	8.2%	9.5%	10.9%
投入资本回报率 (%)	16.4%	10.0%	12.3%	14.9%	18.5%
EV/EBITDA	39.5	44.1	30.5	25.1	20.7
市盈率	69.1	86.4	55.3	43.9	34.8
股息率 (%)	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 69.00

上次预测: 60.00

当前价格: 55.27

2015.10.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	29.57-89.16
总市值 (百万元)	11,484
总股本/流通 A 股 (百万股)	208/58
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	28%
日均成交量 (百万股)	181.57
日均成交值 (百万元)	89.56

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,657
每股净资产	7.97
市净率	6.9
净负债率	11.51%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.15	0.23
Q2	0.16	0.31
Q3	0.14	0.21
Q4	0.19	0.25
全年	0.64	1.00

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	34%	-3%	87%
相对指数	30%	13%	50%

相关报告

《打造 CRO/CMO 产业链平台,业绩弹性加大》2015.07.30

《CMO 驱动增长,业绩拐点确立》2015.04.29

《CMO 业务再增长,特色原料药待恢复》2015.04.13

《打造 CMO 新增长引擎》2015.03.16

《医药合同定制服务新秀》2014.09.24

模型更新时间: 2015.10.15

股票研究

必需消费

医药

九州药业 (603456)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **69.00**

上次预测: 60.00

当前价格: 55.27

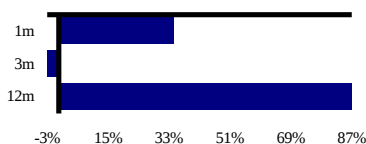
公司网址

www.jiuzhoupharma.com

公司简介

公司是一家集研发、生产、销售医药原料药及中间体为一体的高新技术企业。公司建立了 ISO9001 管理体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18000 职业健康安全管理体系。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

29.57-89.16

市值 (百万)

11,484

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

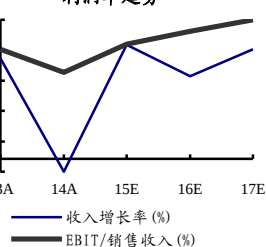
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,310	1,286	1,497	1,675	1,940
营业成本	908	926	1,024	1,115	1,260
税金及附加	9	5	5	6	7
销售费用	22	21	26	29	35
管理费用	166	175	197	220	252
EBIT	205	159	245	305	386
公允价值变动收益	-11	15	0	0	0
投资收益	10	5	0	0	0
财务费用	-25	-17	-3	0	0
营业利润	194	124	242	304	385
所得税	32	20	32	40	51
少数股东损益	0	4	6	8	9
净利润	166	133	209	262	330
货币资金、交易性金融资产	132	214	874	1,067	1,280
其他流动资产	570	950	1,075	1,185	1,361
长期投资	26	18	18	18	18
固定资产合计	753	960	957	913	865
无形资产及其他资产	70	66	63	61	59
资产合计	1,551	2,208	2,988	3,245	3,583
流动负债	694	579	375	407	463
非流动负债	120	46	56	66	76
股东权益	733	1,581	2,549	2,759	3,023
投入资本(IC)	1,124	1,685	1,775	1,796	1,855
NOPLAT	174	140	213	266	337
折旧与摊销	59	71	84	96	101
流动资金增量	-20	482	329	78	120
资本支出	158	269	80	50	50
自由现金流	370	962	706	490	608
经营现金流	236	-57	90	296	329
投资现金流	-195	-247	-80	-50	-50
融资现金流	-21	401	649	-52	-66
现金流净增加额	20	96	660	194	213
收入增长率	14.5%	-1.8%	16.4%	11.9%	15.8%
EBIT 增长率	21.7%	-22.6%	53.9%	24.3%	26.3%
净利润增长率	22.0%	-19.8%	56.5%	25.4%	26.1%
利润率					
毛利率	30.0%	27.6%	31.3%	33.1%	34.7%
EBIT 率	15.8%	12.5%	16.5%	18.3%	20.0%
净利率	12.7%	10.4%	13.9%	15.6%	17.0%
净资产收益率(ROE)	22.7%	8.4%	8.2%	9.5%	10.9%
总资产收益率(ROA)	10.7%	6.0%	7.0%	8.1%	9.2%
投入资本回报率(ROIC)	16.4%	10.0%	12.3%	14.9%	18.5%
存货周转天数	144	184	183	182	184
应收账款周转天数	113	163	110	110	111
总资产周转天数	426	618	719	697	665
净利润现金含量	1.42	-0.44	0.45	1.16	1.03
资本支出/收入	12%	21%	5%	3%	3%
资产负债率	52.5%	28.3%	14.4%	14.6%	15.1%
净负债率	111.1%	39.5%	16.9%	17.2%	17.8%
PE	69.1	86.4	55.3	43.9	34.8
PB	13.8	6.4	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	39.5	44.1	30.5	25.1	20.7
P/S	7.7	7.9	6.7	6.0	5.2
股息率	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	0.7%

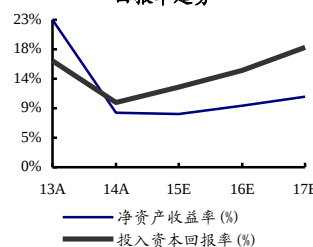
股票绝对涨幅和相对涨幅



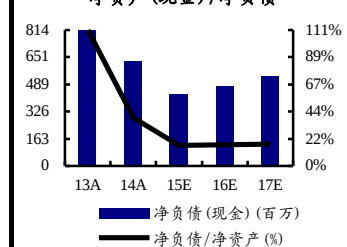
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		