

三生製藥 (1530 HK, HK\$8.71, 未評級) — 從阿斯利康收購糖尿病藥物的商業化權利

❖ **從阿斯利康收購兩款糖尿病藥品銷售權。**三生的附屬公司與阿斯利康達成協議購入 Byetta、Bydureon single dose tray、Bydureon dual chamber pen 及 Bydureon auto-injector 在中國商業化的獨家權利。交易總代價分為兩部份：(1)預付款項 5,000 萬美元，及(2)分期款項最高額 5,000 萬美元，主要基於 Bydureon 系列產品在中國註冊的進展。預付款項將由公司內部資源所支付。Byetta（通用名為「艾塞那肽注射液」）為 GLP-1 受體激動劑針劑藥物，每日皮下注射兩次，用於改善 2 型糖尿病患者的血糖控制。Bydureon 為艾塞那肽的緩釋製劑，每周皮下注射一次。Byetta 及 Bydureon 分別於 2005 年及 2012 年通過美國 FDA 的註冊。Byetta 於 2009 年通過中國 CFDA 的註冊，而阿斯利康已於 2016 年 5 月申請 Bydureon 的註冊。

❖ **其中一系列增長最快的糖尿病用藥。**暫時在中國市場內只有阿斯利康及諾華諾德銷售 GLP-1 的產品，公司表示 GLP-1 產品是其中一款增長最快的藥物，在歐美市場的佔有率約在 6-8% 的水平，但在中國市場只有 1.6%。公司目標 Byetta 的收入在 2017 年達到 1.6-1.7 億人民幣，在未來 2-3 年每年增長 30%。扣除攤銷及與阿斯利康的利潤分成後，公司預期產品的淨利潤率可達 15%。而公司預期 Bydureon 可於 2017-18 年推出市場。

❖ **在延遲新研發產品推出時間後，新產品可為公司帶來增長動力。**市場對三生的主要顧慮為其在未來 2-3 年缺乏新產品推出市場，增長動力成疑。我們相信新加入 GLP-1 的產品可為公司帶來新的增長動力。公司 3 款主要產品在 2016 年上半年的銷售達到總銷售的 80.8%，新加入高潛力產品亦可分散公司產品線的風險。

❖ **估值。**根據彭博綜合預測，三生 2016 年的收入預計可按年增長 72.3% 至 28.8 億人民幣，淨利則按年增長 38.5% 至 7.3 億人民幣，主要源於收購併表的效應。公司現價預測 2016/17 市盈率為 26.0 倍/19.4 倍，為在港上市醫藥公司其中一家最高估值的公司。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (人民幣百萬)	875	1,131	1,673
淨利潤 (人民幣百萬)	96	292	526
每股收益 (人民幣分)	0.05	0.15	0.23
每股收益變動 (%)	(5.7)	204.2	55.1
市盈率(x)	152.9	49.9	32.1
市帳率(x)	17.3	19.9	3.3
權益收益率 (%)	22.5	41.0	18.3

來源:公司,招銀國際預測

三生製藥(1530 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$8.71
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	22,056
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	35.2
52 周高/低 (港幣)	11.48/6.93
發行股數 (百萬)	2,515.3
主要股東 CS Sunshine Investment (28.1%)	

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	6.9%	8.0%
3 月	7.4%	-4.4%
6 月	-18.8%	-30.4%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。