三生制药 (1530 HK, HK$9.80, 未评级）—2016 业绩回顾：符合预期，新医保目录效应将在 2018 出现

吴永泰, CFA
(852) 3761 8780
cyrusng@cmbi.com.hk

- **增长主要由国健并表所带动。**2016 年收入年升 67.2%至 27.97 亿人民币，主要由于主要产品增长及国健并表所带动。期内净利按年升 35.4%至 7.13 亿人民币，撇除非经常性项目，核心净利按年大升 52.3%至 7.04 亿人民币，核心每股收益按年升 36.1%至 0.28 人民币。毛利率按年升 0.1 百分点至 85.6%，经营利润率由 2015 年的 29.7%升至 2016 年的 34.9%。但由于财务开支因并购新增贷款而飙升(由 2015 年的净利息收入 700 万人民币至 2016 年净利息开支的 1.24 亿人民币)，核心净利率按年下降 2.4 百分点至 25.2%。总括而言，公司 2016 年业绩与彭博综合预测的收入 28.62 亿人民币及净利润 6.95 亿人民币相约。

- **管理层对特比澳及益赛普的前景谨慎乐观。**刚被纳入新版医保目录的特比澳及益赛普的收入在 2016 年分别按年增长 25.7%及 9.9% (假设益赛普贡献全年收入，而产品于 2016 年 4 月开始并表)。但两款产品的增长均于 2016 下半年有所减慢：特比澳由上半年的 37.4%降至下半年的 14.7%，益赛普由上半年的 16.5%降至下半年的 4.4%。而由于刚被纳入到医保目录，管理层依然对两款产品的增长保持乐观，相信年增长可维持在较 2016 年高的水平。

- **目标控制降价空间在 5%以内。**虽然特比澳及益赛普因刚被维入医保而有着巨大的发展潜力，但两款产品均需面对因医保支付价格及二次议价等引起的降价问题。管理层目标希望控制两款产品的年均降价空间在 5%以内的水平。另一方面，管理层预期新版医保目录将在 2017 年 8-9 月开始实行，故此认为对 2017 年业务影响轻微，实质效果将在 2018 年开始浮现。

- **中短期研发产品线对业务贡献有限。**公司于 2017 年 1 月委任朱祯平博士为药物研发总裁兼首席科学官。朱博士在生物制药领域，特别是治疗性抗体领域具有丰富的研发经验。未来公司将集中在加快推进现有在研产品的临床试验。另一方面，公司尚未有为赛普汀的重新提交申请定下时间表。总体而言，我们认为在研产品总在中短期内对公司的业务发展贡献有限。

- **估值合理，新入医保目录产品盈利可预见性较低。**公司现价 2017 年预测市盈率为 23.1 倍，为在港上市估值最高的制药公司之一，我们相信现在的估值主要源于特比澳及益赛普被纳入到新版医保目录。我们认为虽然被纳入目录有着具大的市场潜力，但相对的盈利可预见性较低，有关消息亦应已反映在股价之中，我们认为三生需要进一步催化剂如收购合并、研发新进展或医保目录进一步实行的详情等才会有进一步的上升空间。

三生制药 (1530 HK)

评级	未评级
收市价	HK$9.80
市值 (港币百万)	24,816.7
过去 3 月平均交易 (港币百万)	53.9
52 周高/低 (港币)	10.96/6.93
发行股数 (百万)	2,532.3
主要股东	
CS Sunshine Investment	(28.13%)

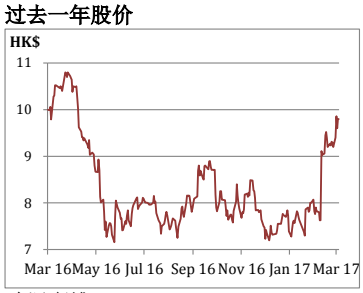
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	26.3%	24.7%
3 月	33.3%	20.8%
6 月	21.1%	16.3%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至 6 月 30 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万港元)	365.2	429.5	480.3
净利润 (百万港元)	38.7	33.7	27.8
每股收益 (港元)	不适用	不适用	0.11
每股收益变动 (%)	不适用	不适用	不适用
市盈率(x)	不适用	不适用	14.1
市帐率 (x)	不适用	不适用	3.5
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	44.6	33.2	15.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室　电话: (852) 3900 0888　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。