睿智投资

三生制药 (1530 HK, HK$8.71, 未评级) — 从阿斯利康收购糖尿病药物的商业化权利

❖ **从阿斯利康收购两款糖尿病药品销售权。**三生的附属公司与阿斯利康达成协议购入 Byetta、Bydureon single dose tray、Bydureon dual chamber pen 及 Bydureon auto-injector 在中国商业化的独家权利。交易总代价分为两部份：(1)预付款项 5,000 万美元，及(2)分期款项最高额 5,000 万美元，主要基于 Bydureon 系列产品在中国注册的进展。预付款项将由公司内部资源所支付。Byetta（通用名为「艾塞那肽注射液」）为 GLP-1 受体激动剂针剂药物，每日皮下注射两次，用于改善 2 型糖尿病患者的血糖控制。Bydureon 为艾塞那肽的缓释制剂，每周皮下注射一次。Byetta 及 Bydureon 分别于 2005 年及 2012 年通过美国 FDA 的注册。Byetta 于 2009 年通过中国 CFDA 的注册，而阿斯利康已于 2016 年 5 月申请 Bydureon 的注册。

❖ **其中一系列增长最快的糖尿病用药。**暂时在中国市场内只有阿斯利康及诺华诺德销售 GLP-1 的产品，公司表示 GLP-1 产品是其中一款增长最快的药物，在欧美市场的占有率约在 6-8%的水平，但在中国市场只有 1.6%。公司目标 Byetta 的收入在 2017 年达到 1.6-1.7 亿人民币，在未来 2-3 年每年增长 30%。扣除摊销及与阿斯利康的利润分成后，公司预期产品的净利润率可达 15%。而公司预期 Bydureon 可于 2017-18 年推出市场。

❖ **在延迟新研发产品推出时间后，新产品可为公司带来增长动力。**市场对三生的主要顾虑为其在未来 2-3 年缺乏新产品推出市场，增长动力成疑。我们相信新加入 GLP-1 的产品可为公司带来新的增长动力。公司 3 款主要产品在 2016 年上半年的销售达到总销售的 80.8%，新加入高潜力产品亦可分散公司产品线的风险。

❖ **估值。**根据彭博综合预测，三生 2016 年的收入预计可按年增长 72.3%至 28.8 亿人民币，净利则按年增长 38.5%至 7.3 亿人民币，主要源于收购并表的效应。公司现价预测 2016/17 市盈率为 26.0 倍/19.4 倍，为在港上市医药公司其中一家最高估值的公司。

三生制药(1530 HK)

评级	未评级
收市价	HK$8.71
目标价	不适用
市值 (港币百万)	22,056
过去 3 月平均交易 (港币百万)	35.2
52 周高/低 (港币)	11.48/6.93
发行股数 (百万)	2,515.3
主要股东	CS Sunshine Investment (28.1%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	6.9%	8.0%
3 月	7.4%	-4.4%
6 月	-18.8%	-30.4%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额 (人民币百万)	875	1,131	1,673
净利润 (人民币百万)	96	292	526
每股收益 (人民币 分)	0.05	0.15	0.23
每股收益变动 (%)	(5.7)	204.2	55.1
市盈率(x)	152.9	49.9	32.1
市帐率 (x)	17.3	19.9	3.3
权益收益率（%）	22.5	41.0	18.3

来源:公司,招银国际预测

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。