香港

增持

市场共识评级*:	买入 22 持有 2 沽出 0
前收盘价:	HK$13.14
目标价:	HK$17.80
此前目标价:	HK$17.80
上升/下跌空间:	35.5%
CGS-CIMB / 市场共识:	N/A
路透股票代号:	
彭博股票代号:	1530 HK
市值:	US$4,263m
	HK$33,310m
平均每日成交额:	US$10.87m
	HK$85.3m
目前发行在外股数	2,535m
自由流通量	47.2%

*来源：彭博

来源：彭博

主要股东	持股百分比
CS Sunshine	28.3

分析员

何霜霖
T (852) 3698 6320
E harryhe@chinastock.com.hk

王志文
T (852) 3698 6317
E cmwong@chinastock.com.hk

三生制药

预计 2019 年中期业绩强劲；重申增持

- 我们预计公司将在 2019 年上半年实现 25%以上同比增长，对比市场预期为 20-25%。根据我们对销售渠道的调查，我们认为特比澳（TPIAO）的销售增长可能会带来惊喜。
- 公司股价从本月初的低位反弹了约 10%，反映投资者明白公司的带量采购相关风险很低。
- 重申「增持」评级，维持目标价 17.80 港元。

提高三生制药的盈利预测

根据管理层指引，2019 年收入将同比增长 25%-35%。根据我们对销售渠道的调查，我们预计公司的特比澳表现将超过市场预期，并在 2019 年上半年实现 32%-37%的同比收入增长，因为 1）公司积极扩大三生制药的销售团队（2018 年约 900 人，预计 2019 年约 1,200 人）；2）市场竞争格局良好，因为三生制药的主要竞争对手艾曲泊帕并不在国家医保目录的范围内，并仅限于特发性血小板减少性紫癜（ITP）的单一病征。我们将三生制药的收入增长预测从 2019/20 年的 25%/22%提高至 35%/29%（2018-2020 年收入复合年增长率约 32%）。

2019 上半年益赛普的增长或不达标；仍预期长远而言实现低双位数增长

三生制药指引，2019 年益赛普将实现 15%-20%同比收入增长。但根据我们对销售渠道的调查，益赛普 2019 年上半年增长或不达标。由于短期渠道库存波动，我们预计益赛普将在 2019 年上半年录得 9%-10%的同比收入增长。长远来看，我们仍预期益赛普能实现低双位数收入增长，因为：1）纳入国家医保目录后将推动销量增长；2）在强直性脊柱炎市场中，三生制药的营销能力优于主要竞争对手新基(强克)；3)益赛普的成本优势大于进口的 TNF-α 拮抗剂（益赛普约为人民币 8 万元/年，进口药约人民币 20 万元/年）。我们将益赛普 2019/2020 年的收入增长预测从 20%/18%降至 10%/13%。

促红细胞生成素产品大致维持良好增长

我们维持对促红细胞生成素产品的预测。具体而言，我们仍预计三生制药将于 2019 / 20 年实现 2%/2%的收入增长。我们将 SEPO 的收入增长预测从 2019/20 的 25%/20%降至 18%/15%，原因是促红细胞生成素市场竞争激烈（当中未计及「两票制」的影响）。总体而言，我们预计三生制药的促红细胞生成素产品将在 2019/20 年实现 5.4%/5.1%的收入增长。

预计降尔糖和稳尔糖将获纳入国家医保目录

胰岛素业务方面，管理层重申其继续致力推动稳尔糖在 2019 年下半年纳入国家医保目录。优泌林方面，公司将继续重组销售团队，务求其 2019 年收入恢复至中单位数增长。我们的销售渠道调查显示公司的胰岛素业务现在处于正轨。

重申股份将获得重估；维持「买入」评级

总体而言，我们将公司的 2019/20 年盈利预测上调 1.3%/3.3%，主要是反映上调特比澳预测的影响。公司现时的 2019/20 年市盈率约 19.9/16.2 倍，比历史平均值 26 倍（图一）低一个标准差。我们重申，股份将获得重估，主要是由于：1）市场情绪变得稳定；2）特比澳的盈利能见度高；3）短期内面对多项催化剂（稳尔糖有望于 2019 下半年纳入国家医保目录，曲妥珠单抗将于 2019 年三季度上市）。三生制药的估值有可能重估至历史平均水平。我们维持目标价 17.8 港元（基于现有业务的 26 倍 2019 年市盈率，加上曲妥珠单抗的价值为每股 1.1 港元，详情请参阅图二）。 评级重申「买入」。

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
收入（百万人民币）		3,734	4,584	5,422	6,458
净利润（百万人民币）		935	1,277	1,478	1,814
核心净利润（人民币）		904	1,166	1,478	1,814
同比变动		*26.9%*	*29.0%*	*26.7%*	*22.8%*
核心净利润率(%)		24.2%	25.4%	27.3%	28.1%
每股核心盈利(人民币)		0.357	0.459	0.582	0.714
同比变动		*26.3%*	*28.7%*	*26.7%*	*22.8%*
市盈率(倍)		32.4	25.2	19.9	16.2
市净率(倍)		3.8	3.3	2.9	2.5
股本回报率		13.0	14.6	15.9	16.9
EV/EBITDA(倍)		22.7	17.2	14.3	11.7

来源：中国银河国际证券研究部，公司

Hong Kong

ADD

Consensus ratings*: Buy 22 Hold 2 Sell 0

Current price:	HK$13.14
Target price:	HK$17.80
Previous target:	HK$17.80
Up/downside:	35.5%
CGS-CIMB / Consensus:	N/A
Reuters:	
Bloomberg:	1530 HK
Market cap:	US$4,263m
	HK$33,310m
Average daily turnover:	US$10.87m
	HK$85.3m
Current shares o/s:	2,535m
Free float:	47.2%

*Source: Bloomberg

Source: Bloomberg

Major shareholders	% held
CS Sunshine	28.3

Analysts

Harry He
T (852) 3698 6320
E harryhe@chinastock.com.hk

Wong Chi Man
T (852) 3698 6317
E cmwong@chinastock.com.hk

3SBio

Expect strong results for 1H2019; reiterate ADD

- We expect 3SBio to deliver >25% YoY bottom-line growth in 1H2019, versus market expectations of 20–25%. We believe sales growth of *TPIAO* may provide a positive surprise, based on our channel check.
- The share price has rebounded by about 10% from the trough early this month, which shows investors understand the Company's GPO risk is small.
- Reiterate ADD (please refer to the disclaimer for the details of the new rating system) and maintain our target price of HK$17.80.

Raised earnings forecast for *TPIAO*

Management has guided 25%–35% YoY revenue growth for *TPIAO* in 2019. Based on our channel check, we expect *TPIAO* to exceed market expectations and reach 32%–37% YoY revenue growth in 1H2019 because of 1) the Company's good execution in expanding the *TPIAO* sales team (~900 by 2018 and expected to be ~1,200 by 2019); and 2) a good market competition landscape, since *TPIAO's* major competitor *Eltrombopag* is not covered by the National Reimbursement Drug List (NRDL) and is limited to a single indication of *idiopathic thrombocytopenic purpura* (ITP). We raise our revenue growth forecast for *TPIAO* from 25%/22% to 35%/29% for 2019/20E (or ~32% revenue CAGR in 2018–2020E).

1H2019 growth for *Yisaipu* may miss target; long-term low-teen growth still expected

3SBio has guided 15%–20% YoY revenue growth for *Yisaipu* in 2019. But our channel check found that 1H2019 growth for *Yisaipu* may miss the target. We expect *Yisaipu* to record 9%–10% YoY topline growth in 1H2019, probably due to short-term channel inventory fluctuations. In the long run, we still expect *Yisaipu* to deliver low-teen revenue growth because of: 1) volume growth after NRDL inclusion; 2) the Company's stronger marketing capability than its major competitor Celge's *Qiangke* in the *ankylosing spondylitis* market; and 3) *Yisaipu's* cost advantage over imported *TNF-α antagonists* (*Yisaipu* ~RMB80,000/year vs. ~RMB200,000/year for imported ones). We lower our revenue growth projections for *Yisaipu* from 20%/18% to 10%/13% for 2019/2020E.

Erythropoietin (EPO) products largely on track

We maintain our projections for EPO products. Specifically, we still expect *EPIAO* to deliver 2%/2% top-line growth in 2019/20E. We lower our revenue growth forecast for *SEPO* from 25%/20% to 18%/15% in 2019/20E due to fiercer-than-expected EPO competition, without considering the impact of the "two-invoice-system". Overall, we expect 3SBio's EPO products to deliver 5.4%/5.1% revenue growth in 2019/20E.

Byetta and *Bydureon* expected to be included in the NRDL

For the insulin business, management reiterated that it will continue its efforts to push *Bydureon* into the NRDL in 2H2019. For *Humulin*, the Company will continue to restructure its sales team to revive its top-line growth to mid-single digits in 2019. Our channel check indicates the Company's insulin business is on track.

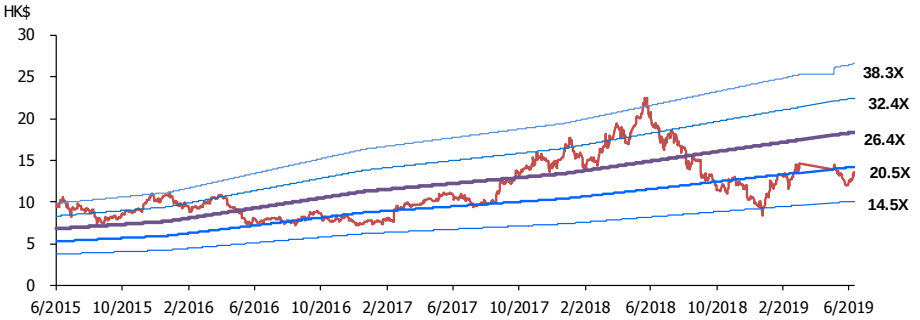
Re-rating story remains unchanged; reiterate ADD

Overall, we raise our 2019/20E earnings estimates for the Company by 1.3%/3.3%, mainly to reflect our higher *TPIAO* projection. The Company is trading at ~19.9/16.2x 2019/20E PER now, which is one standard deviation below its historical average of ~26x (Figure 1). We believe its re-rating story remains intact with 1) stabilized market sentiment; 2) high earnings visibility for *TPIAO;* and 3) near-term catalysts ahead (potential for *Bydureon* to be included in the NRDL in 2H2019 and *Trastuzumab* to be marketed in Q3 2019). 3SBio has the potential to be re-rated to its historical average valuation level. We keep our Target Price of HK$17.8 (26x 2019E PER for existing business plus HK$1.1 for *Trastuzumab,* Figure 2). Reiterate ADD.

Y/E Dec 31	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Turnover (RMB m)	2,797	3,734	4,584	5,422	6,458
Net profit (RMB m)	713	935	1,277	1,478	1,814
Core net profit (RMB m)	713	904	1,166	1,478	1,814
YoY change	*18.8%*	*26.9%*	*29.0%*	*26.7%*	*22.8%*
Core net margin (%)	25.5%	24.2%	25.4%	27.3%	28.1%
Core EPS (RMB)	0.282	0.357	0.459	0.582	0.714
YoY change	*6.2%*	*26.3%*	*28.7%*	*26.7%*	*22.8%*
PER (x)	41.0	32.4	25.2	19.9	16.2
PBR (x)	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5
ROE(%)	11.7	13.0	14.6	15.9	16.9
EV/EBITDA (x)	29.5	22.7	17.2	14.3	11.7

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 1: 3SBio historical PE band



SOURCES: Bloomberg, CGIS Research

Figure 2: *Trastuzumab* DCF valuation

Trastuzumab	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
RMB(bn)	9	9.9	10.9	12.0	13.2	14.5	15.9	17.5	19.3	
YoY		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
3SBio market share				1.0%	3.0%	4.0%	6.0%	7.0%	7.5%	
Revenue (RMBm)				120	395	580	957	1,228	1,447	
Profit margin				3%	5%	10%	13%	15%	18%	
Profit(RMBm)				4	20	58	124	184	260	
Terminal value										4,279
NPV (discount to Year 2019)				3	16	44	85	114	147	2,196
Market'cap (RMBm)		2,605								
Share price (HK$)		**1.10**								

1. Assuming profit equals free cash, i.e. Capex approximately equals D&A

2. WACC assumes as 10%

3. Terminal growth rate 3%

4. Market share gain is slower after 2022 with competitors come out

5. HKD/RMB=0.87

6. Shares out. Included potential 188m shares dilution from CB

SOURCES: CGIS Research

BY THE NUMBERS

Profit and Loss Year ended Dec 31 (RMBm)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Yisaipu	786	1,013	1,111	1,223	1,381
TPIAO	765	975	1,670	2,254	2,907
EPIAO	677	705	704	718	733
SEPO	96	151	193	227	261
Byetta	-	131	65	90	100
Bydureon	-	-	15	35	50
Humulin (with two invoice system)	-	197	250	263	276
Others	473	563	576	613	750
Revenue	**2,797**	**3,734**	**4,584**	**5,422**	**6,458**
Cost of goods sold	(402)	(676)	(877)	(1,007)	(1,214)
Gross profit	2,395	3,058	3,707	4,415	5,244
Other income and gains	216	196	430	0	0
Selling expense	(1,017)	(1,333)	(1,691)	(2,017)	(2,377)
Admin & other expenses	(301)	(315)	(317)	(434)	(504)
Other expenses	(282)	(348)	(486)	(705)	(840)
Operating profit	1,010	1,258	1,642	1,964	2,363
Finance cost	(148)	(141)	(138)	(121)	(99)
Share of results of JV & associates	(12)	(14)	(8)	19	20
Pretax income	850	1,102	1,496	1,862	2,285
Income taxes	(136)	(178)	(218)	(372)	(457)
Non-controlling interests	(2)	11	(0)	(12)	(14)
Net profit	713	935	1,277	1,478	1,814
Core net profit	**713**	**904**	**1,166**	**1,478**	**1,814**
EBITDA	1,171	1,502	1,955	2,302	2,727
Basic EPS (RMB)	0.28	0.37	0.50	0.58	0.71
Fully diluted EPS (RMB)	0.28	0.36	0.49	0.56	0.69
Basic core EPS (RMB)	0.28	0.36	0.46	0.58	0.71
Fully diluted core EPS (RMB)	0.28	0.35	0.45	0.56	0.69
Dividend (RMB)	0.00	0.06	0.08	0.09	0.11

Cash Flow Year ended Dec 31 (RMBm)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Profit before tax	850	1,102	1,496	1,862	2,285
Depreciation & amortization	161	244	313	338	363
Change in working cap.	6	(521)	(450)	(563)	(522)
Income tax paid	(122)	(130)	(218)	(372)	(457)
Others	110	380	147	102	79
Operating cash flow	1,004	1,074	1,288	1,366	1,748
CAPEX	(3,264)	(206)	(391)	(400)	(400)
Change in other assets	(1,117)	(438)	(567)	0	0
Investment cash flow	(4,381)	(643)	(958)	(400)	(400)
Issuance of shares	0	0	0	0	0
Net change in debt	2,654	1,347	(1,111)	(545)	(550)
Others	56	(29)	(279)	(312)	(321)
Financing cash flow	2,710	1,318	(1,390)	(857)	(871)
Net change in cash	(667)	1,749	(1,061)	109	477
Cash at beginning of the year	1,299	678	2,399	1,793	1,902
Effect from foreign exchange	45	(28)	0	0	0
Cash at the end of the year	**678**	**2,399**	**1,793**	**1,902**	**2,379**

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS… cont'd

Balance Sheet Year ended Dec 31 (RMBm)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Cash & cash equivalents	678	2,399	1,793	1,902	2,379
Inventories	262	377	385	471	554
Trade & note receivables	786	1,324	1,484	1,933	2,314
Others	515	1,177	776	874	1,237
Current assets	2,241	5,276	4,438	5,179	6,484
PP&E	1,763	1,760	1,792	1,812	1,819
Intangible assets	2,289	2,254	2,299	2,341	2,371
Goodwill	4,126	3,924	4,089	4,089	4,089
Others	621	540	1,222	1,242	1,262
Non-current assets	8,798	8,477	9,402	9,484	9,541
Total assets	11,039	13,753	13,840	14,663	16,024
Trade and bills payables	59	275	113	163	203
Other payables	502	696	846	865	1,131
ST borrowings	518	1,087	570	150	0
Others	64	138	127	127	127
Current liabilities	1,144	2,196	1,656	1,305	1,460
LT borrowings	2,541	3,319	2,724	2,600	2,200
Others	588	609	552	552	552
Long-term liabilities	3,129	3,928	3,277	3,152	2,752
Total liabilities	4,272	6,123	4,932	4,457	4,212
Shareholders' equity	6,522	7,397	8,614	9,925	11,544
Minority interests	244	233	293	281	267
Total equity	6,766	7,630	8,907	10,206	11,812

Ratios Year ended Dec 31	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Growth (% YoY)					
Sales	67.2	33.5	22.7	18.3	19.1
Operating profit	65.4	24.5	30.6	19.6	20.3
EBITDA	77.3	28.2	30.2	17.7	18.5
Core net profit	18.8	26.9	29.0	26.7	22.8
Core EPS	6.2	26.3	28.7	26.7	22.8
Profitability (%)					
Gross margin	85.6	81.9	80.9	81.4	81.2
Operating margin	36.1	33.7	35.8	36.2	36.6
EBITDA margin	41.9	40.2	42.7	42.4	42.2
Core net profit margin	25.5	24.2	25.4	27.3	28.1
ROA	8.1	7.3	8.5	10.4	11.8
ROE	11.7	13.0	14.6	15.9	16.9
Balance sheet ratios					
Current ratio (X)	2.0	2.4	2.7	4.0	4.4
Quick ratio (X)	1.7	2.2	2.4	3.6	4.1
Cash ratio (X)	0.6	1.1	1.1	1.5	1.6
Trade & bill receivables days	87	103	112	115	120
Trade & bill payable days	42	90	81	50	55
Inventory turnover days	180	172	158	155	154
Total debt to equity ratio (%)	47	60	38	28	19

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险 ，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。 负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标 (现有机制(从2019年9月1日将由新机制取代))

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

评级指标 (新机制)

增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%

减持 : 预计股份未来12个月的总回报将减少至低于0%或以下

持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888