



荣昌生物 (9995.HK): 首个 ADC 出海, 维迪西妥单抗海外部分权益许可予 Seagen (附业务进展会议纪要)

荣昌生物 8 月 9 日发布公告, 宣布已与美国生物科技公司 Seagen Inc. (SGEN.US) 就维迪西妥单抗 (商品名: 爱地希®) 签订独家全球许可协议, 授予 Seagen 在大中华和亚洲 (除日本、新加坡) 以外开发和商业化维迪西妥单抗的权益。维持买入评级, 升目标价至 140.1 港元。

- 公司将维迪西妥单抗大中华和亚洲 (除日本、新加坡) 外地区权益给予 Seagen。根据许可协议, 荣昌生物将保留在大中华地区、亚洲 (日本、新加坡除外) 开发和商业化维迪西妥单抗的权益, 而 Seagen 将获得在全球其他国家和地区权益。作为交易对价, 荣昌生物将收取 2 亿美元的首付款及不超过 24 亿美元的里程碑付款。此外, Seagen 未来将按获得授权地区销售额的高个位数至百分之十几比例向荣昌生物支付特许权使用费。此次交易金额高, 一定程度反应了维迪西妥单抗作为首款国产 ADC 在海外同样有较强竞争力。
- 预计于五年内将获得此次交易中的大部分里程碑付款。公司表示在 24 亿里程碑付款中, 与注册相关里程碑、与销售相关里程碑分别约占 50%。其中与注册相关的里程碑付款又按照不同适应症进行划分, 其中金额占比最大的适应症为尿路上皮癌, 其次为乳腺癌。公司预计随着维迪西妥单抗后续在美国获批上市, 公司可在未来 5 年内获得 24 亿里程碑付款中的大部分。
- 在 HER2 低表达和尿路上皮癌有优势, 后续有潜力与其他药物联用。相较其他用 Trastuzumab 为抗体的 ADC, 维迪西妥单抗的亲合力更高, 在尿路上皮癌有优势。HER2 低表达治疗领域竞争格局良好, Seagen 未来可能会探索与 PD-1 以及 HER2 小分子药物 tucatinib 等其他药物联用的可能性, 安全性佳, 后续有潜力推向前线治疗。
- 维持买入评级, 目标价升至 140.1 港元: 我们维持并重申公司“买入”评级, 目标价升至 140.1 港元, 主要考虑此次 licensed-out 的预付款、里程碑付款以及后续潜在的销售分成。
- 投资风险: 临床研发进度未如预期; 在美国进行的临床和商业计划延期; 药品销售不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	1,422	2,991	3,611
收入同比增速 (%)	-100%	NA	NA	110%	21%
归母净利润	-430	-698	194	1,173	1,472
PS (X)	NA	NA	35	17	14
ROE (%)	185%	-19%	5%	24%	23%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 8 月 12 日

评级

买入

目标价 (港元)	140.1
潜在升幅/降幅	15%
目前股价 (港元)	121.6
52 周内股价区间 (港元)	60.6-149.8
总市值 (百万港元)	59,564
近 3 月日均成交额 (百万港元)	115

注: 截至 2021 年 8 月 11 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《荣昌生物 (9995.HK) 2020 年业绩:

ADC 药物料年内获批, 提升目标价》

(2021-03-30)

《生物科技系列报告 (一): ADC 抗体偶

联药物》(2020-12-19)

财务报表分析与预测 - 荣昌生物

利润表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	1,422,016	2,990,570	3,610,853
销售成本	0	0	-142,202	-299,057	-361,085
毛利	0	0	1,279,814	2,691,513	3,249,768
其他收入及收益	38,481	75,400	19,508	55,892	75,400
销售及分销开支	-621	-24,180	-284,403	-598,114	-722,171
行政开支	-68,434	-217,623	-239,385	-263,324	-289,656
研发成本	-352,066	-465,821	-510,950	-642,950	-771,540
金融资产减值亏损	134	-47	0	0	0
其他开支	-3,985	-36,324	-36,324	-36,324	-36,324
财务成本	-43,789	-29,226	-33,902	-33,902	-33,902
除税前亏损	-430,280	-697,821	194,357	1,172,791	1,471,574
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-430,280	-697,821	194,357	1,172,791	1,471,574
基本及摊薄EPS (人民币)	-1.24	-1.45	0.40	2.39	3.00

现金流量表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-430,280	-697,821	194,357	1,172,791	1,471,574
物业、厂房及设备折旧	40,203	44,777	72,205	74,429	76,475
使用权资产折旧	1,769	1,891	19,661	17,259	15,193
其他无形资产摊销	800	576	1,376	1,004	733
存货增加	-1,576	-34,957	-828,615	305,556	-135,952
应收票据减少	20,802	1,058	0	0	0
预付款项及其他资产减少	-10,683	-72,546	0	0	0
其他应付款项增加	23,481	-509,282	95,250	79,200	77,154
其他	72,738	-89,576	33,902	33,902	33,902
经营活动现金净额	-282,746	-1,355,880	-411,863	1,684,141	1,539,079
购买物业、厂房及设备项目	-65,209	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
购买土地使用权项目	0	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
其他	-29,891	0	0	0	0
融资活动现金净额	-95,100	-102,500	-102,500	-102,500	-102,500
新增银行借款	146,000	48,124	0	0	0
股东出资	90,000	0	0	0	0
租赁付款的本金部分	-1,603	79,073	0	0	0
其他	172,925	4,065,159	-33,902	-33,902	-33,902
投资活动现金净额	407,322	4,192,356	-33,902	-33,902	-33,902
现金及现金等价物增加	29,476	2,733,976	-548,265	1,547,738	1,402,676
年初现金及现金等价物	5,069	34,545	2,768,521	2,220,256	3,767,994
外汇汇率变动	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	34,545	2,768,521	2,220,256	3,767,994	5,170,671

资产负债表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	459,713	802,568	830,363	855,934	879,459
使用权资产	11,007	137,939	120,778	106,019	93,326
其他无形资产	2,133	5,095	3,719	2,715	1,982
指定按公允价值计入其他全面收益的股权投资	11,448	12,907	12,907	12,907	12,907
其他非流动资产	67,436	181,841	181,841	181,841	181,841
非流动资产	551,737	1,140,350	1,149,607	1,159,415	1,169,515
存货	31,247	66,204	894,819	589,263	725,216
应收票据	1,058	0	0	0	0
预付款项、其他应收款项及其他资产	29,858	102,404	102,404	102,404	102,404
已抵押存款	40,866	40,212	40,212	40,212	40,212
现金及现金等价物	34,545	2,768,521	2,220,256	3,767,994	5,170,671
流动资产	137,574	2,977,341	3,257,691	4,499,874	6,038,502
贸易应付款项及应付票据	67,697	62,646	62,646	62,646	62,646
其他应付款项及应付费用	720,602	211,320	306,570	385,770	462,924
计息银行借款	60,000	108,124	108,124	108,124	108,124
租赁负债	1,602	42,990	42,990	42,990	42,990
递延收入	7,052	6,208	6,208	6,208	6,208
流动负债	856,953	431,288	526,538	605,738	682,892
租赁负债	3,762	46,578	46,578	46,578	46,578
递延收入	60,565	45,204	45,204	45,204	45,204
非流动负债	64,327	91,782	91,782	91,782	91,782
股本	0	489,837	489,837	489,837	489,837
实收资本	168,654	0	0	0	0
储备	-400,623	3,104,784	3,299,141	4,471,932	5,943,506
权益	-231,969	3,594,621	3,788,978	4,961,769	6,433,343

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-1.24	-1.45	0.40	2.39	3.00
每股净资产	NA	7.46	7.74	10.13	13.13
每股经营现金流	NA	-2.81	-0.84	3.44	3.14
每股销售	NA	0.00	2.90	6.11	7.37
估值 (倍)					
P/B	NA	14	13	10	8
P/S	NA	NA	35	17	14
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
净利润率	NA	NA	14%	39%	41%
净资产收益率	185%	-19%	5%	24%	23%
资产回报率	-62%	-17%	4%	21%	20%
投资资本回报率	185%	-19%	5%	24%	23%
盈利增长					
营业收入增长率	-100%	NA	NA	110%	21%
经营效率指标					
应收票据周转天数	NA	NA	354	354	354
其他应付账款周转天数	5	1	1	1	1
偿债能力指标					
资产负债率	134%	13%	14%	12%	11%
流动比率(x)	0.2	6.9	6.2	7.4	8.8
速动比率(x)	0.1	6.7	4.5	6.5	7.8
现金比率(x)	0.3	0.9	0.7	0.8	0.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 荣昌生物财务预测

图表 2: 荣昌生物财务预测: 新预测 vs 前预测

人民币千	2021E			2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	1,422,016	137,931	931.0%	2,990,570	434,779	587.8%	3,610,853	1,692,927	113.3%
毛利润	1,279,814	124,138	931.0%	2,691,513	391,301	587.8%	3,249,768	1,523,634	113.3%
毛利率	90.00%	90.00%	-	90.00%	90.00%	-	90.00%	90.00%	-
净利润	194,357	-704,502	NA	1,172,791	-616,263	NA	1,471,574	129,026	1040.5%

资料来源: 浦银国际预测

● 荣昌生物最新业务进展分析师会议纪要

会议时间: 2021年8月11日 8:30 AM-9:30 AM

Q: 荣昌生物的 RC48 和 Seagen 的 DS8201 对比? Seagen 也有 ADC 产品, 是否会和荣昌有任何专利问题?

RC48 和 DS8201 (Trastuzumab deruxtecan) 相比在尿路上皮癌上有优势, RC48 在二线尿路上皮癌治疗上可能是最好的药物。在 HER2 低表达领域 RC48 有较大临床价值, 这个领域的药物比较少, HER2 高表达市场上已经有很多药了。HER2 高表达约占 25%, HER2 不表达的约占 25%, 剩余 40-50% 以前是 HER2 阴性, 现在是 HER2 低表达, 全球数量比较大, 低表达的还有乳腺癌、肝转移和胃癌等。公司现在也在做临床, 是全球首个 HER2 靶向低表达人群受益的临床。

Trastuzumab 用在 ADC 上的专利已经过期, 但是从数据看 Trastuzumab 可能不是最好的适合 ADC 药物开发的抗体, 其机制是 ADCC (Antibody-dependent cellular cytotoxicity, 抗体依赖性的细胞介导的细胞毒作用) 需要和细胞表面结合, 待在细胞表面, 而不是进入细胞。

RC48 用的是一个新的抗体, 我们抗体结合力比较高, 更适合 ADC 药物。此外 RC48 比 DS8201 的毒性更低, RC48 的 DAR 是 4, DS8201 的 DAR 是 8, 导致间质性肺炎的比例比较高在 10% 以上, PD-1 也会有间质性肺炎的副作用, 所以我们推到前线和新辅助治疗比他们更容易推。Seagen 未来也有可能将 RC48 和 PD1、以及 Seagen 自己的 HER2 小分子药 tucatinib 联用, 并把适应症往二线和一线推进。

Q: 此次与 Seagen 合作的更多细节。

里程碑付款分两部分，一部分和注册相关，一部分和销售相关，大概各占 50%。注册相关的里程碑又按照适应症进行划分，其中占比最大的适应症是尿路上皮癌(UC)，其次是乳腺癌。UC 已经启动了，开发注册的里程碑付款很快就可以拿到，今明两年就会有。24 亿美元里程碑付款预计在未来 5 年内能获得大部分。

Q: TDM1 很早就在做尿路上皮癌，但暂未有进展，原因是什么？

从已有的数据看，TDM1 对 HER2 高表达的癌症疗效还是可以的，但他的机制没有旁观者效应，所以对于 HER2 表达不均一或者是低表达的效果就没那么好，因为 HER2 在胃癌上的表达不像在乳腺癌上表达的那么均一，所以胃癌没有成功，尿路上皮癌 HER2 表达也是不太均一的，可能是这个原因导致研发没有推进。

Q: RC48 和 Seagen 自己的 ADC 未来是否在研发和商业化上有侧重？

荣昌以前也问过 Seagen 类似问题，Seagen 对这个问题有充分考虑。Seagen 后续一方面可能会考虑和 PD-1 联用治疗，疗效是很好的，而且 RC48 在之前的临床中对 HER2+，HER2++，HER2+++上都显示出了很好的疗效，另一方面后续可能会往前线适应症以及新辅助治疗上去推进。

Q: 泰它西普(RC18) 后续的临床安排，病人人数和时间安排如何？

现在是个探索性的 II 期，对于研究结果公司还是很兴奋的，现在 CDE 有发补，后续会和 CDE 进行沟通，可能会推荐国际多中心试验。美国现在也在做 II 期。未来中国、美国和欧洲都会做临床，但具体做的方式有多种选择，可以是中国单独做临床，也可以是做国际多中心。试验终点目前来说可能选择尿蛋白的含量作为指标，但具体还要和 CDE 进行沟通。病人数量上，因为目前数据比较乐观，所以病人数目可能不会太大。

对美国临床，公司根据现在看到的临床数据判断是可能不用继续做 II 期，可以直接做 III 期，但要等美国 II 期数据出来后再和 FDA 交流，预计中期数据分析会在今年年底或明年年初出来。

Q: Claudin 18.2 ADC 近期在澳洲获批临床，公司对于临床设计是否有特殊考虑？后续竞争格局如何？

Claudin 18.2 ADC 也是公司很重视的项目，这款药要做出一个真正好的抗体难度比较大，因为人、鼠的蛋白同源性非常高。在立项的过程中荣昌也比较了其他竞品，结论是荣昌的这个产品相对竞品有优势，无论是抗体本身还是偶联的小分子表现都很好。现在针对 Claudin 18.2 靶点的研发很热，但大部分是裸抗，公司认为 ADC 可能效果更好一些，我们抗体的筛选也是亲和力等都是满足 ADC 药物的选择。国内现在在做 Claudin 18.2 ADC 的就三家，上临床的时间差不多，荣昌目前比较领先。在澳大利亚去做临床也是希望时间上加快进度，而且这个项目一开始就是进行国际化定位的产品，澳大利亚的试验是爬坡，时间表不好说，因为涉及到剂量。

Q: HER2 在膀胱癌中高表达的比例是多少？膀胱癌二线没有标准治疗方案，对照组如何做？

医院样本的差异比较大，但笼统的说，高表达（HER2+++）的比例是 10%左右，现在荣昌在中国申报的膀胱癌适应症是包含 HER2++ 和 HER2+++，这部分患者合计占比大概是 20-25%。

现在荣昌一些联合治疗针对适应症是包含 HER2+的，这个比例就更多了，如果 HER2+/HER2++/HER2+++ 这 3 个加起来可能超过了 50%。对于膀胱癌的临床试验做单臂是可行的，即将美国第一个上市的适应症就是做的单臂。

Q: 未来 RC48 和其药物联用的策略上 Seagen 和荣昌是否会分别去找合作伙伴？未来 CMC 是否由荣昌来做？

RC48 未来用于联合治疗的潜力大，但也不排除单药，而且对于联用，中美 PD-1 价格巨大差别，可能选择不同的策略，未来会探索不同联用的机会。CMC 方面目前来看有 2 个选项，由荣昌生产临床样本和商业化，或者是 Seagen 再找其他供应商，但现在比较可行的方案是临床样本由荣昌在中国制造，未来商业化可能也会在中国来做，但如果 Seagen 想选择海外的供应商也是可以操作的。

Q: 各类靶向补体通路的方案是否有本质差异?

IgA 的机制比较复杂，根本一点就是体内 IgA 出现量和性状上的异常，IgA 沉积导致肾小球损害。荣昌的治疗方案是降低 IgA 的产生，从量方面降低血液里 IgA 的产生，这个就转化为对肾脏负担的改善，尿蛋白降低。补体也参与，是互补机制。

Q: RC48 病人 Hypoesthesia (感觉减退) 比例比较高，如何控制副作用?

这是 MMAE 微管抑制剂相关的，紫杉醇都有类似的副作用，感觉神经、麻。发生的严重性低，1-2 级，通过减药改善。同类 ADC 和小分子都有，影响有限。

图表 3: 浦银国际目标价: 荣昌生物



注: 截至 2021 年 8 月 11 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

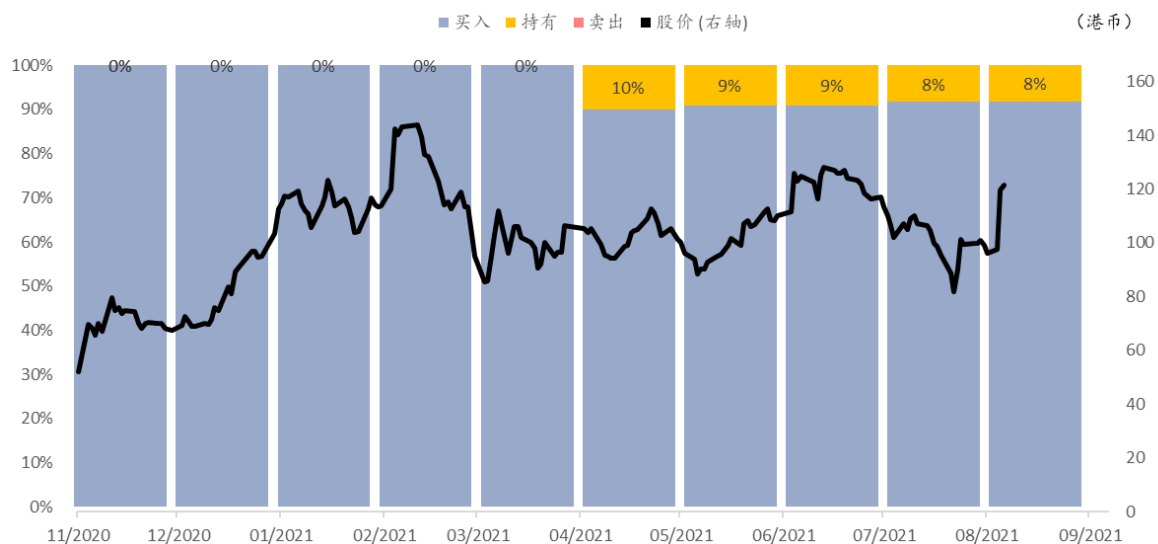
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	163.6	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	143.5	买入	210.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	172.0	买入	200.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	212.6	买入	200.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	123.5	买入	133.0	2021 年 1 月 20 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	12.7	持有	21.0	2021 年 6 月 1 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	74.5	买入	122.4	2020 年 10 月 13 日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	买入	9.5	2021 年 5 月 13 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	63.0	买入	99.5	2021 年 5 月 18 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	121.6	买入	140.1	2021 年 8 月 12 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1163.0	持有	1334.0	2021 年 1 月 26 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	8.1	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 8 月 11 日收盘价

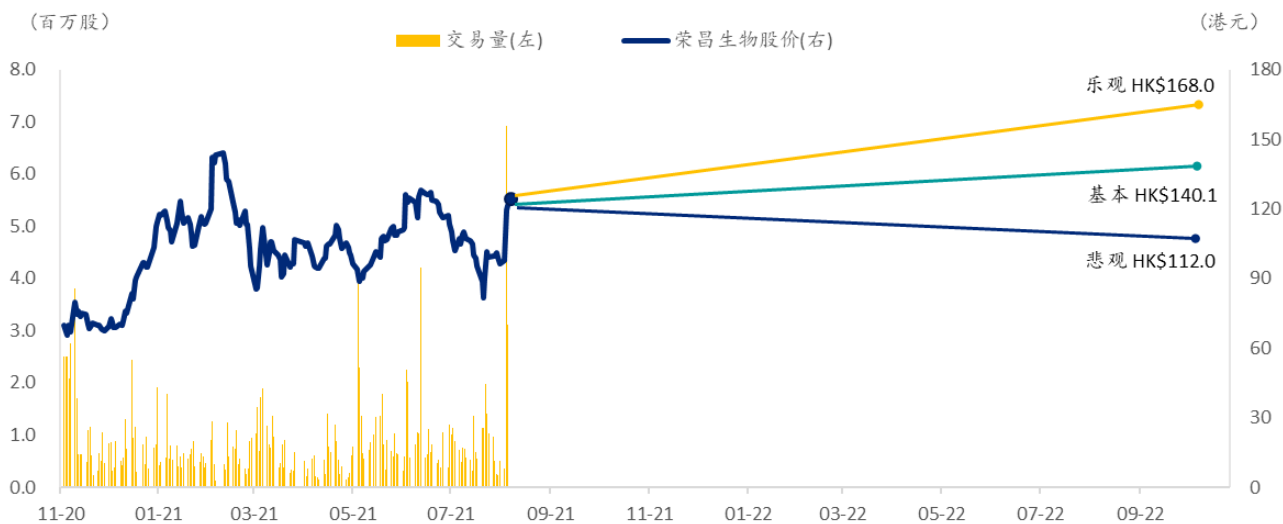
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 荣昌生物市场普遍预期



注: 股价截至 2021 年 8 月 11 日 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 168.0 港元

概率: 30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- RC18 在美国顺利进行临床并获批;
- 新药上市后销售情况优于预期;
- 将管线内药品 License out 于其他地区获得收入。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 112.0 港元

概率: 20%

- 药物管线的开发和上市申请未如预期;
- RC18 在美国进行的临床和商业计划受到中美关系的影响而搁置;
- 药品销售不及预期。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼