



药明生物 (2269.HK): 预计纳入美国商务部未经核实名单 (UVL) 影响有限

当地时间 2022 年 2 月 7 日, 美国商务部将 33 家中国公司纳入“未经核实名单 (UVL)”, 其中包括药明生物及其上海子公司。我们仍在评估纳入 UVL 对公司的业务和长期基本面的影响, 但目前来看可能相当有限。管理层重申对今年 45% 收入/净利润增长预期的指引。

- 什么是 UVL? 被纳入 UVL 有什么影响?** 根据美国《出口管理条例》(EAR) 的规定, 被列入 UVL 的原因并非直接违法, 而是在美国商务部对相关受控物项的外国交易方进行许可前审查或者发货后跟进核查的过程中, 因东道国政府、最终用户或收货人不予配合、配合不充分、无法取得联系等原因, 导致美国商务部无法对这些实体进行最终用途核查, 从而无法核实这些境外实体是否善意 (即该物项的最终用途和最终用户相关的合法性和可靠性); 向 UVL 中的实体出口、再出口或者境内转移相关受控物项时, 需要额外的尽职调查或许可证要求。但和实体清单不同, 被列入 UVL 并不意味全面的禁运, 企业若无特殊情况, 一般只需满足一些额外的并不复杂的程序性要求, 还是有较大机会继续业务, 且申请被移出清单的程序和要求也相对容易满足和完成。UVL 实体的关联实体并不会受到管制。
- 为什么药明生物会被纳入? 如何被移出 UVL?** 管理层指出, 药明生物及其上海子公司本次被纳入 UVL 的主要原因为: 在建厂过程中向美国厂商进口的生物反应系统中的某些部件 (如不锈钢架、控制器等) 和超滤膜包需要美国商务部现场核查所进口产品和设备的最终用途, 但过去两年由于疫情影响, 美商务部迟迟无法前往中国进行现场核查。在本轮 UVL 调整中, 中国医疗行业仅有药明生物的两个实体纳入, 或因其主要运营公司在无锡和上海的厂房, 对相关设备和耗材的采购量较大。公司正在积极准备与美国商务部的沟通, 并采取以下措施: 1) 出具正式声明, 保证相关进口物项的最终用途合规; 2) 积极配合美国商务部进行核查 (根据过往经验, 美国商务部可能会和美国驻北京大使馆或中国商务部联系进行共同核查)。此前纳入 UVL 的中国内地公司大多已被移除 (详见内页)。
- 对公司业务的影响可能相当有限:** 无锡和上海厂房的设备已全部到位、产能已全部获批、后续不再需要向美国进口其他相关设备; 超滤膜包目前仍有 6 个月库存, 且美国以外供应商产量十分充足, 不会影响未来生产和收入。公司在国内的其他实体暂未纳入 UVL, 仍可正常向美国厂商进口相关物项。此外, 公司在欧洲、日本和国内也有供应商; 管理层预计国内厂商最快 1-2 年内可以实现替代。
- 投资风险:** 疫情导致项目延迟; 重要项目临床开发失败。

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	3,984	5,612	9,764	13,912	19,218
同比变动 (%)	57.2%	40.9%	74.0%	42.5%	38.1%
归母净利润	1,014	1,689	3,363	4,800	6,811
同比变动 (%)	25.4%	30.1%	99.1%	42.8%	41.9%
PE (X)	123.9	235.4	84.7	59.3	41.8
ROE (%)	9.8%	10.1%	12.2%	12.9%	15.9%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022 年 2 月 8 日

评级

买入

目标价 (港元)	155.0
潜在升幅/降幅	92%
目前股价 (港元)	80.6
52 周内股价区间 (港元)	72.1-148.0
总市值 (百万港元)	339,745
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,869

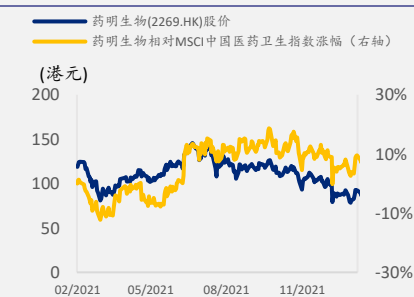
注: 截至 2022 年 2 月 7 日收盘价

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



扫码关注浦银国际研究

● 纳入 UVL 对公司整体影响可控

此前纳入 UVL 的中国实体大多已被移除

2019 年 4 月，美国商务部将 37 家中国内地实体（包括 24 家企业、13 家科研机构）纳入，大多为电子科技企业、学校和科研机构（见图表 2）。根据我们的分析，截至目前，14 家企业仍在 UVL 上，其余 23 家已从名单中移除（8 家于 2019 年 6 月移除，15 家于 2020 年 9 月移除），没有任何一家实体被纳入实体清单。被移除之后，美国商务部可以对这些实体进行真实的最终用户审查，美国企业与这些实体的交易也不再受美国出口管制。但是，被移除实体在纳入 UVL 后的具体应对措施目前仍不得知，在当前国内防疫政策下，这些措施也不一定完全适用。

极端情况分析

假如美国商务部不接受公司的声明、且始终无法进行现场核查，致使公司长时间无法从 UVL 上移除，公司在无锡和上海的厂房已完全建成，在未来至少 1-2 年的无需采购硬件设备，而耗材（超滤膜包）的采购可以选择美国以外供应商（欧洲、日本均没有类似 UVL 的管控），对公司现有商业化和临床生产项目的**影响非常有限**（公司现有商业化项目均使用欧洲、日本进口的超滤膜包，无需转换耗材，而临床项目转换耗材的监管审批步骤相对简单）。即使此后 UVL 纳入药明生物旗下更多实体，公司对设备和耗材的整体采购量仅占美国以外供应商年产量的很小一部分，因此完全可以实现供应商替代。目前公司在**美国和美国以外（欧洲、日本等）进行的设备和耗材采购量各占总采购的一半左右**，且欧洲/日本采购成本与美国相似，公司也在积极进行供应端的国产化布局。此外，我们认为公司**最终被纳入实体清单的可能性极低**，因为根据过往经验，只有当美国商务部取得明确证明该实体涉嫌违法的证据时，才会将该实体纳入实体清单。

图表 2: 2019 年 4 月 11 日纳入 UVL 的 24 家中国大陆企业及 13 家中国大陆院校

24 家中国大陆企业			
编号	企业	股票代码	移出 UVL 时间
1	北京八亿时空液晶科技股份有限公司	688181.CH	2019 年 6 月 27 日
2	湖北宇飞光学仪器有限公司	NA	2019 年 6 月 27 日
3	松德刀具（长兴）科技有限公司	NA	2019 年 6 月 27 日
4	武汉逸飞激光设备有限公司	NA	2019 年 6 月 27 日
5	无锡恒菱科技有限公司	NA	2019 年 6 月 27 日
6	三安光电股份有限公司	600703.CH	2019 年 6 月 27 日
7	浙江西子航空工业有限公司	NA	2019 年 6 月 27 日
8	北京卓立汉光仪器公司	NA	2019 年 6 月 27 日
9	爱信（南通）汽车技术中心有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
10	宁波众贤光电科技有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
11	上海斯科奇自动化工程有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
12	石家庄数英仪器有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
13	常州特尔玛枪嘴有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
14	西安彩晶光电科技股份有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
15	西安中科微精光子制造科技有限公司	NA	2020 年 10 月 9 日
16	长春国科精密光学技术有限公司	NA	仍在 UVL
17	承德奥斯力特电子科技有限公司	NA	仍在 UVL
18	锋鑫钛合金制品有限公司	NA	仍在 UVL
19	华锻（安徽）机床制造有限公司	NA	仍在 UVL
20	洛阳微米光电技术有限公司	NA	仍在 UVL
21	陕西宏远航空锻造有限公司	NA	仍在 UVL
22	深圳翠博微系统有限公司	NA	仍在 UVL
23	北京必创科技股份有限公司	300667.CH	仍在 UVL
24	中山云想光学有限公司	NA	仍在 UVL

13 家中国大陆院校		
编号	院校	移出 UVL 时间
1	中国人民大学	2020 年 10 月 9 日
2	上海同济大学	2020 年 10 月 9 日
3	西安交通大学	2020 年 10 月 9 日
4	西安交通大学电子与信息工程学院	2020 年 10 月 9 日
5	中国科学院北京纳米能源与系统研究所	2020 年 10 月 9 日
6	中国科学院长春应用化学研究所	2020 年 10 月 9 日
7	中国科学院上海技术物理研究所	2020 年 10 月 9 日
8	中国科学院云南天文台	2020 年 10 月 9 日
9	广东工业大学	仍在 UVL
10	上海高压科学研究中心	仍在 UVL
11	安徽省计量科学研究院	仍在 UVL
12	中国科学院合肥物质科学研究院	仍在 UVL
13	中国科学院上海应用物理研究所	仍在 UVL

资料来源: Bureau of Industry and Security, Commerce、浦银国际

图表 3: 浦银国际目标价: 药明生物



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	113.6	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	104.5	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	103.8	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	121.2	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	80.6	买入	155.0	2021年8月24日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.3	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	25.2	持有	28.5	2022年1月27日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	27.1	买入	84.4	2021年12月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	53.3	买入	145.0	2021年8月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	383.6	买入	974.0	2021年12月10日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.9	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	5.5	买入	9.1	2021年12月30日	制药

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2022年2月7日收盘价

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

