

投资兰生，采颀生物技术皇冠上的明珠

兰生股份（600826）

评级：买入（首次）

股价：14.97 元

目标价：20.74 元

深度报告

2009 年 6 月 04 日 星期四

投资要点

q 公司为我国外贸系统第一家上市公司，实际控制人为上海市国资委。目前除了外贸主业外，持有 2.03 亿股的海通证券、持有 34.65% 的兰生国健、持有 48% 的兰生房产等资产。

q 单克隆抗体技术在生命科学发展史上具有划时代的意义，并曾获诺贝尔医学奖，目前美国单克隆抗体类药物已占 FDA 批准的生物药的 3/4 左右，单克隆抗体药物在未来 10 年将会是生物医药领域发展的主旋律。如果将生物技术比喻成高科技产业的“皇冠”，单克隆抗体药物则是这顶皇冠上的明珠。在目前金融危机深化，全球普遍预期新技术引领实体经济走出困境的情形下，单抗技术无疑成为各方关注的焦点。

q 单克隆抗体技术作为我国少有的与国外发达国家顶尖级水平相对差距较小的技术，受到了国家高度重视，科技部“十一五”计划明确：抗体与疫苗是生物医药行业的两大发展方向；而推进人源化单抗、治疗性疫苗等创新药物产业化，已被写进上海“十一五”生物技术与医药产业发展目标；刚刚通过的促进生物技术发展的政策给予其从研发到市场多角度的支持。

q 公司间接持股约 17% 的中信国健在我国单抗技术领域独占鳌头，拥有强大的综合实力和领先优势，投资中信国健就是投资中国单克隆抗体药物的未来，同时也是投资中国基因工程药物和中国生物技术的未来，中信国健是目前相关领域最好的投资标的，而兰生股份是公众投资者投资中信国健的唯一通道。

q 中信国健在单抗技术领域的优势：

- 1、国内最强的大规模产业化能力：产业化能力是国有单抗研发及生产企业的短板，中信国健的抗体蛋白表达水平领先国内同行一个数量级，同时新的产能投产亦将使得其未来较长时间内不存在产能问题。

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

zhf@longone.com.cn

医药/生物制品行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

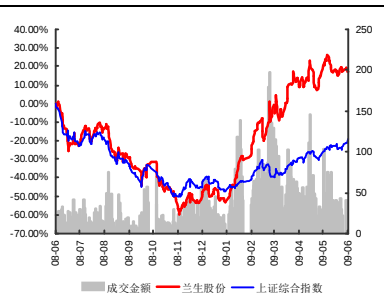
重要数据

总股本(亿股)	2.80
流通股本(亿股)	1.92
总市值(亿元)	41.92
流通市值(亿元)	28.74

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.05	-10.10
3 个月	23.72	-10.42
6 个月	125.11	83.74

个股相对上证综指走势图



- 2、国内最强的研发团队：领军人物郭亚军为第二军医大学肿瘤研究所所长，公司自98年以来组建的95人博士、博士后为主的科研团队国内无出其右。
 - 3、最丰富的产品线储备：在研的产品多达16个，紧跟基因泰克等国际巨头的重磅炸弹产品。
 - i. 公司治疗乳腺癌及器官移植的单抗新药已经结束 III 期临床，预计 09 年底 10 年初上市，我们十分看好其乳腺癌新药，目前国内上市的同类产品仅罗氏制药的赫赛汀，08 年全球销售 50.92 亿美元。
 - ii. 包括乳腺癌及器官移植的单抗新药，中信国健尚有非何杰金氏淋巴瘤、白血病、哮喘、肝癌、结肠癌等 16 个单抗新药处于临床及临床报批状态。公司在研品种紧跟基因泰克等巨头重磅炸弹级产品，均具有极大的市场空间。
 - 4、国家对于单抗新技术的强力扶持：抗体药物国家工程中心的支持，中信国健作为其主要产业化平台。
 - 5、现有产品已经赢利，处于业绩拐点阶段。
- q 我们按照业务分拆的方法对其兰生国健、海通证券、兰生房产、外贸资产估值分别为 25.05 亿元、24.85 亿、5.9656 亿、2.30 亿，合计 58.17 亿元，按照当前 2.8043 的总股本计算，每股价格为 20.74 元，相对于当前的 14.97 元股价有 39%的升值空间，给予“买入”评级。其中对于兰生国健的估值以 2010 年赢利为基础，考虑到一系列重磅炸弹级产品的业绩并没有体现，对兰生国健的估值仅为短期价值。

目 录

1 公司基本情况.....	5
2 生物技术皇冠上的明珠-单克隆抗体技术.....	6
2.1 单克隆抗体技术发展历史.....	6
2.2 单克隆抗体技术的优越性.....	7
2.3 国外单克隆抗体技术及产品分析.....	8
2.4 国内单克隆抗体技术现状及主要差距.....	11
2.5 国产化替代是国内单克隆抗体技术的发展方向.....	12
3 中信国健-中国单克隆抗体技术的未来.....	13
3.1 已上市产品分析.....	13
3.2 乳腺癌和器官移植单抗新药有望率先上市.....	15
3.3 十数个产品储备有望形成密集的重磅炸弹群.....	16
3.4 国家级科研创新中心的支持催生中国单克隆抗体药物领导者.....	17
3.5 突破大规模产业化瓶颈，新产能年底投产解决产能约束.....	18
3.6 中信国健或于 2010 年启动上市计划，增资扩股或提前进行.....	18
3.7 中信国健核心价值总结.....	19
4 充足的安全边际-海通证券和兰生房产.....	20
4.1 海通证券.....	20
4.2 兰生房产.....	20
5 外贸业务-稳步发展.....	22
6 价值探索.....	23
6.1 兰生国健.....	23
6.2 海通证券.....	25
6.3 兰生房产.....	25
6.4 外贸业务.....	26
6.5 估值.....	26
7 风险讨论.....	27

图目录

图 1: 兰生股份股权结构图	5
图 2: 兰生房产历年净利润图	21
图 3: 兰生股份历年经营情况图	22
图 4: 中信国健近 3 年销售情况	23
图 5: 基因泰克股价随重量级药物上市变化图	24

表目录

表 1: 公司主营业务表	5
表 2: 全球处方药市场销售前 15 强历年销售数据	8
表 3: 美国 FDA 批准用于治疗单抗药物一览	9
表 4: 2007 年 TOP10 生物技术药品销售情况表	10
表 5: 国内目前已上市器官移植单抗药物	16
表 6: 兰生国健正在临床试验及报临床中的重磅炸弹产品列表 (部分数据)	16
表 7: 中信国健销售收入预测	24
表 8: 贸易主业的上市公司 PB 估值情况	26

1 公司基本情况

公司为我国外经贸系统第一家上市公司，实际控制人为上海市国资委，主要经营文教体育用品、鞋类轻工业产品的自营及代理进出口业务。公司目前总股本 2.8043 亿股，08 年度实现营业收入 18.15 亿元，营业利润-1715 万元，归属母公司所有者净利润 820 万元，为出售南汇土地及三林动迁补偿款产生的营业外收入 1836 万元。

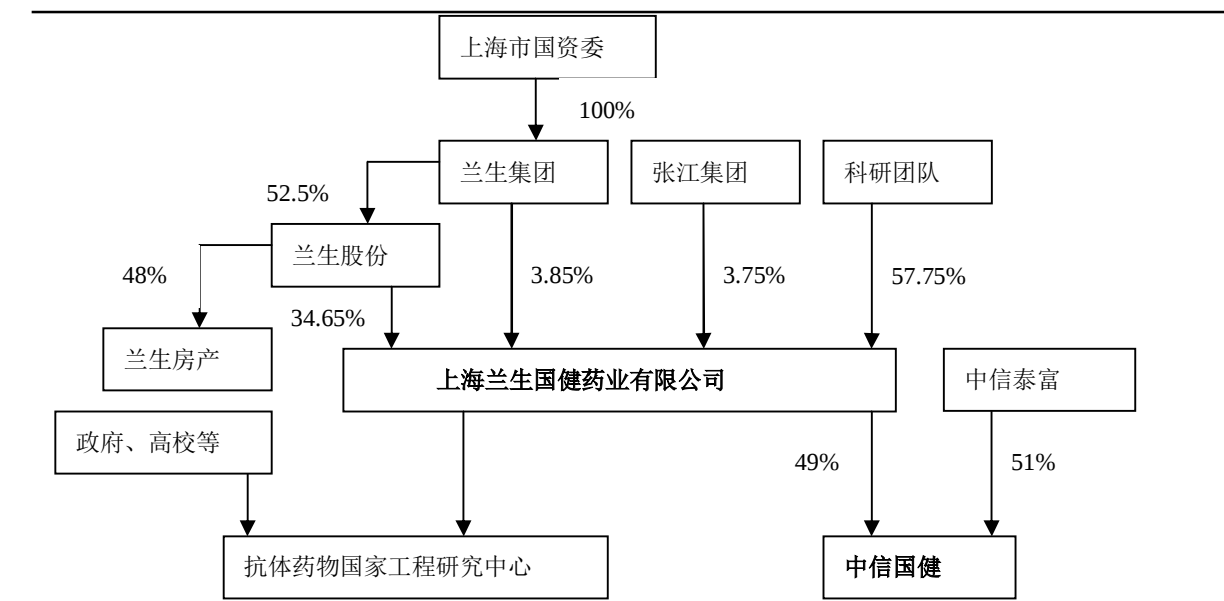
在发展外贸业务的同时，公司还参股了上海兰生房产实业有限公司、海通证券股份有限公司、上海兰生国健药业有限公司。从目前公司的外贸业务来看，受金融危机的影响其未来的收益有限，公司的核心资产主要为：参股子公司兰生国健的单克隆抗体平台、持有 2.03 亿股海通证券股份、参股子公司兰生房地产公司持有的兰生大厦。我们认为在可预见的将来，在不考虑资产注入前提下，从赢利的角度看，公司的主业应当是以生物医药、金融资产、商业地产为一体的投资型公司。

表 1: 公司主营业务表

业务名称	投资价值
生物制药	持有兰生国健 34.65% 股权，有望成为中国的基因泰克，当前处于业绩爆发前夕
金融投资	持有 2.03 亿股海通证券，合每股兰生股份含 0.7236 股海通证券
房地产	参股 48% 的兰生房产实业实体兰生大厦位于人民广场附近，升值空间巨大
外贸	稳步发展

资料来源：公司年报、东海证券研究所

图 1: 兰生股份股权结构图



资料来源：公司年报、东海证券研究所

2 生物技术皇冠上的明珠-单克隆抗体技术

从全球范围内看，新技术的重大突破是催生一轮大牛市的重要基础，20 世纪美国的运河股、铁路股、电力股，以及二战以后的计算机及信息技术的革命，包括 20 世纪末网络股都是如此。二十一世纪科学技术的重大突破将以科学技术群的突破为标志，公认的最为重大的六大技术包括：电子信息、生物技术、新材料、新能源、海洋技术和航天技术。鉴于生物技术对于人类生命健康及生存和发展的重要生理及伦理学的意思而被列为六大高新技术之首。而生物技术最活跃的应用领域是生物医药行业，自 1982 年第一个基因工程产品-重组人胰岛素在美国上市以来，国外生物医药发展迅速，年均增长率超过 30%，远高于医药行业整体 8% 的增长速度。

单克隆抗体技术在生命科学发展史上具有划时代的意义，并曾获诺贝尔医学奖，目前美国单克隆抗体类药物已占 FDA 批准的生物药的 3/4 左右，单克隆抗体药物在未来 10 年将会是生物医药领域发展的主旋律。如果将生物技术比喻成高科技产业的“皇冠”，单克隆抗体药物则是这顶皇冠上的明珠。在目前金融危机深化，全球普遍预期新技术引领实体经济走出困境的情形下，单抗技术无疑成为各方关注的焦点。

2.1 单克隆抗体技术发展历史

抗体是引起体液免疫的核心物质，抗体可与抗原选择性地反应，是人体自身免疫的重要组成部分。抗体本质上是一种免疫球蛋白 (immunoglobulin, Ig)，主要包括 IgG、IgM、IgA、IgE、IgD 五种分子。抗体能够特异识别侵入机体的病毒等异物抗原，并与之结合，起到阻断病毒进入细胞或中和毒素作用；发挥调理作用，促进单核吞噬细胞对异物抗原的吞噬、杀伤；激活补体的溶解靶细胞作用；参与抗体依赖细胞介导的杀伤异物等作用。

单克隆抗体 (Monoclonal Antibody, McAb) 即单个 β 淋巴细胞克隆所分泌的抗体。抗体主要由机体的 β 淋巴细胞合成，每个 β 淋巴细胞有合成一种抗体的遗传基因。当机体受抗原刺激时，抗原分子上的许多决定簇分别激活各个具有不同基因的 β 细胞。被激活的 β 细胞分裂增殖形成该细胞的子孙，即克隆。如果选出一个合成一种抗体的细胞进行培养，就可得到由单细胞经分裂增殖而形成细胞群，即单克隆。单克隆细胞所合成的抗体即为单克隆抗体。单抗药物疗效前景好，毒性小，较为安全，它能杀死肿瘤细胞，对正常细胞几乎没有杀伤作用。因此在肿瘤治疗中，单抗将最有可能成为靶向性强、疗效确切的药物。

单抗药物按照其发展的历程可以分为四个阶段：鼠源性单克隆抗体、嵌合型单克隆抗体、人源化单克隆抗体和 100%（完全）人源化单克隆抗体。鼠源性单克隆抗体，是以小鼠制备的单抗药物，由于鼠源性单抗对于人体是异种蛋白，因此很容易引发针对异种蛋白的免疫反应，影响单抗的治疗效果。嵌合性单抗，通过将抗体的基因按不同需要进行加工、改造和重新装配，然后导入适当的受体细胞中进行表达的抗体分子，通常 60-70%为人源化成分。人源化单抗，嵌合抗体虽然将单抗结构中大部分换成了人源性，但仍保留着 30%左右的鼠源序列，仍可引起不同程度的人抗鼠的免疫反应，人源化抗体技术，将鼠源序列继续减少，人源化成分通常在 90%以上，基本杜绝了对治疗性单抗的排斥反应。100%（完全）人源化单抗完全人源化抗体的形成始于二十世纪九十年代，目前获得全人源化抗体方法有抗体库筛选技术、基因工程小鼠制备全人抗体、转染色体牛。2002 年完全人源化单抗 Humira 获得批准上市，这是单克隆抗体药物发展具有里程碑意义大事，预示着单克隆抗体药物一个迅猛发展的新时代的来临。

2.2 单克隆抗体技术的优越性

与传统的治疗型药物相比，单克隆抗体药物的治疗模式有显著的不同，总结起来单克隆抗体药物自身及临床使用方面具有如下特点：

1、高特异性

单克隆抗体只识别并结合特定的抗原决定簇，因此其对抗原的反应具有高度的选择性和专一性，即特异性。由于抗体与病原分子之间存在唯一对应关系，即一种抗体只识别一种病原，因此被称为真正的靶向药物。这种特性使得其杀死病原细胞的同时对于机体正常组织的破坏性低，毒副作用小，与化疗及传统的化学药物治疗对机体免疫系统的破坏形成鲜明的对比。

2、高稳定性、高抗体活性

杂交瘤生长和分泌的单一抗体和遗传的特性能够得以永久地保存，可稳定共存，同时由于其为单细胞分裂增殖形成的单克隆抗体，其效价显著高于任何一种多克隆抗血清的抗体效价，至少高出 4 倍。

3、产量高、可持续大规模生产

4、适应症为重症领域、价格昂贵、替代性小

单抗药物的治疗领域主要为肿瘤、自身免疫性疾病、器官移植排斥反应、心血管等疾病等，都是急症重症领域，传统化学药物疗效有限且副作用大，据美国制药工业协会 06 年报告显示，单抗药物占据生物技术产品 31%的份额，预计 2010 年全球单抗药物销售额达 300 亿美元，单抗体药物在全球处于供不

应求状态，主要销售市场在北美、欧洲等发达地区。

单抗药物尽管数量上不多，但由于都是重症领域用药，替代性较小，价格高昂，其占从全球处方药市场近五年销售数据来看，单克隆抗体药物在 15 强中的占比逐年提高，2004 年占 15 强的比例为 14.88%，2008 年占比高达 25.90%，平均每年增长 2.755 个百分点，2008 年全球处方药销售前 15 强中有 5 个药物为单克隆抗体药物。随着一系列单抗药物的上市，预计其在处方药中的占比将逐年提高。

表 2：全球处方药市场销售前 15 强历年销售数据

名次	商品名	通用名	2008年	2007年	2006年	2005年	2004
1	LIPITOR	阿托伐他汀	136.55	135.26	135.82	129.9	121.88
2	PLAVIX	氯吡格雷	86.34	73.00	57.93	59.69	51.27
3	NEXIUM	埃索美拉唑	78.42	71.93	66.78	56.91	48.66
4	SERETIDE	沙美特罗+氟替卡松	77.03	71.38	63.00	56.84	47.52
5	ENBREL	依那西普	57.03	52.92	44.14	37.71	26.71
6	SEROQUEL	喹硫平	54.04	46.51	39.30	32.21	25.89
7	ZYPREXA	奥氮平	50.23	50.24	47.69	47.62	50.55
8	REMICADE	英利昔单抗	49.35	42.33	35.85	29.96	25.54
9	SINGULAIR	孟鲁司特	46.73	44.65	38.29	32.48	27.94
10	LOVENOX	依诺肝素钠	44.35	39.91	34.35	30.38	26.50
11	MABTHERA	利妥昔单抗	43.21	37.34	32.08	27.19	21.98
12	TAKEPRON	兰索拉唑	43.21	44.05	45.02	46.03	45.17
13	EFFEXOR	文拉法辛	42.63	40.76	39.82	38.44	37.84
14	HUMIRA	阿达木单抗	40.75	28.58	11.94	12.89	7.57
15	AVASTIN	贝伐单抗	40.16	28.67	19.95	10.00	2.65
单抗合计			230.5	189.84	143.96	117.75	84.45
15强合计			890.03	807.53	711.96	648.25	567.67
15强中单抗药物占比			25.90%	23.51%	20.22%	18.16%	14.88%

注：以上产品是以商品名统计的，利妥昔单抗在美国市场上以 Rituxan 的销量并没有统计在内

单位：亿美元

资料来源：上海医药工业研究院信息中心、东海证券研究所

2.3 国外单克隆抗体技术及产品分析

自 1986 年，由 Ortho 开发、用于治疗器官移植出现的排斥反应的世界上首个单克隆药物——抗 CD3 单抗 OKT3 在美国上市以来，截止到目前美国 FDA 已经批准 28 种单克隆抗体药物上市，治疗领域主要集中在抗肿瘤药物，如治疗

乳腺癌药物利妥昔，用于治疗常见的非何奇金氏淋巴瘤；其次为类风湿关节炎等自身免疫性疾病，如Emicade、Humira、Enbrel等；再次为治疗器官移植后的抗移植排斥反应；剩下的为抗凝、治疗哮喘等其它药品等。

表 3: 美国 FDA 批准用于治疗的单抗药物一览

单抗名称	生产厂家	抗体类型	批准日期	作用靶位	适应症
Muromonab-CD3	Ortho Biotech	鼠源	1986.6.19	CD3	器官移植急性排斥反应
Murine Mab(B72.3)	CYTOGEN	鼠源	1992	-	-
Abciximab	Centoc	嵌合	1994.12.22	抗血小板抗体	急性心梗的抗凝治疗(抗血小板)
MurineMab(PMSA)	CYTOGEN	鼠源	1996	-	-
T99 nofetumo mab merpentan	Verluma DuPont Merck	鼠源	1996	-	-
Rituximab	Genentech	嵌合	1997	CD-20	B 细胞性非何杰金氏淋巴瘤、中重度类 湿关节炎
Daclizumab	Hoffman-La Roche	人源化	1997.12.10	IgG1	抗肾移植后排斥反应
Basiliximab	Novartis	嵌合	1998.5.12	IgG1K	抗肾移植后排斥反应
Palivizumab	MedImmune	人源化	1998.6.19	IgG	预防感染性疾病
Infliximab	Centoc	嵌合	1998.8.24	TNF-a	类风湿关节炎、CROHN 氏病、牛皮癣
Trastuzumab	Genentech	人源化	1998.9.25	HER2	乳腺癌
Etanercept	Amgen/Immunex	人源化	1998	TNF-a	类风湿关节炎、CROHN 氏病、牛皮癣
Gemtuzumab	Wyeth-Ayerst	人源化	2000.5.27	CD-33	急性髓性白血病，骨髓增生异常综合征
CroFab	Protherics	绵羊 Fab	2000	蛇毒	抗响尾蛇毒素
DigiFab	protherics	绵羊 Fab	2001.3	地高辛	地高辛过量
Alemtuzumab	Millennium/ILEX	人源化	2001.5.7	CD52 抗原	B 细胞性慢性淋巴性白血病
Ibritumomab	IDEC	鼠源	2002.2.19	Y90 标记的抗 CD20	淋巴瘤
Adalimumab	Abbot Labaties	完全人源化	2002.12.31	TNF-a	类风湿关节炎、CROHN 氏病、牛皮癣
LFA-3 mAb	Biogen	人源化	2003	IgG1	银屑病、牛皮癣
Omalizumab	Novartis	人源化	2003.6.20	IgE	中、重度哮喘
Tositumomab-I131 Tositumomab	Corixa	鼠源	2003.6.27	I131 标记鼠抗 CD20	CD20 阳性的小囊性非霍杰金氏淋巴瘤作 疗复发、Rituxan 治疗无效病人
Efalizumab	Roche/Genentech	人源化	2003.10.27	CD11a	中、重度银屑病
Cetuximab	Imclone	嵌合	2004.2.12	EGFR	结直肠癌
Bevacizumab	Genentech	人源化	2004.2.26	VEGF	结直肠癌一线用药
Natalizumab	Biogen Idec/ Elan	人源化	2004.11.23	IgG4K	复发性多发性硬化症
Ranibizumab	Roche/Genentech	人源化	2006.6.30	VEGF-A	老年相关黄斑变性
Panitumumab	Amgen	完全人源化	2006.9.27	EGFR	结直肠癌（三线治疗）
Eculizumab	Alexion	人源化	2007.3.26	C5	阵发性睡眠性血红蛋白尿症

资料来源：东海证券研究所

据统计目前世界市场上销售的单抗体产品中大约有90%为美国公司开发上市，而其它国家仅占10%左右，至于第三世界国家所开发生产的单抗体产品在

市场上可能不到1%份额。目前,Genentech是世界上最主要的单克隆抗体药物开发商及制造商,Genentech拥有利妥昔单抗(美罗华, Rituxan)、曲妥珠单抗(赫赛汀, Herceptin)、贝伐单抗(Avastin)、Xolair 4个重量级单抗药物, 2004年度占单克隆抗体药物市场销售额的48.6%。罗氏于1999年通过全面收购以研发治疗性单抗著名的生物制药企业-基因泰克,一跃成为全球生产单抗药物的NO1。目前该公司旗下拥有七个单抗药物,主要产品有利妥昔单抗(美罗华, Rituxan, 治疗非何奇金氏淋巴瘤)、曲妥珠单抗(赫赛汀, Herceptin, 治疗乳腺癌)、Raptiva(治疗中、重度银屑病)、Xolair (治疗中重度哮喘)、Zenapax(肾移植后用于抗排斥)及治疗老年相关性黄斑变性的单抗Lucent。除了Genentech外,其他重要的单克隆抗体生产及开发商有Biogen IDEC、强生(J&J)、雅培(Abbott)、诺华(Novartis)、先灵(Schering)、ImClone、MedImmune、安进(Amgen)、礼来、CAT等,以及Boehringer Ingelheim、Lonza 两个重要的单抗药物代工厂,这两个代工厂已经占据了国际上单克隆抗体药物代工的主要市场。

表 4: 2007 年 TOP10 生物技术药品销售情况表

排名	产品	公司	销售收入(亿美元)	份额(%)	增长率(%)	02-06年均增长率(%)
1	Enbrel	AMG/Wythe	52.90	7.0	15.5	47.4
2	Aranesp	AMG	44.15	5.9	-12.9	88.1
3	Remicade	J&J/S-P	42.20	5.6	15.6	22.3
4	Rituxan	DNA	37.14	4.9	13.2	25.4
5	Neulasta	AMG	35.56	4.7	8	64.3
6	Herceptin	DNA	32.55	4.3	24.1	45.9
7	Erypo/Procrit	J&J	32.91	4.4	-12.4	-3.0
8	Epogen	AMG	29.82	4.0	-5.2	2.6
9	Avastin	DNA	28.47	3.8	40.9	-
10	Humira	ABT	27.90	3.7	40.8	1021.8
前10合计			363.59	48.4	8.9	28.1
全球生物医药市场			751.20	100	12.5	18.8

资料来源: IMS、东海证券研究所

据IMS数据表明, 2007年全球畅销生物药物10强中, 单克隆抗体类药物占有6席, 总市场规模已超过了221亿美元, 均成为重磅炸弹级品种, 它们包括了安进(AMG)的依那西普(Enbrel)、强生(J&J)的英利昔单抗(Remicade)、雅培(ABT)的阿达木单抗(Humira)、基因泰克(DNA)的利妥昔单抗(Herceptin)、曲妥珠单抗(Rituxan)和贝伐单抗(Avastin), 第一位的依那西普年销售额已达到52.9亿美元, 第十位的阿达木单抗年销售额27.9亿美元, 均是名副其实

的“重磅炸弹”级药物

目前已经上市的单克隆抗体药物都是使用哺乳动物细胞表达,使用最多的是CHO及NSO两个细胞系。在国外,哺乳动物细胞培养发酵罐往往在2000L以上,甚至达到了15000L。根据摩根斯坦利的调研报告,2002年全世界哺乳动物细胞培养发酵罐体约47.5万L(只统计2000L以上发酵罐),到2006年已达到150万L左右。其中Genentech拥有的产能最大,在2006年,Genentech已有37万L,还正在将位于Vacaville的生产基地再扩建20万L产能,预计2009年完工。

2.4 国内单克隆抗体技术现状及主要差距

自1999年SFDA已批准古巴分子免疫学中心的鼠源CD3单抗“爱欧山”在我国上市,用于治疗移植器官排斥反应,到目前我国先后有13种单抗药物上市。经过近20年的发展,我国已经实现了从基础研究到产业化的跨越。目前,国内形成了北京、上海、西安等抗体药物的中试及产业化基地。北京基地以北京百泰生物技术公司和北京天广实生物技术有限公司等为主形成;上海基地以上海兰生国健药业有限公司等形成;西安基地由第四军医大学和成都华神集团合作形成。

尽管我国在抗体药物的研制和产业化方面取得了有目共睹的成绩,但整体水平与西方先进国家相比还有很大的差距。主要表现在:

1、原创性不够、人源化程度低

我国从20世纪80年代中期就开始了基因工程抗体的研制。但我国抗体药物现有的产品开发项目多数原始创新性不够,治疗用抗体只有少数进入临床试验。国内开发的单克隆抗体在人源化程度上落后于国外,发达国家开发的单克隆抗体大部分都是人源化及全人源单克隆抗体,而目前国内开发上市的除兰生国健的益赛普外大都为鼠源单克隆抗体,在开发的有嵌合抗体及人源化抗体。

2、工程抗体表达量较低

治疗用抗体除个别抗体(如Fab)用大肠杆菌表达外,大部分(如全抗体或二价diabody或minibody)需要在CHO等哺乳动物细胞中表达。国内很多实验室,真核细胞中抗体表达量在1mg/L以下,很难用于生产。仅个别实验室在对载体进行改造后,抗体表达量达到60-100mg/L。而在发达国家,抗体的表达水平在100~4000mg/L之间,往往达到g/L水平。

3、动物细胞规模化培养技术不足

国内的哺乳动物细胞培养放大工艺还需进一步完善,动物细胞规模化培养技术与国外相比存在很大差距。由于技术和经费等原因,我国动物细胞培养规模普遍在80L以下,个别抗体及疫苗生产达到500L,培养方式大多采用微载体

培养，连续灌流和流加培养产业化工艺尚在形成之中。在国外单克隆抗体药物生产一般都使用2000~10000L，甚至15000L发酵罐生产。

4、整体规模小

与国外相比，我国众多的生物技术公司中，虽然也有公司在研究生产单克隆抗体药物，但是规模远远不够。单克隆抗体药物的开发及生产还是富人的游戏。雄厚的资金实力与首屈一指的科研实力相结合，中信国健无疑已经成为了国内单克隆抗体药物研发及产业化的龙头企业，其投入及在研产品线远远多于其他公司。

5、产业化程度低

尽管我们已经拥有一批接近或已经达到世界先进水平的研究项目，但基本处于实验室研究阶段，距产业化还有相当的距离。产业化方面，兰生国健已实现突破。其研制的治疗性单抗药物-重组人2型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白（益赛普），是国内第一个实现产业化的产品

2.5 国产化替代是国内单克隆抗体技术的发展方向

由于国外研发的抗体药物属于全球销售，而且主要市场集中在美国、欧洲和日本等高端市场，因此其抗体药物定价普遍较高。国外市场产品往往出现供不应求情况，其产品出口规模还比较小，仅能满足海外市场需求。目前，国内市场上的热销的抗体药物主要是罗氏公司的利妥昔单抗和PDL生物制药公司的抗Tac单抗、奥多生物技术公司的鼠抗人T淋巴细胞CD3单抗、罗氏公司的曲妥珠单抗和诺华制药的巴利昔单抗。

综上，国内抗体药物主要以进口为主，但进口产品价格高昂，供不应求，国内相似的产品往往以国外产品售价的一半左右。刚刚通过的《促进生物产业加快发展的若干政策》明确提出了对于我国自主知识产权的生物技术产品加大政府财政采购等多方面的支持。抗体药物的进口替代是我国抗体药物发展的必然趋势，也是国内单克隆抗体药物可以预见的将来的主要发展方向。

3 中信国健-中国单克隆抗体技术的未来

兰生股份于2000年联合国内单克隆抗体领域科研团队成立了上海兰生国健药业有限公司，注册资本1.2亿元，兰生集团占3.85%、兰生股份占34.65%，科研团队占57.75%、张江集团占3.75%。2002年，兰生国健同中信泰富合资组建中信国健，注册资本为人民币6.86亿元，其中中信泰富现金出资3.5亿，并持有51%股份；兰生国健则以在手的所有项目和商标作价2.7392亿元，土地使用权作价4,100万元及持有的张江生物技术有限公司85%的股权作价2,108万元，共计3.36亿元投入，占49%股权。主要从事人源化单克隆抗体新药的研制和产业化

中信国健在我国单抗技术领域独占鳌头，拥有强大的综合实力和领先优势，代表着我国单抗技术发展的最高水平。经过近10年技术及产品积累，中信国健掌握了抗体筛选、抗体重组、高表达细胞株构建和大规模悬浮培养等核心技术，建立了先进的中试工艺开发技术平台，突破了大规模的产业化瓶颈，具备了持续开发、大规模生产新药的能力，正在研制、临床和销售的人源化单克隆抗体新药达十多个，研发和生产能力处于领先地位。08年底，国家发改委批准在张江组建抗体药物国家工程中心，预计两年后正式运行，中信国健将作为主要的产业化平台。

3.1 已上市产品分析

公司目前拥有两个单克隆抗体药物批文，益赛普和欣美格。其中益赛普为我国第一个实现了产业化的单克隆抗体药物，自2006年上市当年即实现销售收入5700万元。

1、产品分析

益赛普，注射用重组人II型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白，为人源化产品，免疫原性低，耐受性好，对肝和胃肠道的不良反应轻。适应症为中重度类风湿性关节炎，银屑病（牛皮癣）、强直性脊柱炎两个适应症亦已获批。由于肿瘤坏死因子（TNF）在类风关的发病过程中发挥了关键性作用，益赛普作为可溶性肿瘤坏死因子受体，可与肿瘤坏死因子（TNF）特异性结合，竞争性阻断肿瘤坏死因子和效应细胞表面的肿瘤坏死因子受体结合，阻断肿瘤坏死因子的生物活性，达到减轻炎症的目的。“益赛普”是目前上市的唯一能阻止关节变形的药物，为治疗中、重度类风湿性关节炎的首选药物，同时也是现今上市的唯一能够治疗强直性脊柱炎的药物，还能有效治疗重度银屑病。

益赛普在人体内的半衰期约74小时，临床上每3-4天使用一次。具体方法

为：成年人每周2次，每次25mg（2支），皮下注射，一般3个月一个疗程。作为生物制剂，它在国外用于治疗类风湿关节炎已超过10年（1998年开始用），此后美国食品和药品监督管理局（FDA）先后批准用于幼年类风湿关节炎、银屑病关节炎、强直性脊柱炎和银屑病，国外已有超过50万例的治疗经验。与其他二线药如甲氨蝶呤等相比，优势是起效快（数天-12周），疗效显著，对其他药物治疗无效的重症患者的有效率达60%-80%，早期使用能阻止关节破坏，降低致残率。

2、市场前景分析

益赛普适应症为类风湿性关节炎、银屑病、强直性脊柱炎。**类风湿性关节炎**，是一种以关节病变为主的全身慢性自身免疫性疾病，常好发于青壮年，男女之比约1: 39。关于类风关的病因和发病机理至今尚未完全明了，因而缺乏特殊有效的治疗方法。**银屑病**俗称“牛皮癣”，是一种常见的皮肤病，因为它的皮疹表现为红色斑疹、丘疹或斑块，上面覆有多层银白色的鳞屑，银屑病的病因并不完全清楚且顽固难治，被世界卫生组织列为十大顽症之一，许多皮肤病专家目前已经证实银屑病患者存在遗传性缺陷，再加上一些环境因素（如上呼吸道感染、精神创伤、外伤等），从而导致人体免疫异常表现，进而引起银屑病的发生，但是它的具体发病机制尚没有完全弄清楚。**强直性脊柱炎**是一种主要侵犯脊柱、骶髂关节及四肢大关节的慢性进行性炎症性疾病，强直性脊柱炎发病者多为16-30岁的男性，男女之比为10: 1，和遗传有关，人类组织相容性抗原B27（HLA-B27）阳性率为95%，强直性脊柱炎早期临床表现为背部、臀部呈间歇性，在数月或数年后可出现持续性疼痛，晨起和工作一天后症状较重，天气寒冷和潮湿时症状可恶化，有些病人还出现虹膜炎、全身疲劳不适、厌食、体重减轻和低热等症状，晚期病人可见脊柱僵硬，腰脊弯曲而致残疾。

益赛普自99年开始获得结构专利保护，保护期20年。类风湿性关节炎（RA）是一种全身性的自身免疫性疾病，我国患病率为0.35%，患者约为达450，脓疱型牛皮癣（银屑病）患者在300万左右；强直性脊柱炎患者在300万左右。三类适应症患者总数在1000万人左右。益塞普的零售价格为12.5mg规格460元左右，成年人每周2次，每次25mg（2支），皮下注射，一般3个月一个疗程，每个疗程治疗费用为2.4万元，临床上应用能够显著缓解炎症，但需持续性用药，一般维持用药费用为6万元左右/年。即使仅仅按照1%人使用计算，其潜在市场容量为60亿/年。目前国内上市的相同适应症的单抗药物仅益赛普一个，属于典型的独家品种。安进的依那西普（Enbrel，英利昔单抗）目前仍处于临床状态，未来两年内上市的可能性比较小，即使上市价格也会远高于益赛普。目前益赛普已经进入上海医保，正在谋求进入全国医保及各地方医保，未来三年内有望成为销量达10亿元的重磅炸弹级品种。

3、国外同类产品分析

目前国外与益赛普适应症类似的药物有强生的Remicade(Infliximab, 英利昔单抗, 1998年上市)、安进和惠氏制药的Enbrel (Etanercept, 依那西普单抗, 1998年上市)、雅培公司的Humira (Adalimumab, 阿达木单抗, 2002年上市, 2006获批活动性强直性脊柱炎、活动性银屑病两个适应症) 这些药物的作用点位均为肿瘤坏死因子($TNF-\alpha$), 与益赛普的作用机理类似。08年英利昔单抗、依那西普单抗、阿达木单抗08年销量分别为49.35美元、57.03亿美元、40.75亿美元, 分别较上年增长16.58%、7.77%、42.58%, 均为重磅炸弹级产品。

3.2 乳腺癌和器官移植单抗新药有望率先上市

1、乳腺癌新药

中信国健治疗乳腺癌的新药和器官移植的新药已经结束三期临床, 有望于09年底、10年初上市, 我们最为看好治疗乳腺癌的新药, 经过3年的培育有望成为又一销量达10亿元的重磅炸弹级的产品。

根据世界卫生组织(WHO)公布的数据, 目前全世界发病率最高的癌症是肺癌, 每年新增患者120万; 其次是乳腺癌, 每年新增大约100万患者, 每年有50万人死于乳腺癌。在西欧、北美等发达国家, 乳腺癌发病率占女性恶性肿瘤首位。据1992-1996年统计, 在美国是110.6/10万人。

虽然亚洲是乳腺癌低发区, 但是, 我国乳腺癌的发病率也正在逐年上升。2000年全国肿瘤防治办公室发表了1988到1992年的调查报告, 我国城市发病率明显高于农村, 上海乳腺癌发病率逐年升高, 已占当地女性恶性肿瘤首位。用世界标准人口调整计算的发病率1982年到1984年, 上海仅为10万分之19, 而1988年到1992年已升至10万之25.6。据《中国妇女报》报道, 当前中国人乳腺癌发病率为30-40/10万, 并且发病率以每年3%的速度增长, 是乳腺癌发病率增长最快的国家之一。研究发现环境因素对乳腺癌发病率的影响超过遗传因素的影响, 城市发病率高于农村, 可以预见, 随着越来越多的农村妇女走进城市, 我国城乡妇女乳腺癌的发生率还会进一步上升。我国乳腺癌特点, 除发病率逐年增长外, 在发病年龄上比西方妇女早10-15年。以中年人居多, 并且发病率有下移的趋势。

目前国内治疗乳腺癌的新药只有罗氏制药的赫赛汀(曲妥珠单抗, Herceptin), 该药物是Genentech开发的具有代表性的第一代抗肿瘤靶向抗体, 在一类亚型乳腺癌患者中已显示出的良好的疗效, 2005年全球性市场也达到了21.46亿瑞士法郎, 同比上一年增长了48%, 08年销售50.92亿美元, 09年一季度销售13.07亿美元, 同比增长6.69%。赫赛汀为我国唯一上市的治疗乳腺癌的

单抗，其规格为250mg / 支，价格大约为15000元人民币，一个疗程8针，治疗费用约为12万元，其治愈率很高，一个病人的治愈的费用大约为30万元。

2、器官移植的新药

目前国内上市的用于器官移植的抗排斥治疗的单抗药物有古巴分子免疫学中心的抗CD3单抗爱欧山单抗（鼠源）、奥多生物技术公司Muromonab-CD3（鼠源）、武汉生物制品研究所的抗CD3单抗（鼠源）、诺华制药的舒莱（Basiliximab，嵌合）和罗氏/基因泰克的赛尼哌（Daclizumab，人源化产品）。从产品的特性来看除了罗氏的赛尼哌以外其他上市的产品均为鼠源或嵌合的产品，其特点是副反应大，半衰期短，需要持续服药。中信国健的器官移植单抗新药为人源化产品副作用小，与罗氏的产品相比优势是价格低，预计上市以后有望同罗氏一同形成寡头垄断优势。

表 5：国内目前已上市器官移植单抗药物

名称	公司	抗体类型
抗CD3单抗（爱欧山）	古巴分子免疫学中心	鼠源
Muromonab-CD3	奥多生物技术	鼠源
Basiliximab（舒莱）	诺华制药	嵌合
抗CD3单抗	武汉生物制品研究所	鼠源
Daclizumab（赛尼哌）	罗氏/基因泰克	人源化

资料来源：东海证券研究所

3.3 十数个产品储备有望形成密集的重磅炸弹群

除了乳腺癌新药和器官移植的新药外，公司尚有正在进行临床试验的5个（部分数据）单抗新药（非何杰金氏淋巴瘤、肝癌、类风湿性关节炎、白血病、哮喘病），另有两个重磅炸弹级单抗（原发性肝癌、结肠癌）正在报临床。

表 6：兰生国健正在临床试验及报临床中的重磅炸弹产品列表（部分数据）

名称	适应症	进程	抗体类型
Rh/m-anti-CD20mAb	非何杰金氏淋巴瘤	临床III期	嵌合型
Rh-CD52mAb	白血病	临床试验	人源化
Rh-IgEmAb	哮喘	临床试验	人源化
Rh-SM-FL-Ig	肝癌	临床报批	--
RC-EGFRmAB	结肠癌	临床报批	嵌合型

资料来源：东海证券研究所

在后备产品中，我们最看好的为治疗非何杰金氏淋巴瘤的单抗，从临床进程上看亦接近上市阶段，我们认为其很可能在乳腺癌新药之后上市，与益赛普、

乳腺癌新药一起构成中信国健第一批重磅炸弹药物。

恶性淋巴瘤是人类淋巴造血系统常见的恶性肿瘤，该肿瘤可分为何杰金氏淋巴瘤和非何杰金氏淋巴瘤。据第二届全球乳腺癌及淋巴瘤学术研讨会统计数据 displays，我国非何杰金氏淋巴瘤的发病从上个世纪的2/10万已快速上升至7/10万，在男性十大高发恶性肿瘤中已从第11位上升至第9位，女性则从第13位上升至第10位，进入十大高发肿瘤行列，每年的死亡人数超过2万人。何杰金氏病常发生在年轻人中，年龄15-34岁，还有超过55岁老人中也有发生，儿童罕见，男多于女，男女之比为1.7-1.4:1。

1997年，美国FDA批准的单抗药物利妥昔单抗（美罗华，Rituxan），作用靶点是CD20，用于治疗临床常见的β细胞性非霍奇金淋巴瘤（NHL），主要用于治疗复发性、顽固性低度或滤泡性非何杰金氏淋巴瘤的治疗，目前该药也被批准用于类风湿性关节炎。我国于2000年引进该药品，规格为400mg/支的价格为21000元，一个疗程为8针。08年全球销售收入43.21亿美元，较07年增长15.72%。

3.4 国家级科研创新中心的支持催生中国单克隆抗体药物领导者

公司拥有国内单抗领域最强的研发平台，拥有95人的科研团队，其科研领军人物郭亚军教授为第二军医大学肿瘤研究所所长。在06年国家药监局批准的14个抗体新药的研制中，有12个来自于兰生国健。从目前新药的临床试验情况来看，公司十数个产品临床试验有序进展，预计未来3-5年每年均有1-2个重磅炸弹级产品上市，公司研发的方向为紧跟国外巨头的成熟产品，均有培育中重量级产品的能力。

2008年10月发改委批准在张江组建抗体药物国家工程研究中心，该中心预计2年后正式运行，中信国健将作为主要的产业化平台，整个基地未来将成为中国单克隆抗体的摇篮。从技术上看中信国健的单克隆抗体技术研发水平领先亚洲同类企业5年左右，即使同美国单克隆抗体药物一流水平的基因泰克相比差距亦在5年以内。从第一个产业化单抗的产品来看，中信国健晚于基因泰克9年（基因泰克第一个单抗新药美罗华97年上市）。单克隆抗体技术是我国在尖端科研领域少有的紧跟国际一流水平的技术，在国务院刚刚通过的《促进生物产业加快发展的若干政策》中明确提出将生物技术培育成我国高新技术领域的支柱产业。在科技部“十一五”规划中明确提出抗体和疫苗是生物医药产业的两大发展方向，而推进人源化单抗和治疗性疫苗亦已被写进上海“十一五”生物技术与医药产业发展目标。

从国外医药产业的发展现状来看，通过传统的化学筛选法获得新药越来越

困难，单克隆抗体技术成为国外巨头大力开发的领域，谁在单克隆抗体技术上占据优势，谁就很有可能问鼎世界制药的头把交椅。2009年3月12日瑞士罗氏斥资468亿美元收购基因泰克剩余44%的股份，按此价格计算基因泰克的价值在1064亿美元，由于未来几年有丰富的产品上市，市场分析人士认为罗氏将于2014年取代辉瑞成为世界最大的制药公司。从产品线来看，目前基因泰克有的重要产品，中信国健均有产品在做临床或报临床。

3.5 突破大规模产业化瓶颈，新产能年底投产解决产能约束

抗体药物制造的瓶颈在于产业化，即生产工艺的产业化。在抗体药物方面，美国占据世界绝对领先地位。由于抗体药物可改做军用，因此美国严格限制抗体药物的生产工艺技术输出。从97年起兰生国健的研究团队就开始对抗体药物进行研究，经过多年的摸索，该团队已初步解决抗体产业化的难题。兰生国健投资2.43亿元在张江高科园完成亚洲最大规模的抗体新药生产基地。公司抗体药物产业化能力极强，抗体药物一期工程具有百级以上洁净区域面积2万平方米，拥有2条200L、4条750L人源化单抗生产线。4条各500L人源化单抗中试生产线。其规模和技术层次均达到国际一流水平，处于亚洲领先地位。

公司新投入的2条3000L产能正在申请GMP认证，预计年底将投入使用，公司抗体蛋白表达水平在稳步提升，按照公司08年益赛普的销量及规格计算，公司抗体蛋白表达水平在千毫克/L的水平，而国内同行业的公司抗体蛋白表达水平均在百毫克/L，兰生国健的产业化能力领先于国内同行一个数量级的水平。由于乳腺癌及淋巴瘤新药的规格均在百毫克以上（益赛普），对产业化能力要求较高，年底新产能投入使用将满足公司未来若干年高速增长对产能要求。

3.6 中信国健或于2010年启动上市计划，增资扩股或提前进行

中信国健作为兰生国健持股49%的公司，08年实现收入1.6亿元，利润5746万元，作为国内单克隆抗体药物领域已经实质性赢利及后续产品即将进入密集期的上市期背景下，其上市运作是早晚的事情，上市有利于其利用资本市场的平台解决新药临床研发巨额的投入及产业化能力的建设。由于持有其股份51%的股东中信泰富管理层出现变动，其上市的进程被推迟，我们预计公司在2010年乳腺癌的新药上市以后启动上市计划。

由于公司临床试验的产品线较长，临床投入较大，预计在上市前会进行增资扩股，鉴于中信国健丰富的大品种储备，中信泰富、兰生股份、张江集团等现有股东及包括高盛在内的PE均有增资的意愿，兰生股份作为中信国健的原始股东享有一定程度的优先权利，增资以后预计兰生股份直接及间接持有中信国

健的比例将得到一定程度上的提高，增加中信国健高速发展中的受益程度。

3.7 中信国健核心价值总结

综上所述，我们认为中信国健在国内单克隆抗体领域优势如下：

- 1、**国内最强的大规模产业化能力：**产业化能力是国有单抗研发及生产企业的短板，中信国健的抗体蛋白表达水平领先国内同行一个数量级，同时新的产能投产亦将使得其在未来较长时间内不存在产能问题。
- 2、**国内最强的研发团队：**领军人物郭亚军为第二军医大学肿瘤研究所所长，公司自98年以来组建的95人博士、博士后为主的科研团队国内无出其右。
- 3、**最丰富的产品线储备：**在研的产品多达16个，紧跟基因泰克等国际巨头的重磅炸弹产品。
 - i. 公司治疗乳腺癌及器官移植的单抗新药已经结束 III 期临床，预计 09 年底 10 年初，我们十分看好其乳腺癌新药，目前国内上市的同类产品仅罗氏制药的赫赛汀，08 年全球销售 50.92 亿美元。
 - ii. 包括乳腺癌及器官移植的单抗新药，中信国健尚有非何杰金氏淋巴瘤、白血病、哮喘、肝癌、结肠癌等 16 个单抗新药处于临床及临床报批状态。公司在研品种紧跟基因泰克等巨头重磅炸弹级产品，均具有极大的市场空间。
- 4、**国家对于单抗新技术的强力扶持：**抗体药物国家工程中心的支持，中信国健作为其主要产业化平台。
- 5、**现有产品已经赢利，正处于业绩拐点阶段。**

单克隆抗体技术作为我国少有的与国外发达国家顶尖级水平相对差距较小的技术，受到了国家高度重视，科技部“十一五”计划明确：抗体与疫苗是生物医药行业的两大发展方向；而推进人源化单抗、治疗性疫苗等创新药物产业化，已被写进上海“十一五”生物技术与医药产业发展目标；刚刚通过的促进生物技术发展的政策给予其从研发到市场多角度的支持，鉴于中信国健在我国单克隆抗体领域各方面的领先优势，投资中信国健就是投资中国单克隆抗体药物的未来，同时也是投资中国基因工程药物和中国生物技术的未来，除此之外，没有更好的投资标的。而兰生股份是公众投资者投资中信国健的唯一通道。

4 充足的安全边际-海通证券和兰生房产

4.1 海通证券

公司于2000年投资海通证券2.5亿元，占海通证券注册资本6.67%，并于2002年追加投资2762万元，持有海通证券股份为29237万股，2007年上海市都市农商社股份有限公司吸收合并海通证券，按照合并方案公司持有的海通证券股份变更为1.0146亿股。海通证券2007年度利润分配方案为每10股派现金1元，每10股分派股票股利3股，以资本公积金每10股转增7股，公司持有的股份相应变为2.0292亿股，所持股份2010年11月9日起获得流通权。兰生股份目前的总股本为2.8043亿股，合每股还有海通证券股份为0.7236股。海通证券08年利润分配方案为每10股派发1元，相应的兰生股份获得的分红为2029万元，合每股收益0.072元（将体现在兰生股份09年半年报里）。

根据海通证券2008年年报披露数据，海通证券截止2008年12月31日，总股本82.28亿股，总资产746.86亿元（其中货币资金571.82亿元），净资产383.62亿元，实现营业收入70.07亿元，利润总额36.98亿元，净利润33.02亿元。经纪业务市场占有率4.60%，提升了0.37个百分点，市场排名由第五升至第三；自营业务实现投资收益18.6亿元，公允价值变动损益-8.20亿元，合计赢利10.4亿元；资产管理规模71.8亿元，增长105.32%。

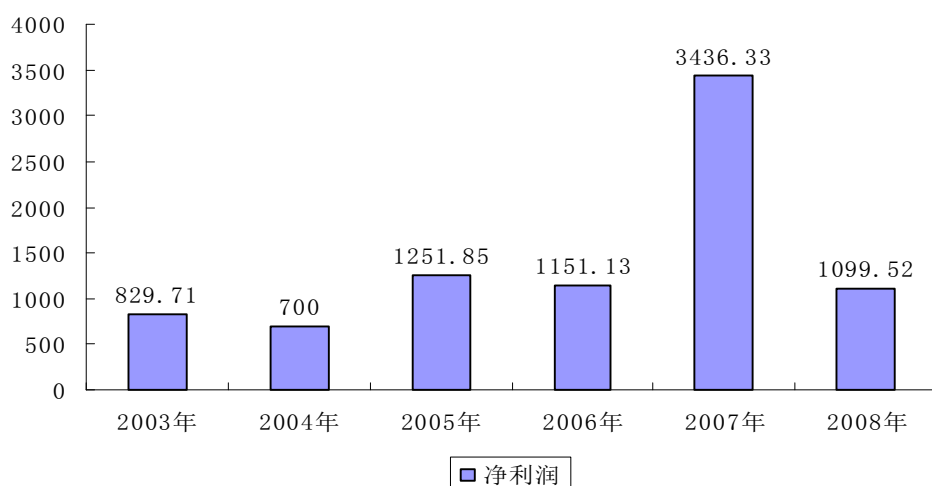
2009年4月16日海通证券公告称将收购百瑞信托，同海通证券、海通期货、海富通基金一同组成金融控股公司。在上海市加速推进建设国际金融中心的背景下作为上海本地最大的券商，海通证券将显著收益。同时公司账上571.82亿的巨额现金，无论是收购兼并还是融资融券业务，都有巨大的想象空间，海通证券未来若干年大比例送配的可能性较大，届时每股兰生股份所含海通证券将大比例增加。兰生股份目前持有的海通证券无论是抛售还是持有都将为公司提供巨额的投资收益，海通证券是兰生股份的现金牛资产，未来的想象空间巨大。

4.2 兰生房产

公司在上世纪90年代参股上海兰生房产实业有限公司，建造兰生大厦，公司初始投资2161万元，占有19%的股份，2002年11月22日，兰生股份发布公告以部分应收账款、存货、长期股权投资、固定资产等经评估1.5060亿元置换大股东兰生集团所持有的兰生房产29%的股份，2003年兰生股份置换出的部分长期股权投资及应收账款发生改变而改为现金支付，相应的补价增加了489万元。兰生房产29%的股份，账面净资产为4469.57万元，由此形成1.30亿元股权投资

差额，分10年摊销。整个交易2003年完成交割，资产置换完成后兰生股份持有兰生房产48%的股份，作为联营公司存在。2002年以后持有的这部分股份给兰生股份带来了持续的投资受益，2008年兰生房产实现营业收入8697.57万元，主营业务利润4992.24万元，净利润1099.52万元，贡献投资收益527.77万元，截止2008年底48%兰生房产的账面价值为6555.7万元。

图 2：兰生房产历年净利润图



单位：万元 资料来源：公司历年年报、东海证券研究所

兰生房产的物业实体为兰生大厦，兰生大厦位于淮海中路商业街北首——淮海路、西藏路路口，楼高196米，总建筑面积59414平方米，主楼39层，包括27层甲级办公楼，每层约1200平方米；1-5层是大型综合商场裙房，每层2000平方米。兰生大厦目前租金在6.3元/平方米/天。兰生大厦隔壁的金钟广场对面的时代广场租金是0.8美元/平方米/天，而力宝大厦租金则达到1.0-1.1美元/平方米/天。相比之下，兰生大厦目前租金属于中等水平。从上图历年的赢利情况看，兰生房产的历年赢利稳定在1100万元左右，2007年由于出售两层物业净利润实现了较大的增长，根据网上房地产网站数据显示，成交总面积为2522平方米，合同总成交价6788万元，合2.69万元/平方。作为上海黄金地段的甲级写字楼我们认为其成交价格偏低，甚至低于周边高档住宅的价格。

5 外贸业务-稳步发展

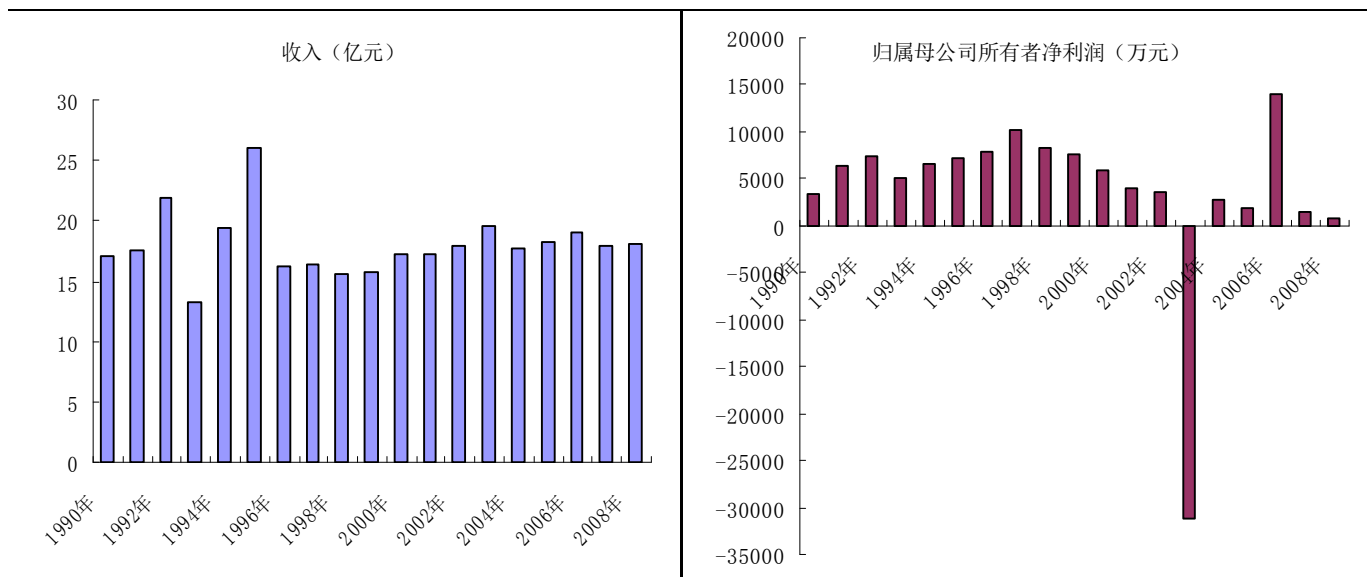
外贸业务是公司的传统主业，主要经营文化体育用品、鞋类等轻工业产品的代理及自营进出口业务，为外贸系统第一家上市公司，自90年以来由于新设合并的子公司众多，相应的合并报表的范围变化较大，收入波动亦较大，2000年以后公司的收入趋于稳定，每年在18亿左右浮动。

从公司历年赢利情况来看，公司的外贸业务在1997年以前依靠及国有体制的政策支持下实现了稳步的增长，97年实现赢利1.03亿元。之后随着国家对外贸的放开及民营外贸公司的迅速崛起，市场竞争趋于激烈，公司赢利处于下降趋势之中。2003年由于琼胶事件导致公司大幅亏损3.13亿元，2006年由于海通证券筹划借壳上市，以前年度计提的海通证券减值准备1.4亿元转回导致公司赢利1.40亿元，扣除此非经常性损益后，公司自03年以后赢利上处于微利状态。

自90年代末国家对于外贸进出口权的放开，市场上主营外贸的民营企业越来越多，外贸行业面临前所未有的竞争。公司作为在外贸领域经营了数十年的公司在渠道及客户方面拥有自身的优势，但亦不能忽视整个行业的竞争状况，未来公司的外贸业务将稳步发展，发展速度取决于整个外贸行业的大势。

同时，公司作为上海市国资委所属的两家主营外贸的公司，随着上海打造国际物流中心的战略启动，公司主业有望转向物流和港口，有一定的资产注入预期。

图 3：兰生股份历年经营情况图



资料来源：兰生股份历年年报、东海证券研究所

6 价值探索

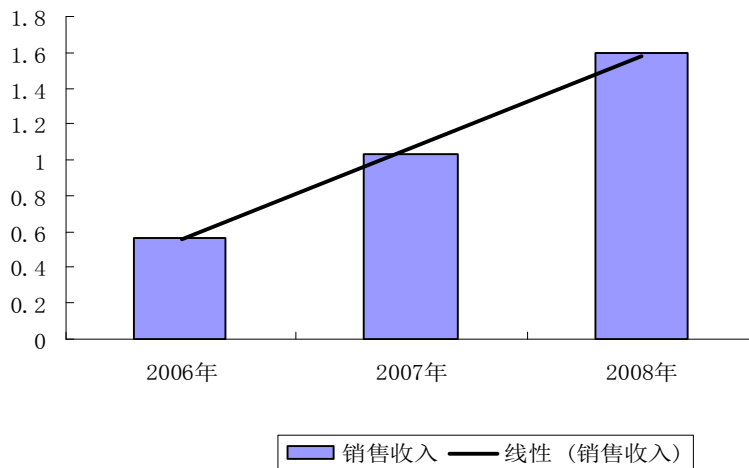
从兰生股份目前的经营情况来看，传统的外贸业务显然已经不是公司未来经营的重点，公司成熟的贡献利润的项目为海通证券和兰生房产，长期看点在于参股子公司兰生国健在单克隆抗体研发及产业化方面的领导优势。公司传统的外贸主业在当前金融危机及激烈的市场竞争环境下预计长期处于微利状态，随着上海建设国际物流中心的深入，作为上海国资委直属的两家外贸企业之一，公司有往物流港口领域转型的机遇。

估值上在不考虑重大资产注入的前提下，我们将公司当前的业务按照四大块：以兰生国健为平台的生物制药业务；以海通证券为平台的金融股权投资业务；以兰生房产为实体的房地产投资业务；现有的外贸资产业务。我们将公司的资产负债表按照上述项目进行分拆，按照各自行业的估值方法与体系分别评估其价值，加总得出兰生股份的价值。

6.1 兰生国健

中信国健2006年实现收入5700万，2008年实现销售收入1.6亿元，毛利8000万，净利润5746万元。年销售收入的复合增长率达67.54%。

图 4：中信国健近 3 年销售情况



资料来源：公司年报、东海证券研究所

我们预计公司乳腺癌和器官移植的新药将于09年底2010年初上市，淋巴瘤的新药将于2010年底2011年初上市，通过益赛普近三年的学术推广，公司对于新药的推广有了一定的基础，同时作为重症领域的特效药其推广将显著快于一般的处方药，我们对于公司未来三年的销售收入预测如下：

表 7: 中信国健销售收入预测

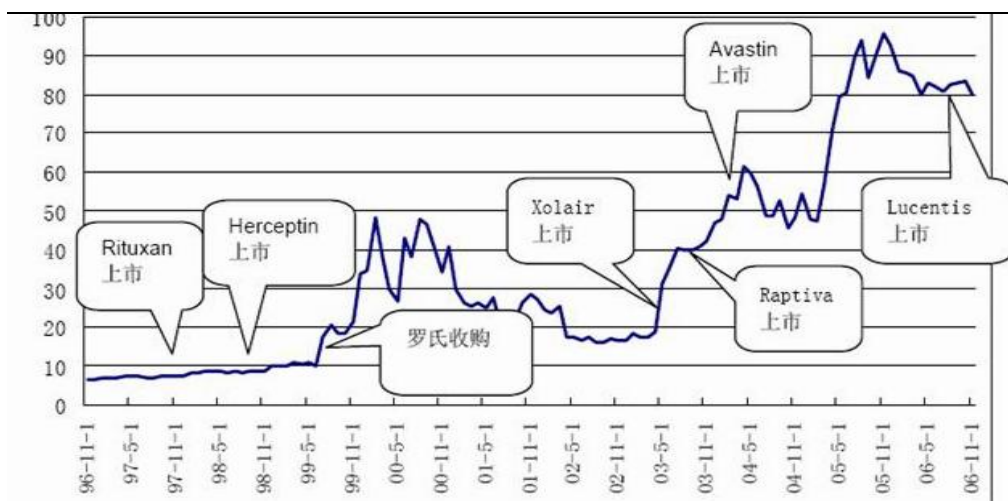
	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
益赛普	1.6	2.8	4.9	7.35	9.92
乳腺癌	-	-	0.80	1.5	3
器官移植	-	-	0.20	0.35	0.5
淋巴瘤	-	-	-	0.6	1.5
收入合计	1.6	2.8	5.9	9.8	14.92
净利润	0.57	1.4	2.95	4.9	7.46

单位: 亿元 资料来源: 东海证券研究所

中信国健目前的产能为4 X 750L, 新的两个3000L的产能预计2009年底2010年初投入使用, 随着公司工艺的提升, 其抗体蛋白表达水平的提升将显著提升其毛利率, 公司财务费用、管理费用较少, 我们预计随着产能的释放其净利率可达50%。相应的中信国健09年、2010年净利润将达1.4亿、2.95亿, 作为拥有单抗药物大规模产业化能力同时有密集重磅炸弹级产品线的生物医药类公司, 我们按照公司2010年赢利水平给予50倍市盈率, 相应的估值为147.5亿, 按照兰生股份当前间接持有中信国健16.98%的比例计算, 其对应的估值为25.05亿元。

我们对于中信国健的价值判断是以其2010年的赢利为基础的, 其估值(2010年的数据)实际上只考虑了益赛普的业绩, 乳腺癌、淋巴瘤及其它一系列重磅炸弹级产品的业绩并没有体现出来, 其128.87亿的价值仅为其短期内能够看到的价值。对于其长期价值判断, 我们认为中信国健就是中国未来的基因泰克, 其目前正处于第一个单抗新药出现业绩拐点, 一系列重磅炸弹级新药即将上市的时期, 即基因泰克98年、99年的发展水平, 随着基因泰克后续产品的上市, 其价值得到了指数级别的增长, 我们认为尽管在产品研发的原创性方面中信国健逊色于基因泰克, 考虑到其在国内单克隆抗体领域的先发优势及国家在研发及产品支持上的力度, 其长期价值应当参考基因泰克的估值。

图 5: 基因泰克股价随重量级药物上市变化图



资料来源: 东海证券研究所

6.2 海通证券

兰生股份目前持有海通证券2.0292亿股海通证券的股份，2010年11月9日获得流通权。我们对其估值采用两种方法：第一种方法，是按照最近20个交易日均价为基础考虑目前未获得流动性而给予10%的折价，按照90%计算；第二种方法为海通证券08年每股收益，参照上市券商当前股价对应08年的市盈率水平给予的价格，同样考虑当前未获得流动性给予10%的折价。目前海通证券在上市券商中仅次于中信证券，作为行业龙头，其估值水平应当享受一定的溢价，因此按照第二种方法估值略显保守。

第一种方法：

$$20\text{日均价} \times \text{股份数} \times \text{折扣} = 13.95 \times 2.029 \times 90\% = 25.47\text{亿元}。$$

第二种方法：

$$\text{EPS}_{08} \times \text{上市券商08年市盈率} \times \text{股份数} \times \text{折扣} = 0.4 \times 33.17 \times 2.029 \times 90\% = 24.23\text{亿元}。$$

我们使用WIND资讯的数据，截至2009年6月3日，海通证券20日收盘均价为13.95元，相应的计算出其持有的海通证券的价值为25.29亿元；使用申万证券的样本统计采用整体法（剔除负值）计算上市券商6月3日相对于08年市盈率为33.17，海通证券08年EPS为0.4元，相应的计算出其价值为23.48元。通过两种方法计算海通证券的价值在24.23-25.47亿元之间，取其中间值得出其持有的海通证券的估值为24.85亿元。

6.3 兰生房产

兰生房产的物业实体为兰生大厦，兰生大厦位于寸土寸金的淮海中路商业街，建筑面积为59414平方米。根据网上房地产网站的数据，兰生房产于07年以2.69万元/平方的价格出售了两层共计2522平方的物业。市场分析人士认为其成交价格远低于市场价格，同时1-5层综合商场的价格应该高于高层写字楼的价格。

我们综合按照3万元的保守价格进行估值，剔除07年出售的部分，剩余部分的建筑面积为56892平方米，得出兰生大厦的重估价值为17.07亿元，按照兰生股份2008年年报，兰生房产总资产6.02亿元，则重估至少增值为11.07亿元（17.07 - 6.02），按照兰生股份持股48%的比例计算，则**重估增值带给兰生股份的部分为5.31亿元**（11.07 × 48%），兰生房产在公司资产负债表中以长期股权投资的形式列示，2008年期末余额为6555.7万元，得出兰生房产价值5.9656亿元。

6.4 外贸业务

对于兰生股份的外贸主业我们采PB的方法进行估值，将兰生股份净资产中除去海通证券、兰生国健、兰生房产等资产后剩余部分参照贸易主业上市公司的估值水平进行评估。

截至2009年6月3日，上市公司中外贸主业的上市公司PB估值如下：

表 8：贸易主业的上市公司 PB 估值情况

公 司 名 称	漳 州 发 展	江 苏 国 泰	中 国 医 药	五 矿 发 展	浙 江 东 方	弘 业 股 份	建 发 股 份	辽 宁 时 代	成 城 股 份	南 纺 股 份	东 方 创 业	江 苏 舜 天	中 化 国 际	汇 通 能 源	中 大 股 份	厦 门 国 贸	上 海 物 贸	工 大 首 创	江 苏 开 元	均 值
PB	4.18	6.88	2.91	2.33	2.86	2.99	4.01	2.21	3.70	2.54	1.74	3.75	2.94	5.33	3.34	2.44	3.87	4.92	3.52	3.01

资料来源：WIND资讯、东海证券研究所 贸易样本采用SW贸易II的样本，净资产采用2009年一季度的数据。

根据兰生股份2008年年报其净资产为10.65亿元，其中海通证券作为可供出售金融资产列示，采用公允价值计量，08年末账面8.74亿元；兰生国健和兰生房产作为长期股权投资存在，08年末账面价值分别为4906万元、6556万元。剔除这三部分资产兰生股份的净资产为0.7638亿元，按照贸易主业当前的PB估值3.01倍进行估值，则其外贸主业的估值为2.30亿元。

6.5 估值

综上所述，我们按照业务分拆的方法对其兰生国健、海通证券、兰生房产、外贸资产估值分别为25.05亿元、24.85亿、5.9656亿、2.30亿，合计58.17亿元，按照当前2.8043的总股本计算，每股价格为20.74元，相对于当前的14.97元股价有39%的升值空间，给予“买入”评级。其中对于中信国健的估值以2010年赢利为基础，考虑到一系列重磅炸弹级产品的业绩并没有体现，对中信国健的估值仅为短期价值。

7 风险讨论

我们认为兰生股份的核心价值所在是其间接持股16.98%的中信国健。其在国内单克隆抗体领域拥有不可替代的研发及产业化能力，目前十数个产品分别处在上市报批及临床试验阶段，我们认为众多重磅炸弹级产品的上市只是时间问题，但具体产品的上市时间由于行政审批及公司战略考虑面临一定的不确定性，现将中信国健的价值实现可能面临的不确定性罗列如下：

- 1、新产品上市时间的不确定性，我们对于乳腺癌及淋巴瘤新药上市时间的判断源自于我们对其新药上市进程的跟踪，如上市进程慢于预期，则其价值实现的进程亦将推迟；
- 2、庞大的研发计划对公司利润表的影响，尽管公司的研发计划有国外成熟的大品种经验可供借鉴，但亦须关注庞大的研发支出对于利润表造成的压力；
- 3、尽管经过三年的培育，公司初步打造了 120 人的学术推广队伍，但相对于密集的产品储备，作为研发驱动型的公司，其营销能力可能成为产品上量的最大的制约因素。
- 4、除了中信国健之外，公司持有 2.0292 亿股的海通证券股份，如前所述，相当于每股兰生股份含有 0.7236 股海通证券，作为同经济周期密切相关的证券行业，如证券市场低迷，海通证券走低对于兰生股份的影响亦不容小觑。
- 5、当前欧美发达经济体仍处于金融危机的泥潭之中，何时走出危机尚难预料，兰生股份的外贸业务面临着外部需求持续萎缩，内部竞争愈加激烈的环境，外贸主业在客观上有吞噬其他业务赢利的可能。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、生物制药及化学制剂板块。

重点跟踪公司: 兰生股份、三九医药、同仁堂、上海莱士、双鹤药业、健康元等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122