

## 海欣股份 (600851)

## 直肠癌治疗性疫苗(APDC)价值凸显, 股价至少低估50%

## 推荐 (首次)

现价: 6.9 元

## 主要数据

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 行业            | 纺织、服装、皮毛           |
| 公司网址          | www.haixin.com.cn  |
| 大股东/持股        | 松江洞泾工业 /8.50%      |
| 实际控制人/持股      | 上海洞泾经济联合 总公司/8.50% |
| 总股本(百万股)      | 1,207              |
| 流通 A 股(百万股)   | 738                |
| 流通 B/H 股(百万股) | 468                |
| 总市值 (亿元)      | 83.29              |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 50.94              |
| 每股净资产(元)      | 2.43               |
| 资产负债率(%)      | 32.7               |

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 研究员

凌军 S1060209110193  
0755-22624694  
lingjun004@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 国内唯一获得 SFDA 临床批准的高科技肿瘤生物治疗方法

肿瘤治疗用 APDC 是国家“863”项目成果的产业化项目。01 年底完成临床前研究, 并通过国家药品审评中心的新药审评。02 年 4 月获得国家 I 类新生物制品的 I 期临床试验批文, 目前是我国第一家也是唯一一家已完成 I 期和 II 期临床的树突状细胞肿瘤生物治疗项目, 并已申报 III 期临床批文。

## ■ 谨慎预测新增 72 亿市值, 股价至少低估 50%

我们在仅考虑公司医药、金融股权和地产估值情况下, 加上 APDC 谨慎、中性和乐观三种假设下的估值, 公司当前合理市值分别为 123、166 和 195 亿元。而目前公司市值仅约 80 亿元, 对应谨慎假设情景, 股价仍然低估 50%。

## ■ 二期临床治疗效果确切, 有效率高

08 年 12 月完成的 II 期临床结果显示, 在 200 多例接受 APDC 治疗的病人中有效率为 46.5%, 100 多例以化疗作为对照病人中的有效率是 22.5%。

## ■ 可复制性强, 可推广至 18 种以上其他类型癌症

肿瘤治疗用 APDC 适用于任何肿瘤的治疗。迄今为止取得较好疗效的肿瘤主要有: 肺癌、纵膈肿瘤、食道癌、胃癌、结肠癌、直肠癌、肝癌、白血病、甲状腺癌、胰腺癌、胆管癌、肾癌、乳腺癌、子宫癌、宫颈癌、卵巢癌、阴道癌、盆腔肿瘤、前列腺癌、膀胱癌、睾丸癌、脑瘤、神经胶质瘤、淋巴瘤、黑色素瘤、鼻咽癌等 18 种以上癌症。技术的不断复制将为公司带来更大的收益。

## ■ 行业参考: 治疗生物药成为治疗癌症新希望

由于癌症治疗现有的放化疗、手术治疗效果极为有限, 特异性高、副作用小、疗程短、效果持久、无耐药性的治疗性生物药(如疫苗等)成为医学界治疗癌症的新希望。而国外与海欣股份类似产品的 Dendreon 公司在产品通过三期临床后股价一路走高, 总市值超过 50 亿美金。

## ■ 风险提示。

- 1、APDC 以新药名义获得三期临床审批尚有一定难度, 有被审批为诊疗技术的风险。
- 2、对产品的盈利前景测算都是建立在 APDC 有效性的基础上。如果三期临床效果不达预期, 项目的未来价值也将低于我们的测算值。

|           | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,426.85 | 1,183.80 | 1,178.33 | 1,246.18 | 1,356.21 |
| YoY(%)    | -7.90    | -17.03   | -0.46    | 5.76     | 8.83     |
| 净利润(百万元)  | -344.80  | 7.37     | 27.31    | 60.71    | 87.17    |
| YoY(%)    | 0.00     | -102.14  | 270.63   | 122.33   | 43.59    |
| 毛利率(%)    | 5.13     | 15.62    | 14.44    | 15.55    | 17.39    |
| 净利率(%)    | 0        | 0.62     | 2.32     | 4.87     | 6.43     |
| ROE(%)    | -13.45   | 0.18     | 0.70     | 1.47     | 2.09     |
| EPS(摊薄/元) | -0.29    | 0.01     | 0.02     | 0.05     | 0.07     |
| P/E(倍)    | 0        | 1,050.82 | 283.36   | 127.45   | 88.76    |
| P/B(倍)    | 3.02     | 1.92     | 1.98     | 1.87     | 1.86     |

# 正文目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>投资要点</b>                   | <b>1</b>  |
| <b>一、公司简介</b>                 | <b>4</b>  |
| 1.1 集纺织、医药和金融投资为一体            | 4         |
| 2.1 医药投资将是其未来最大亮点             | 5         |
| <b>二、APDC 治疗性疫苗——未来最大看点分析</b> | <b>6</b>  |
| 2.1 收益分析——股价至少低估 50%          | 6         |
| 2.2 项目简介——优势、技术原理和研究团队        | 7         |
| 2.3 有效性和可替代性——决定价值的两个关键       | 9         |
| 2.4 APDC 的行业参考                | 9         |
| <b>三、主营业务分析</b>               | <b>11</b> |
| 3.1 毛纺、服装和玩具                  | 11        |
| 3.2 其他医药主业                    | 13        |
| <b>四、盈利预测和评级</b>              | <b>14</b> |
| 4.1 盈利预测表                     | 14        |
| 4.2 估值和投资评级                   | 14        |
| <b>五、风险分析</b>                 | <b>15</b> |
| 5.1 三期临床审批结果带来的风险             | 15        |
| 5.2 是否足够有效的风险                 | 15        |
| 5.3 同类产品竞争风险                  | 16        |

## 图表目录

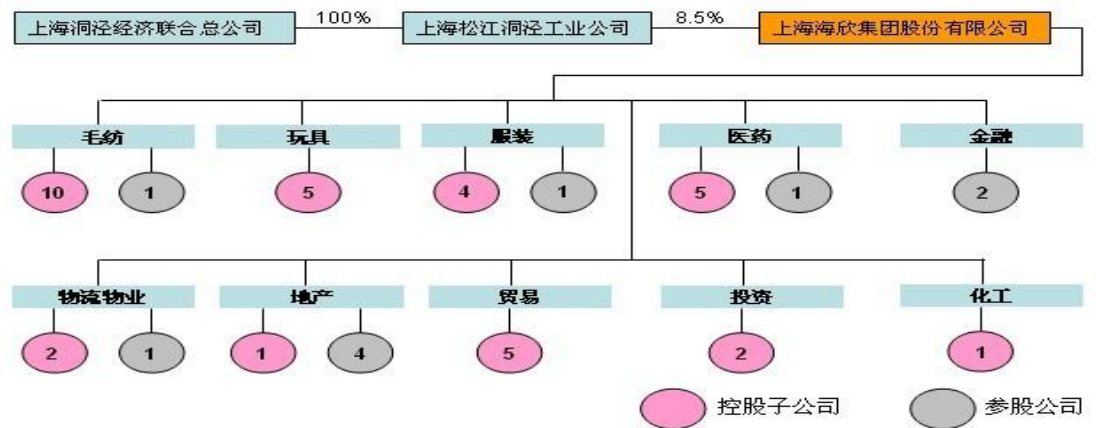
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1 海欣股份架构图 .....                   | 4  |
| 图表 2 海欣股份收入构成（2009） .....            | 4  |
| 图表 3 海欣股份毛利构成（2009） .....            | 4  |
| 图表 4 投资收益是公司利润来源 .....               | 5  |
| 图表 5 公司投资收益主要明细 .....                | 5  |
| 图表 6 APDC——直肠癌疫苗，是公司未来最大看点 .....     | 5  |
| 图表 7 利润贴现值情景假设预测表 .....              | 6  |
| 图表 8 接受治疗人数市场占有率的情景假设 .....          | 7  |
| 图表 9 目前前列腺癌治疗费用统计（元） .....           | 7  |
| 图表 10 前十位恶性肿瘤死亡率(1/10 万) .....       | 9  |
| 图表 11 全球重磅炸弹级 10 大药物 .....           | 10 |
| 图表 12 全球已上市的治疗性疫苗 .....              | 10 |
| 图表 13 Dendreon 股价走势图 .....           | 11 |
| 图表 14 Provenge 销售额预期 .....           | 11 |
| 图表 15 毛纺、服装和玩具类控股公司 .....            | 12 |
| 图表 16 面料、服装和纺纱收入和毛利占比（2009） .....    | 12 |
| 图表 17 公司毛纺玩具的改善措施 .....              | 12 |
| 图表 18 纺织、玩具毛利率不断回升 .....             | 13 |
| 图表 19 控股医药子公司示意图 .....               | 13 |
| 图表 20 医药子公司 2007-2009 年净利润（百万） ..... | 13 |
| 图表 21 盈利预测表（百万） .....                | 14 |
| 图表 22 市值估值法（亿元） .....                | 15 |

## 一、公司简介

### 1.1 集纺织、医药和金融投资为一体

- 纺织、医药是收入和毛利主要来源

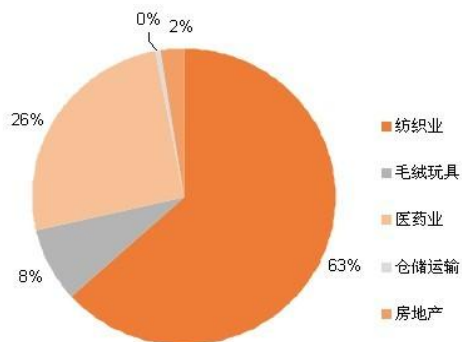
图表1 海欣股份架构图



资料来源：平安证券研究所

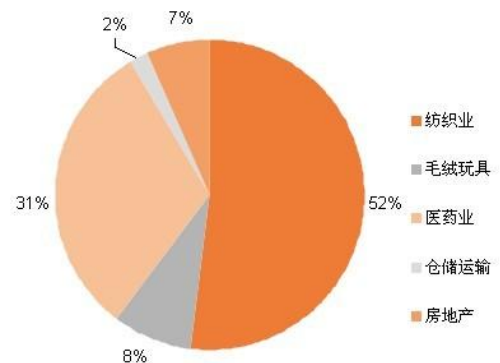
公司是一家依托毛纺业不断展开多元投资的控股公司，从收入和毛利构成来看，纺织（包括服装）、医药是公司的收入和毛利的主要来源。2009 年实现销售收入 11.8 亿元，实现毛利 1.84 亿元。其中，纺织、医药收入和毛利的合计占比分别为 89%和 83%。

图表2 海欣股份收入构成（2009）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 海欣股份毛利构成（2009）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

- 金融投资收益是公司利润来源

从过去三年的报表来看，公司纺织和医药的主营业务营业利润一直处于亏损状态，利润主要来自于投资收益。其中，医药业务 09 年开始扭亏，实现利润 600 万元。

图表4 投资收益是公司利润来源（万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

从投资收益的明细表来看，长江证券和长信基金金融权是投资收益的主要来源，尤其在 2010 年上半年，两者合计占比达到 88.6%。

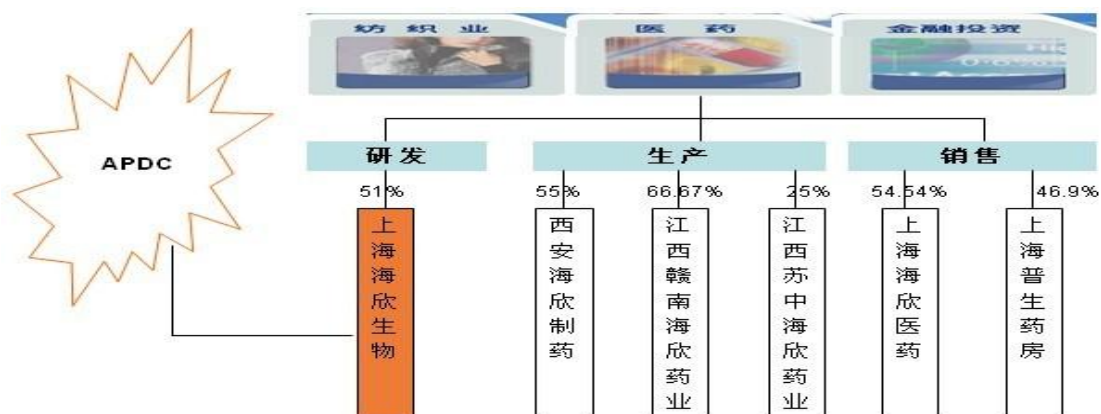
图表5 公司投资收益主要明细

|        |      |       | 投资收益占比 |       |        |
|--------|------|-------|--------|-------|--------|
|        | 主营业务 | 股权    | 2008   | 2009  | 2010H1 |
| 长江证券   | 证券代理 | 8.0%  | 44.0%  | 13.7% | 76.6%  |
| 长信基金   | 基金买卖 | 34.3% | 21.7%  | 21.6% | 12.0%  |
| 松江海欣建设 | 房地产  | 60.0% | 6.6%   | 25.6% | 5.5%   |
| 上海金欣联合 | 房地产  | 49.6% | 2.9%   | 32.1% | 2.8%   |
| 合计     |      |       | 75.2%  | 93.0% | 96.9%  |

资料来源：平安证券研究所

## 2.1 医药投资将是其未来最大亮点

图表6 APDC——直肠癌疫苗，是公司未来最大看点



资料来源：平安证券研究所

目前，公司已初步形成研发、生产、销售三位一体的医药产业。而在公司医药六个参控股公司中，我们认为上海海欣生物研发的直肠癌治疗性疫苗——**肿瘤治疗用 APDC 及其大容量体外细胞扩增技术培养的 DCCIK 肿瘤生物治疗（以下简称 APDC）**，将成为公司未来最大的亮点，也是我们推荐公司的核心理由。

## 二、APDC 治疗性疫苗——未来最大看点分析

### 2.1 收益分析——股价至少低估 50%

#### ● 谨慎预测：新增 72 亿市值

APDC 是公司持股 51% 的海欣生物技术有限公司自主研发的**国家一类新药抗肿瘤药**，目前三期临床已通过国家药监局组织的专家论证，批文正在审批之中。

根据谨慎原则预测，该直肠癌治疗性疫苗将为公司带来 72 亿元的新增市值，接近当年公司总市值（约 80 亿元）的 1 倍。这是公司的未来最大看点，也是我们强烈推荐的核心理由。

图表7 利润贴现值情景假设预测表

|            | 谨慎   | 中性    | 乐观    |
|------------|------|-------|-------|
| 接受治疗人数（万人） | 5    | 8     | 10    |
| 单价（万元）     | 10   | 10    | 10    |
| 收入（亿元）     | 50   | 80    | 100   |
| 净利率        | 30%  | 30%   | 30%   |
| 净利润（亿元）    | 15   | 24    | 30    |
| 51%股权      | 7.65 | 12.24 | 15.30 |
| PE         | 30   | 30    | 30    |
| 贴现市值（亿元）   | 72   | 115   | 144   |

资料来源：平安证券研究所

在谨慎、中性和乐观三种情景假设下，我们预测 2025 年，该新药将分别给公司带来 50、100 和 150 亿元的收入，分别带来 7.65、15.3 和 22.95 亿元的净利润。

假设 2025 年医药股 PE 为 30，三种情况下对应公司的市值分别为 229、321 和 413 亿元。按 8% 贴现到 2010 年，对应当前市值分别为 72、101、130 亿元。综合考虑公司纺织、医药、金融股权市值以及目前公司实际市值（约 80 亿），我们认为公司股价低估 50% 以上（详情见第四章估值部分）。

#### ● 贴现时间、接受治疗人数、单价——三个关键预测参数的说明

##### 1、贴现时间

我们对海欣股份直肠癌疫苗测算的贴现时间为 15 年，其中假设获取生产批文需要 5 年，市场推广 10 年。

## 2、接受治疗人数

根据《结直肠癌诊疗规范 2010 征求意见稿》，目前我国结直肠癌每年新发病例已超过 17 万，死亡近 10 万。以 17 万人为基数，以每年 4%的增长率计算，2025 年每年新发病人数为 30.6 万人。

图表8 接受治疗人数市场占有率的情景假设

|            | 谨慎  | 中性  | 乐观  |
|------------|-----|-----|-----|
| 接受治疗人数（万人） | 5   | 8   | 10  |
| 市场占有率      | 16% | 26% | 33% |

资料来源：平安证券研究所

在我们的谨慎假设下，经过十年的发展，海欣直肠癌疫苗获得 16%患病人数认可。由于实际患病人数大于每年新发病例，因此我们的预测足够保守。

## 3、定价

参考现有前列腺癌治疗费用，综合考虑通胀、收入增长和医疗商业保险的发展，我们认为 2025 年单次治疗费用为 3000 元较为合理。如以每周四次、3 个星期为一个疗程、平均每个病人年度接受三个疗程治疗计算，每个病人年度治疗费用将高于 10 万元。

图表9 目前前列腺癌治疗费用统计（元）

| 治疗方法     | 种类            | 单次治疗费用 | 单疗程时间(天) | 单疗程费用  |
|----------|---------------|--------|----------|--------|
| Erbix    | 单克隆抗体药物       | 10000  | 60       | 198000 |
| Folfox   | 奥沙利铂-亚叶酸钙-5FU | 340    | 14       | 4900   |
| Fol-Firi | 伊立替康-亚叶酸钙-5FU | 800    | 14       | 11200  |
| Xelox    | 卡培他滨-奥沙利铂     | 460    | 14       | 6440   |

资料来源：平安证券研究所

## 2.2 项目简介——优势、技术原理和研究团队

APDC 全称为肿瘤治疗用 APDC 及其大容量体外细胞扩增技术培养的 DCCIK 肿瘤生物治疗，“肿瘤治疗用 APDC”现已通过国家食品药品监督管理局（SFDA）批准的二期临床，成为目前我国第一个，也是唯一一个获得 SFDA 批准临床的高科技肿瘤生物治疗方法。

### ● 项目优势

#### 1) 是目前国内外最先进的肿瘤治疗技术

肿瘤治疗用 APDC 是国家“863”项目成果的产业化项目。01 年底完成临床前研究，并通过国家药品审评中心的新药审评。02 年 4 月获得国家 I 类新生物制品的 I 期临床试验批文，目前是我国第一家也是唯一一家已完成 I 期和 II 期临床的树突状细胞肿瘤生物治疗项目，并已申报了 III 期临床批文。科技成果水平报告显示，本项目填补了国内空白，达到国际先进水平。

#### 2) 治疗效果确切，有效率高

08 年 12 月完成的 II 期临床结果显示,在 200 多例病人生物治疗的病人中有效率为 46.5%,100 多例以化疗作为对照病人中的有效率是 22.5%。

### 3) 具有极强的特异性

该疗法一病一治、一人一治,有的放矢,是高度个性化的治疗方法,而且具有极强的特异性,只杀死癌细胞,不杀伤正常细胞。

### 4) 无毒副作用

除少数病人有轻度发热副作用外,未发现有其他任何毒、副作用。该疗法无毒副作用、不排异,无放、化疗痛苦,安全可靠。

### 5) 本疗法几乎可以应用于所有的肿瘤患者

肿瘤治疗用 APDC 适用于任何肿瘤的治疗。迄今为止取得较好疗效的肿瘤主要有:肺癌、纵膈肿瘤、食道癌、胃癌、结肠癌、直肠癌、肝癌、白血病、甲状腺癌、胰腺癌、胆管癌、肾癌、乳腺癌、子宫癌、宫颈癌、卵巢癌、阴道癌、盆腔肿瘤、前列腺癌、膀胱癌、睾丸癌、脑瘤、神经胶质瘤、淋巴瘤、黑色素瘤、鼻咽癌等。

### 6) 对原发肿瘤、转移肿瘤均有明显的疗效

对于手术后的恶性肿瘤患者的残存肿瘤细胞的清除,预防肿瘤的复发和转移有明显的作用。对肿瘤造成的癌性胸水、腹水有很好的治疗作用,有效率达 84.3%。对重症晚期患者,可抑制癌细胞生长,延长生命,减轻痛苦,提高生活质量。

## ● 技术原理

肿瘤治疗用 APDC 是针对恶性肿瘤的治疗开发的新一代治疗兼预防性肿瘤疫苗。采用患者术后留取的肿瘤组织制备多肽抗原(也可采用美罗生物的抗原库提供和制备的肿瘤多肽抗原),从分采的患者血液中提取 DC,进行自体细胞体外诱导培养和扩增,而后分 4 次回输患者体内,用大量增殖的 APDC 唤醒免疫系统,对癌细胞发起攻击,消灭癌细胞,16-22 天为一个疗程。

DC(树突状细胞)是一类在显微镜下才能看到的像树根形状细胞,是体内最强的抗原递呈细胞,是机体免疫的始作俑者,处于启动、调控、并维持人体免疫应答的中心环节。当机体遭遇病原微生物侵袭或体内有细胞发生恶变时,DC 很快获取信息,将信息及时传递给免疫系统,将病原微生物或恶变细胞从体内清除出去。利用负载肿瘤抗原的树突状细胞作为肿瘤疫苗,能有效打破机体对肿瘤的耐受,激活 T 淋巴细胞,杀伤并清除肿瘤细胞。

## ● 研究团队

研发课题组是由中国工程院院士、国家 973 免疫学项目首席科学家曹雪涛教授领衔,经多年攻关研制开发而成。

03 年曹雪涛课题组的研究项目《树突状细胞的抗原提呈、功能调控及其来源的新基因的功能研究》获得国家自然科学奖二等奖殊荣。04 年,曹雪涛领衔的第二军医大学免疫学研究所首次

在国际上发现的一种具有独特调控功能的新型树突状细胞亚群的研究成果在国际顶级学术杂志《自然·免疫学》上以封面论文的形式发表，成为该杂志创刊以来首次刊登由我国科学家自主取得的创新性成果，并得到国际免疫学界的高度评价。

## 2.3 有效性和可替代性——决定价值的两个关键

区别于传统行业，在研药物，尤其是生物制药的收益实现需要 10-20 年，因此药物的有效程度和可替代性决定产品的价值。当药物的疗效足够有效且不可替代，接受治疗人群和定价都会超过乐观假设的范畴。

### ● 有效性

II 期临床结果显示，在 200 多例接受 APDC 治疗的病人中有效率为 46.5%。从研发专家了解，46.5%的有效率对于肿瘤疾病而言，已属于效果相当良好。但具体有待跟踪 APDC 的三期临床情况。

### ● 可替代性

从了解的情况看，目前国内有进行类似机理生物药的研发的机构较少，暂时在该领域尚未看到能和海欣生物及曹教授团队构成直接竞争的公司或研发机构。如果三期临床审批的时间过长，不排除出现竞争性的公司或产品。

## 2.4 APDC 的行业参考

### ● 癌症及用药的发展趋势

随着生活压力的增大与生活环境的变化，癌症患病率逐年提升，复合增长率为 4.2%。我国 2008 年癌症患病人数 268 万，城市患病率为 3.3%，明显高于农村患病率 1.5%，死于恶性肿瘤的人数高达 178 万。

至今还未找到真正可以治愈癌症的药品或者方法，现有的治疗手段包括手术、放疗、化疗、中医治疗、生物治疗、逆转治疗等，这些治疗手段主要目的在于干扰与阻断癌症的生长与扩散，虽然癌症仍然无法治愈，但可以延缓、暂停或在某些情况下逆转癌症进展，癌症治疗也转向为慢性病的治疗方式。由于癌症用药市场需求刚性，市场容量仅次于抗感染类用药，占比 17.7%，近年来国内市场保持 40%以上的增速。

### ● 直肠癌疾病谱的变化

近年来，我国直肠癌的死亡率排名从第六名上升到第五名，死亡率从 5.3/10 万上升至 7.25/10 万。

图表10 前十位恶性肿瘤死亡率(1/10万)

| 顺位 | 2004-2005 |       | 1990-1992 |       | 1973-1975 |       |
|----|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|    | 疾病名称      | 死亡率   | 疾病名称      | 死亡率   | 疾病名称      | 死亡率   |
| 1  | 肺癌        | 30.83 | 胃癌        | 25.16 | 胃癌        | 19.54 |
| 2  | 肝癌        | 26.26 | 肝癌        | 20.37 | 食管癌       | 18.83 |
| 3  | 胃癌        | 24.71 | 肺癌        | 17.54 | 肝癌        | 12.54 |
| 4  | 食管癌       | 15.21 | 食管癌       | 17.38 | 肺癌        | 7.09  |
| 5  | 结直肠癌      | 7.25  | 结直肠癌      | 5.3   | 子宫颈癌      | 5.23  |

|    |      |       |      |        |      |       |
|----|------|-------|------|--------|------|-------|
| 6  | 白血病  | 3.84  | 白血病  | 3.64   | 结直肠癌 | 4.6   |
| 7  | 脑瘤   | 3.13  | 子宫颈癌 | 1.89   | 白血病  | 2.72  |
|    | 女性乳腺 |       |      |        |      |       |
| 8  | 癌    | 2.9   | 鼻咽癌  | 1.74   | 鼻咽癌  | 2.32  |
|    |      |       | 女性乳腺 |        | 女性乳腺 |       |
| 9  | 胰腺癌  | 2.62  | 癌    | 1.72   | 癌    | 1.65  |
| 10 | 骨癌   | 1.7   |      |        |      |       |
|    | 总计   | 134.8 | 总计   | 108.26 | 总计   | 83.65 |

资料来源：平安证券研究所

### ● 全球趋势：治疗性疫苗给治疗带来新的希望

癌症治疗现有的放化疗、手术治疗效果极为有限。2005 年以来，全球重磅炸弹级 10 大药物中，以治疗癌症为主的单抗药物占 4 位。单抗药物虽然特异性高，但目前还只能治疗部分肿瘤（如特定类型的大肠癌、淋巴瘤和急性白血病）。

图表11 全球重磅炸弹级10大药物

| 排名 | 商品名      | 销售额(nm\$) | 药品名          |
|----|----------|-----------|--------------|
| 1  | Liptor   | 12,535    | 阿托伐他丁        |
| 2  | Plavix   | 9,801     | 氯吡格雷         |
| 3  | Advair   | 7,794     | 氟替卡松丙酸酯+沙美特罗 |
| 4  | Remicade | 7,151     | 英利昔单抗        |
| 5  | Enbrel   | 6,636     | 依那西普         |
| 6  | Diovan   | 6,013     | 缬沙坦+氢氯噻嗪     |
| 7  | Avastin  | 5,729     | 贝伐单抗         |
| 8  | Rituxan  | 5,605     | 利妥昔单抗        |
| 9  | Humira   | 5,561     | 阿达木单抗        |
| 10 | Seroquel | 5,126     | 喹硫平          |

资料来源：平安证券研究所

治疗性疫苗优点显著：特异性高、副作用小、疗程短、效果持久、无耐药性，将成为未来五年重磅炸弹产生的新领域。近年来，生物医药公司都将治疗性癌症疫苗视作为重点加以开发。目前被各国药物监管机构批准可用于临床的治疗性疫苗主要有：Melacine, Oncophage, OncoVax, M-Vax 和 Provenge 五种。癌症疫苗研发现状：1 种 FDA 新药，12 种进入临床 III 期，20 种进入临床 II 期，5 种进入临床 I 期。2010 年 4 月 Dendreon 公司的 Provenge 历经 10 年，获得了 FDA 批准的第一个肿瘤治疗性疫苗的新药证书。

图表12 全球已上市的治疗性疫苗

| 产品名       | 公司名                | 适用症         | 获得批文        |
|-----------|--------------------|-------------|-------------|
| Melacine  | Corixa             | 黑色素瘤        | 加拿大（1999）   |
| Oncophage | Antigenics         | 治疗肾脏癌症的辅助用药 | 俄罗斯、美国（孤儿药） |
| OncoVax   | Vical Incorporated | 直肠癌         | 瑞士、荷兰、美国审批中 |
| M-Vax     | AVAX               | 疗转移性黑色素瘤    | 瑞士，美国（孤儿药）  |

Provenge

Dendreon

晚期前列腺癌

美国新药

资料来源：平安证券研究所

### ● 国外可比公司 Dendreon——Provenge 成就高市值

2007 年 FDA 对产品安全性与有效性的承认股价出现大幅上涨，2009 年以来，随着业界普遍预期 Provenge 将获批，Dendreon 的股价也一路走高，2010 年 4 月 29 日 Provenge 正式获批，其股价在随后也一举突破 50 美元，总市值也超过 50 亿美元，虽然其三季度刚扭亏为盈。

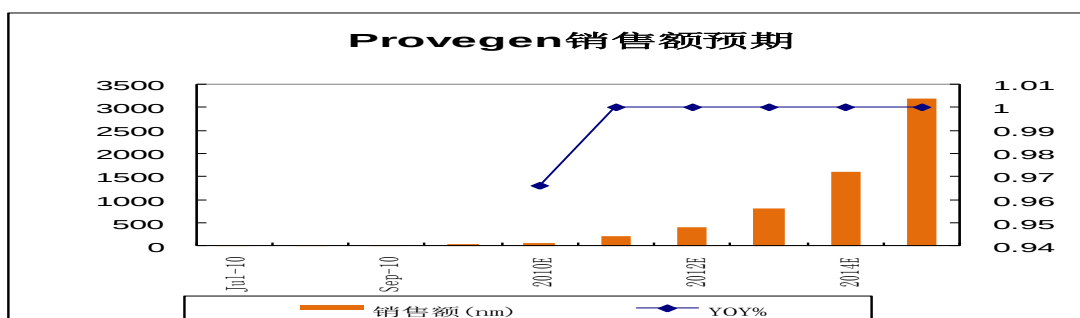
图表13 Dendreon股价走势图



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

Provenge 未来收入测算：产品上市销售情况喜人,7-10 月销售收入：5.2, 7.2, 7.8, 9.5nm\$,半年增速 96%，市场潜力巨大,极有可能成长成为 50 亿美金以上的新产品。

图表14 Provenge销售额预期



资料来源：平安证券研究所

## 三、主营业务分析

### 3.1 毛纺、服装和玩具

**图表15 毛纺、服装和玩具类控股公司**

| 服装               | 股权   | 毛纺类                | 股权   |
|------------------|------|--------------------|------|
| 上海海欣集团凯特莉服饰有限公司  | 100% | 上海海欣长毛绒有限公司        | 100% |
| 上海海昊服装有限公司       | 85%  | 南海海欣长毛绒有限公司        | 100% |
| 上海海欣集团依可贝尔服装有限公司 | 54%  | 上海海欣长毛绒服装面料有限公司    | 100% |
| 南京海欣丽宁服饰有限公司     | 53%  | HG（USA）CORPORATION | 100% |
|                  |      | 上海海欣立肯诺纺织科技发展有限公司  | 65%  |
| 玩具               | 股权   | 上海海天毛纺有限公司         | 65%  |
| 上海海欣玩具有限公司       | 100% | 保定海欣长毛绒有限公司        | 60%  |
| 苏州海欣玩具有限公司       | 65%  | 上海海欣化纤有限公司         | 58%  |
| 南京海欣玩具有限公司       | 60%  | 上海海欣天津毛织有限公司       | 55%  |
| 上海海欣天马玩具有限公司     | 51%  | 上海东华海欣纺织科技有限公司     | 50%  |
| 上海海利玩具有限公司       | 43%  |                    |      |
| 上海海燕玩具有限公司       | 34%  |                    |      |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

除医药外，纺织（包括服装）和玩具是公司主营业务。其中纺织的主要品种为面料、服装和纺纱，其中面料和服装对公司合计收入和毛利贡献超过50%（09年）。

**图表16 面料、服装和纺纱收入和毛利占比（2009）**

|    | 收入占比  | 毛利占比  |
|----|-------|-------|
| 面料 | 38.1% | 22.5% |
| 服装 | 19.3% | 26.0% |
| 纺纱 | 5.9%  | 3.6%  |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

受到金融危机、行业竞争等原因影响,公司的毛纺、服装和玩具业务一直处于亏损或微利状态。

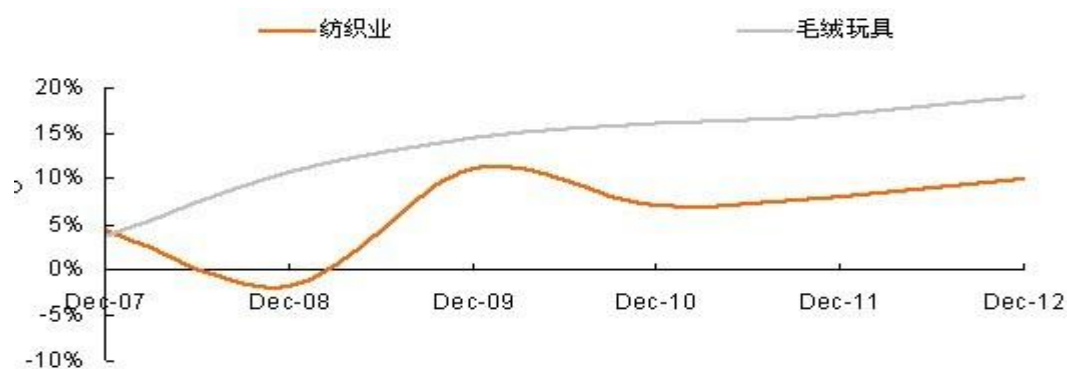
**图表17 公司毛纺玩具的改善措施**

| 措施                               | 备注                      |
|----------------------------------|-------------------------|
| 调整上海海欣长毛绒有限公司                    | -                       |
| 上海海黄时装有限公司停产清算                   | 公司持股 41%                |
| 上海海燕玩具有限公司股权置换                   | 公司持股 33.38%             |
| 上海海欣化纤有限公司停产清算                   | 公司持股 58%                |
| 上海海欣天津毛织有限公司停产清算                 | 公司持股 55%                |
| 上海海昊服装有限公司停产清算                   | 公司持股 85%                |
| 上海海欣集团凯特莉服饰有限公司停产清算              | 公司全资子公司                 |
| 转让上海海欣集团服装有限公司 91% 股权            | 收益 4136 万元              |
| 设立保定海欣长毛绒有限公司                    | 压缩和转移上海本部长毛绒生产基地，向中西部转移 |
| 停止苏州海欣玩具有限公司的生产                  | 由生产型企业转变成以接单外发为主的工贸型公司  |
| 上海海欣天津毛织公司设备转移到江苏泗阳              | 降低生产成本，腾出上海土地厂房另谋发展。    |
| 海欣美国 Glenoit Fabrics (HG) 公司实施停产 | 厂房、土地等资产出租              |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

经过公司经过一些列措施的改善，我们预测公司的主营将不断改善。而事实上，纺织和玩具的毛利率也在不断回升。

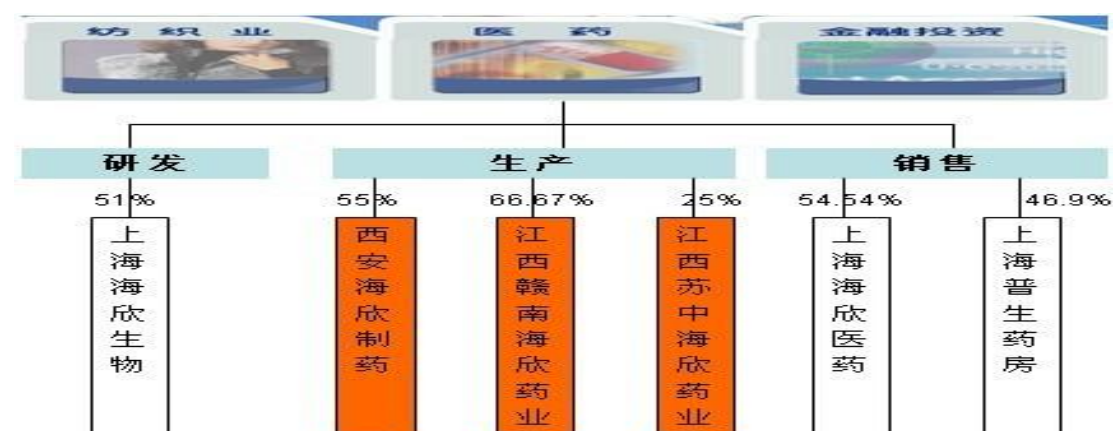
图表18 纺织、玩具毛利率不断回升



资料来源：平安证券研究所

### 3.2 其他医药主业

图表19 控股医药子公司示意图



资料来源：平安证券研究所

公司医药板块 09 年已实现扭亏。由于公司医药工业主要以制造普药为主，因此毛利率维持在 16% 的水平。除了开发海欣的 APDC 外，公司通过三个方面的措施来改善医药的盈利水平。

图表20 医药子公司2007-2009年净利润（百万）

|                | 2007  | 2008  | 2009 |
|----------------|-------|-------|------|
| 西安海欣制药有限公司     | -9.0  | -     | -4.4 |
| 江西赣南海欣药业股份有限公司 | -43.3 | -10.5 | 1.0  |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### 1、引进战略投资者

公司控股 66.67%的江西赣南海欣药业股份有限公司积极引进了战略投资者，通过股权多元化以改进公司治理结构等目的，09 年已实现扭亏。

## 2、研发高毛利的独家品种

公司调整了西安海欣制药有限公司的经营团队，结合合作伙伴陕药集团的优势，在原料药、普药生产开发。西安海欣于 2008 年通过了国家和省级主管部门的 GMP 认证，其产品“口腔溃疡含片”已完成申报国家中药保护品种前的临床实验，并已进入申报程序。

## 3、重组医药资产，实现资源互补。

08 年 10 月，公司将持有的江苏苏中海欣制药有限公司 65%股权转让给公司持有 25%股份的江苏苏中药业集团股份有限公司，并在 09 年产生明显成效。苏中药业 09 年实现利润近 2,800 万元，同比增幅达 180%。

# 四、盈利预测和评级

## 4.1 盈利预测表

图表21 盈利预测表（百万）

| 报表类型          | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入        | 1,183.8 | 1,178.3 | 1,246.2 | 1,356.2 |
| 同比            | -       | -0.46%  | 5.76%   | 8.83%   |
| 二、营业总成本       | 1,289.2 | 1,303.1 | 1,357.1 | 1,446.8 |
| 营业成本          | 998.9   | 1,008.1 | 1,052.4 | 1,120.4 |
|               | -       | 0.92%   | 4.39%   | 6.46%   |
| 营业税金及附加       | 3.5     | 3.5     | 3.7     | 4.0     |
| 营业税率          | 0.30%   | 0.30%   | 0.30%   | 0.30%   |
| 销售费用          | 71.5    | 71.1    | 75.2    | 81.9    |
| 销售费用率         | 6.04%   | 6.04%   | 6.04%   | 6.04%   |
| 管理费用          | 143.6   | 142.9   | 151.1   | 164.5   |
| 管理费用率         | 14.14%  | 12.13%  | 12.13%  | 12.13%  |
| 财务费用          | 47.3    | 51.8    | 49.5    | 50.6    |
| 投资净收益         | 97.6    | 152.8   | 168.0   | 176.4   |
| 五、利润总额        | 9.3     | 33.4    | 68.4    | 94.2    |
| 减：所得税         | 8.2     | 5.0     | 6.6     | 5.8     |
| 六、净利润         | 1.1     | 28.3    | 61.8    | 88.4    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 7.4     | 27.3    | 60.7    | 87.2    |
| 七、每股收益：(元)    | 0.01    | 0.02    | 0.05    | 0.07    |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 4.2 估值和投资评级

由于实现收益的时间较长，我们认为投资海欣股份在收益和风险匹配程度上类似于风险投资。因此我们采用更为合理的市值法。

图表22 市值估值法（亿元）

| APDC 估值              | 谨慎        | 中性        | 乐观        |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 51%海欣生物对应净利润（2025 年） | 7.65      | 12.24     | 15.30     |
| PE                   | 30        | 30        | 30        |
| APDC 的合理市值           | 72        | 115       | 144       |
| <b>金融股权估值</b>        | <b>23</b> |           |           |
| 长江证券目前市值             | 239       |           |           |
| 8%股权对应市值             | 19        |           |           |
| 长信基金估值               | 12        |           |           |
| 34%股权对应估值            | 4         |           |           |
| <b>地产估值</b>          | <b>15</b> |           |           |
| 公司地产业务估值             | 15        |           |           |
| <b>其他医药业务估值</b>      | <b>20</b> |           |           |
| 医药收入                 | 4         |           |           |
| 给予 5 倍的 PS           | 20        |           |           |
| <b>负债估值</b>          | <b>-7</b> |           |           |
| 总负债                  | 7         |           |           |
| <b>海欣股份估值</b>        | <b>谨慎</b> | <b>中性</b> | <b>乐观</b> |
| 合理市值                 | 123       | 166       | 195       |
| 目前市值                 | 80        |           |           |
| 价值低估                 | 54%       | 108%      | 144%      |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们在仅考虑公司医药、金融股权和地产估值情况下，加上 APDC 谨慎、中性、和乐观三种情况下的估值，公司当前合理市值分别为 123、166 和 195 亿元。而目前公司市值约为 80 亿元，对应谨慎假设情景，股价仍然低估 50%，因此我们给予“推荐”评级。

我们继续关注公司三期临床申请进度，如公司顺利拿到三期临床批文，将上调评级至“强烈推荐”。

## 五、风险分析

### 5.1 三期临床审批结果带来的风险

由于 APDC 采用一对一疗法，为三期临床批准成新药带来一定障碍，因此 APDC 以新药名义获得三期临床审批需要的时间较长，同时也有被药监局和卫生部审批为诊疗技术的风险。

### 5.2 是否足够有效的风险

在研药物未来的盈利预测都是建立在药品疗效确切的前提假设之下。而目前 APDC 仅完成二期临床，更为具体疗效评估有待三期临床确认。

### 5.3 同类产品竞争风险

从目前了解的情况来看,国内尚无具有相似机理的生物制药进入新药临床审批程序。如果 APDC 三期临床审批的时间过长,随着时间的推移,不排除出现竞争性产品或机构的风险。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257