

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：

刘晓明 S0020109021253

电 话：0755-25832790

邮 件：liuxiaoming@fcsc.cn

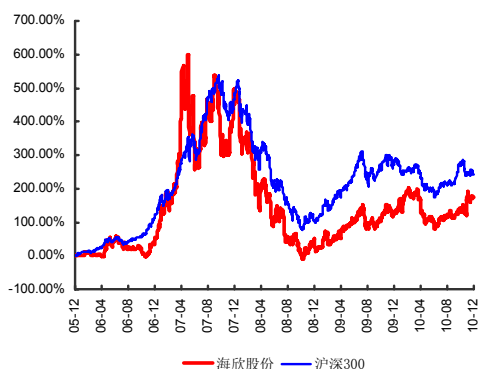
#### 交易数据

52 周内股价区间（元）	4.45-7.88
总市值（百万元）	8449.40
流通股本（百万股）	738.21
流通股比率（%）	61.2%

#### 资产负债表摘要(06/09)

股东权益	2933.08
每股净资产	2.43
市净率	2.88
资产负债率	32.7%

#### 公司与沪深 300 指数比较



#### 相关报告

## 海欣股份（600851）

### ——投资未来，让子弹飞一会儿

#### 摘要：

- **纺织龙头华丽转身，重点布局朝阳型生物医药产业。**海欣股份曾是世界上投资规模最大的毛绒产品生产联合企业。近几年，公司大力整合医药产业，斥巨资 2 亿元组建了海欣生物技术和西安华昊精英药业公司，收购了西安、苏中和赣南海欣药业生产企业，公司 2010 年半年报显示，医药收入已经占到公司主营业务收入的 41.78%。
- **子公司海欣生物重磅级抗癌在研产品已现端倪。**公司控股子公司海欣生物技术与上海第二军医大学合作研发的“抗原致敏的人树突状细胞”（APDC），是我国首个自主研发的获得国家食品药品监督管理局（SFDA）正式批准的、针对晚期大肠癌的 APDC 治疗性疫苗。二期临床显示作用良好，目前正在等待三期临床批文。
- **美国同类产品获 FDA 批准，极大增强海欣此项目获批预期。**2010 年 4 月，Dendreon 公司获得了 FDA 关于其治疗性肿瘤疫苗产品 Provenge(sipuleucel-T) 的上市批准。Provenge(sipuleucel-T) 成了全球第一个树突型治疗性抗肿瘤疫苗。海欣股份紧随其后，ADPC 的 II 期临床早已完成，公司在 09 年 1 月就第一次提交了 III 期临床的申请，并陆续提交了补充材料。考虑到 SFDA 拖延批准有可能是对此类方法成熟度的考虑，Provenge(sipuleucel-T) 的获批无疑打消了这一顾虑，我们认为公司 III 期临床在明年得到批复是大概率事件。
- **永旭型金融产业成为公司第二大成长亮点。**公司投资长江证券 2.3 亿元，持有上市后的长江证券(000783)1.34 亿股，占其总股本的 8.01%，为其第三大股东，是持有长江证券股权比例最大的上市公司。公司还参股长信基金管理公司 34.33% 股权，而长信基金又拥有多只开放式基金，因此预计公司投资收益将一直保持较高的水平。
- **给予公司“强烈推荐”的投资评级。**对公司 2010-2012 年主营业务的 EPS 预测分别为 0.0230、0.0317、0.0408 元。预计治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞”在 2015 年药物上市时，给海欣股份带来的每股净现值为 37.10 元。我们认为公司 III 期临床在明年得到批复是大概率事件，因此我们给予公司“强烈推荐”的投资评级，我们会密切关注公司产品申请进度并及时的做出相关报告。



## 投资要件

### 关键假设

- 癌症治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞” III 期临床在明年得到批复是大概率事件
- 未来顺利通过临床试验在 2015 年上市。

### 核心投资逻辑

- 子公司海欣生物在研重磅级治疗性癌症疫苗，**世界第二，中国第一。!** 2010 年 4 月底，FDA 批准了第一个以人树突状细胞（DC）为基础的肿瘤疫苗—Provenge (sipuleucel-T) 的上市申请，这种新药治疗初期前列腺癌男肿瘤抗原疫苗性病人。海欣生物在研的是国内第一个人数突细胞的药品，而且目前 II 期临床已经做完，等待拿到 II 期的批复。
- 海欣生物治疗性肿瘤疫苗的核心团队主导人**曹雪涛院士**，免疫学专家。中国工程院院士。现任第二军医大学副校长、第二军医大学免疫学研究所所长、博导。国家杰出青年科学基金获得者，“长江计划”特聘教授、国家 973 免疫学项目首席科学家、“十五” 863 计划生物技术与现代农业领域专家。国家免疫学重点学科带头人，国家杰出青年科学基金获得者，国家 973 免疫学项目首席科学家，“十五” 863 计划生物技术与现代农业领域专家，任中国免疫学会肿瘤免疫与生物治疗专业委员会主任委员、中国青年科协副主席。我们认为曹院士是我国免疫学的泰斗，中国如果有免疫学的创新药研制出来，就一定是会曹院士的实验室诞生。我们对该团队充满信心，认为这个项目在曹院士的带领下一定会成功。
- Provenge 成就高市值：作为最具有代表性的治疗性疫苗研发企业，自 2003 年 Provenge 开始 III 期临床试验以来，市场一直对其上市进展给予高度关注，公司股价变化也与 Provenge 的研发进程高度相关，从 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，**而迄今为止 Dendreon 公司仍然亏损。**

### 股价上涨的催化因素

- 近期就是三期临床审批得到批复。
- 三期临床开始进行，陆续的临床试验均表现良好。
- 未来产品上市会直接贡献可观的利润。

### 投资风险

- 三期临床过程中出现严重不良反应，可能导致临床研究终止，产品上市终止。
- 产品未来完成临床上市后，如果公司批量生产跟不上，或者销售管理能力不足，可能导致药品销售低于预期。



## 目 录

第一部分 公司基本情况	6
1.1 纺织龙头华丽转身，重点布局医药产业。	6
1.1.1 公司主营业务	6
1.1.2 组建生物医药公司	6
1.2 公司股权关系	7
1.3 公司主要子公司	7
第二部分 抗肿瘤药物发展现状	9
2.1 恶性肿瘤概述	9
2.2 抗肿瘤药物概述	10
2.4 结直肠癌价值测算	13
2.5 治疗性癌症疫苗是国外治疗性疫苗发展重点	13
2.6 治疗性疫苗目前面临问题	14
第三部分 海欣药业在研项目“抗原致敏的人树突状细胞”分析	15
3.1 “抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”项目背景介绍	15
3.2 “抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”项目主导团队介绍	15
3.3 本项目优点	17
3.3.1 目前国内外最先进的肿瘤治疗技术	17
3.3.2 治疗效果确切，有效率高	17
3.3.3 具有极强的特异性	18
3.3.4 无毒副作用	18
3.3.5 本疗法几乎可以应用于所有的肿瘤患者	18
3.3.6 对原发性肿瘤、转移性肿瘤均有明显的疗效	18
3.4 此项目临床发展前景	18
3.5 此项目的重大意义	19
3.6 国外同类产品分析	20
第四部分 纺织、长毛绒玩具业务调整工作正在推进	21
第五部分 医药产业正在成为公司重要利润的增长点之一	23
5.1 西安海欣简介	23



5.2 江西赣南海欣简介 .....	24
5.3 上海海欣生物技术简介 .....	24
5.3.1 抗原致敏树突状细胞（Antigen Pulsed Human Dendritic Cells）项目 .....	25
5.3.2 乳腺癌治疗疫苗HER2 mRNA致敏的树突状细胞（HER2PDC） .....	25
5.3.3 乙肝治疗项目 .....	25
5.3.4 艾滋病治疗项目 .....	26
第六部分 投资未来也是忠于现实 .....	27
6.1 美国DENDREON CORPORATION——前列腺癌疫苗PROVENGE .....	27
6.2 重庆啤酒——治疗性乙肝疫苗 .....	29
第七部分 公司价值探讨 .....	30
6.1 治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞”价值分析 .....	30
6.2 金融板块投资收益 .....	31
6.3 房地产 .....	31
6.4 估值 .....	31
第七部分 风险提示 .....	33



## 图表目录

图表 1 公司股权关系图.....	7
图表 2 世界癌症发病和死亡预测.....	9
图表 3 中国地区癌症发病和死亡预测.....	9
图表 4 2006 年在研抗肿瘤药情况 .....	11
图表 5 全球医药市场销售情况.....	11
图表 6 全球抗肿瘤药市场增速.....	11
图表 7 07 年全球各药品治疗类别市场规模和增长率 .....	12
图表 8 2008H 全球各药品治疗类别市场规模和增长率.....	12
图表 9 2003-2008 年国内抗肿瘤市场销售及增长情况 .....	12
图表 10 抗肿瘤药物分类图.....	17
图表 11 “抗原致敏的人树突状细胞 ( APDC )” 作用简图 .....	17
图表 12 我国大肠癌发病情况.....	19
图表 13 我国恶性肿瘤发病率.....	19
图表 14 2008 年各类型癌症相对市场份额 .....	19
图表 15 纺织业和长毛绒玩具业务开始调整.....	21
图表 16 近几年纺织业长毛绒业务收入逐年下降.....	23
图表 17 近几年纺织业长毛绒业务收入占总收入的比例逐年下降.....	23
图表 18 美国 Dendreon Corporation ( 股票代码: DNDN ) 股价走势图——纳斯达克上市 .....	27
图表 19 重庆啤酒 ( 股票代码: 600132 ) 股价走势图——上交所上市 .....	29

## 表格目录

表格 1 通过设立或投资等方式取得的子公司 .....	7
表格 2 目前被各国药物监管机构批准可用于临床的治疗性疫苗 .....	13
表格 3 治疗性疫苗目前面临的问题.....	14
表格 4 第六届教育部科学技术委员会名单.....	16
表格 5 公司历史分红率较高.....	22
表格 6 美国 Dendreon Corporation 的重大事件列举 .....	28
表格 7 重庆啤酒重大事件列举.....	29
表格 8 对“抗原致敏的人树突状细胞”上市后贡献 EPS 的敏感性分析 .....	30
表格 9 治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞”收益测算.....	31
表格 10 长江证券盈利预测.....	31
表格 11 可供出售金融资产长江证券投资收益预测 .....	32
表格 17 西安海欣制药有限公司现有片剂产品 .....	34
表格 18 西安海欣制药有限公司现有胶囊产品 .....	34
表格 19 西安海欣制药有限公司现有大输液产品 .....	34
表格 20 西安海欣制药有限公司现有冻干粉针剂产品 .....	35
表格 21 江西赣南海欣药业股份有限公司现有大容量注射剂产品 .....	35
表格 22 江西赣南海欣药业股份有限公司现有小容量注射剂产品 .....	35
表格 23 江西赣南海欣药业股份有限公司现有冻干粉针剂产品 .....	36
表格 24 江西赣南海欣药业股份有限公司现有口服溶液剂产品 .....	36
表格 25 江西赣南海欣药业股份有限公司现有颗粒剂产品 .....	37
表格 26 江西赣南海欣药业股份有限公司现有其他产品 .....	37



## 第一部分 公司基本情况

### 1.1 纺织龙头华丽转身，重点布局医药产业。

#### 1.1.1 公司主营业务

海欣股份以生产经营长毛绒产品为主，是世界上投资规模最大的毛绒产品生产联合企业，同时公司也组建了两家生物医药研发公司，投资设立三家医药生产企业，形成集研发、生产和销售三位一体的医药产业。公司大力整合医药产业，斥巨资 2 亿元组建了海欣生物技术和西安华昊精英药业有限公司，设立了西安、苏中和赣南海欣药业生产企业，从公司半年报看，医药收入已经占到公司主营业务收入的 41.78%。

#### 1.1.2 组建生物医药公司

医药产业正在成为公司重要利润的增长点之一。医药业务已占到了总体比例的 30%。年报显示公司医药业务毛利率达到 16.67%。该公司自主研发的抗肿瘤国家一类新药等待将拿到三期临床批文。临床三期实验主要是观察药品的有效性和毒副作用，一般来说能拿到三期临床批文的药物，三期临床做好基本上就能上市。肠癌药物市场广大，光是几个主要国家的抗大肠癌药物市场容量就在 17 亿美元以上，而且估计抗癌药物的利润率能达到 80% 以上。

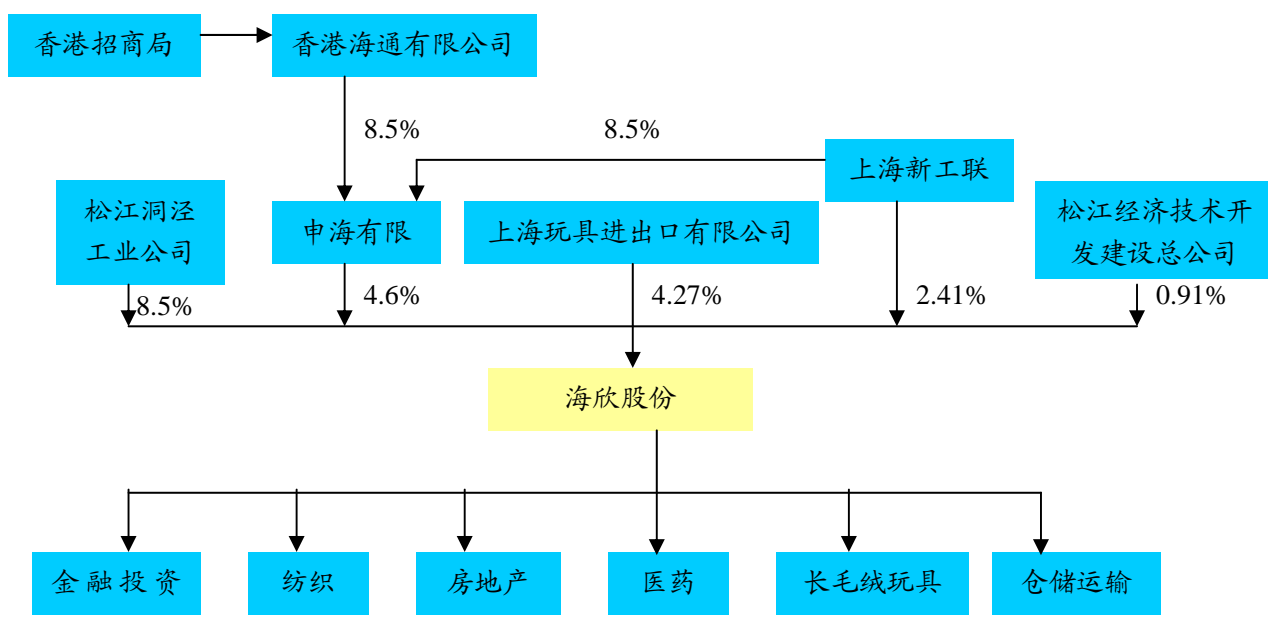
公司控股子公司海欣生物技术与上海第二军医大学合作研发的“抗原致敏的人树突状细胞”（APDC），可用于治疗直肠癌，是我国首个自主研发的获得国家食品药品监督管理局（SFDA）正式批准的、针对晚期大肠癌的 APDC 治疗性疫苗。2009 年开展三期临床试验上报，今年年初又补充了一些材料，目前等待拿到三期临床试验的批文。





## 1.2 公司股权关系

图表 1 公司股权关系图



资料来源：公司年报、第一创业证券整理

## 1.3 公司主要子公司

表格 1 通过设立或投资等方式取得的子公司

序号	名称	类型	注册地	业务性质	注册资本	经营范围	持股比例	表决权比例
1	上海海欣长毛绒有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD1,500	制造毛纺制品	100%	100%
2	上海海欣立肯诺纺织科技发展有限公司	有限公司	中国上海	制造业	RMB500	纺织化纤等科技开发	65%	65%
3	上海海欣化纤有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD1,300	制造化学纤维	58%	58%
4	上海海天毛纺有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD550	制造毛纺制品	65%	65%
5	上海海欣物流有限公司	有限公司	中国上海	制造业	USD500	储运、管理	100%	100%
6	上海海欣进出口有限公司	中外合资	中国上海	贸易	USD50	进出口业务	100%	100%
7	上海海欣天马玩具有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD40	制造毛绒玩具	51%	51%
8	上海海欣建设发展有限公司	有限公司	中国上海	房地产	RMB2,000	城市综合开发、房地产开发	100%	100%
9	上海海欣禹嘉贸易有限公司	有限公司	中国上海	贸易	RMB500	销售、进出口服装、纺织品等	60%	60%
10	西安海欣制药有限公司	中外合资	中国西安	制造业	USD1,500	中西药品开发、生产、销售	55%	55%
11	陕西海欣庆华医药化工有限公司	有限公司	中国西安	制造业	RMB425	研制、生产和销售化工制品	38.82%	70.59%
12	上海海欣资产管理有限公司	有限公司	中国上海	投资	RMB9,000	产业投资、资产受托	100%	100%



司						管理等		
13	西安华昊精英药业高科技有限公司	有限公司	中国西安	生物技术	RMB800	生物技术及基因工程等的开发研究	55%	55%
14	上海海欣生物技术有限公司	有限公司	中国上海	生物技术	RMB3,000	研究、开发生物技术和生物制品	51%	51%
15	南海海欣长毛线有限公司	中外合资	中国南海	制造业	USD1,200	制造毛纺制品	100%	100%
16	上海海欣(香港)国际投资有限公司	海外公司	中国香港	投资	HKD1,600	投资	100%	100%
17	HG (USA) CORPORATION	海外公司	美国	制造业	USD0.0002	销售各类服装面料	100%	100%
18	ECOPEL (HX) COMPANY LIMITED	海外公司	中国香港	贸易	HKD1	贸易	50%	50%
19	HG RESOURCES INC	海外公司	美国	贸易	USD10	产业投资、贸易	100%	100%
20	上海东华海欣纺织科技有限公司	有限公司	中国上海	制造业	RMB2,000	纺织化纤等科技开发	50%	50%
21	上海海利玩具有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD180	制造毛绒玩具	43%	43%
22	江西赣南海欣药业股份有限公司	有限公司	中国赣州	制造业	RMB6,000	药品的自产自销	66.67%	66.67%
23	上海海昊服装有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD100	设计、生产各类中高档服装	85%	85%
24	上海海欣长毛线服装面料有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD1,000	生产各类服装面料	100%	100%
25	苏州海欣玩具有限公司	中外合资	中国苏州	制造业	USD160	制造毛绒玩具	65%	65%
26	南京海欣丽宁服饰有限公司	中外合资	中国南京	制造业	USD800	生产各类织物面料的服装	53%	53%
27	上海海欣物业管理有限公司	有限公司	中国上海	房地产	RMB300	物业管理	100%	100%
28	上海海欣玩具有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD500	制造毛绒玩具	100%	100%
29	上海海欣集团凯特莉服饰有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD50	生产各类服装	100%	100%
30	上海海欣集团依可贝尔服装有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD320	生产各类织物面料的服装	53.5%	65%
31	上海海欣(香港)国际贸易有限公司	海外公司	中国香港	贸易	HKD1,600	投资贸易	100%	100%
32	上海海欣大津毛织有限公司	中外合资	中国上海	制造业	USD1,500	制造毛纺制品	55%	55%
33	南京海欣玩具有限公司	中外合资	中国南京	制造业	USD40	制造毛绒玩具	60%	60%
34	保定海欣长毛线有限公司	有限公司	中国保定	制造业	RMB5,000	生产各类服装面料	60%	60%
35	上海海欣医药有限公司	有限公司	中国上海	贸易	RMB1,100	销售生物制品、医疗器械等	54.54%	54.54%
36	上海普生药房有限公司	有限公司	中国上海	贸易	RMB50	销售药品	46.90%	86%
37	南京海欣丽宁长毛线有限公司	中外合资	中国南京	制造业	USD1200	生产高仿真纤维织物面料	53%	53%

资料来源：公司年报、第一创业证券整理





## 第二部分 抗肿瘤药物发展现状

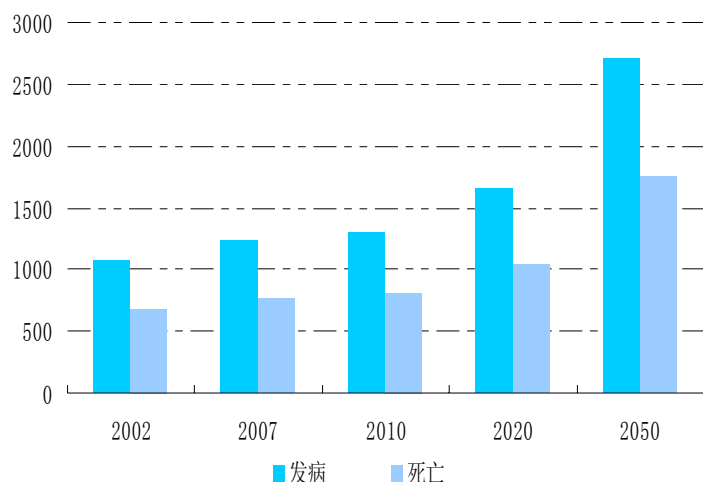
### 2.1 恶性肿瘤概述

恶性肿瘤（Tumor）是机体在各种致癌因素作用下，局部组织的某一个细胞在基因水平上失去对其生长的正常调控，导致其克隆性异常增生而形成的新生物。具有局部浸润和远处转移是恶性肿瘤最重要的特点，并且是恶性肿瘤致人死亡的主要原因。

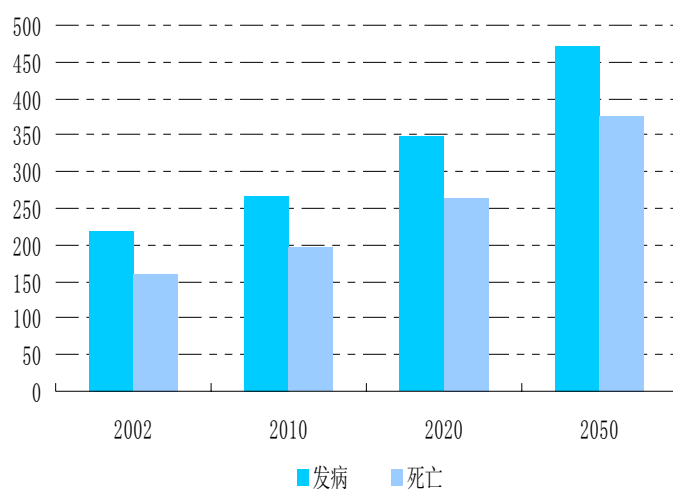
恶性肿瘤是威胁人类生命健康的头号杀手。卫生部门 07 年数据显示，无论是在城市或农村，恶性肿瘤已经超过了心脑血管疾病，成为居民的第一大杀手。其占总死因的百分率已从 70 年代的 12.6% 上升至 07 年的 26.7%。同时《恶性肿瘤流行趋势分析及预防研究》报道指出，截止 07 年，恶性肿瘤总的发病率 20 年间上升了 50%。且随着人口老龄化，居住环境不断恶化，工作压力过大等一系列问题，恶性肿瘤患病率与死亡率有逐渐上升的趋势，已成为威胁人类健康的头号杀手。

据《东亚地区癌症负担和预防策略》报道，2002 年全球恶性肿瘤发病 1087 万人，死亡 673 万人，预计 2010 年达到 1303 万人，死亡 809 万人，患病增长率 20%，死亡增长率 20.2%。预计 2050 年全球肿瘤患者达到 2702 万人，年死亡 1750 万人。同时，中国地区 2002 年恶性肿瘤发病 219 万人，死亡 160 万人，预计 2010 年达到 268 万人，死亡 197 万人，患病增长率 22.3%，死亡增长率 23.1%。2050 年中国地区肿瘤患者达到 472 万人，年死亡 377 万人。

图表 2 世界癌症发病和死亡预测



图表 3 中国地区癌症发病和死亡预测



资料来源：《东亚地区癌症负担和预防策略》、第一创业证券整理



## 2.2 抗肿瘤药物概述

抗肿瘤药物研究已成为药品研究领域关注的焦点。2006 年底数据显示,全球在研药物 5027 个中,抗肿瘤药以 970 个位列数目第 1。现阶段抗肿瘤药的研究主要集中在:

- 靶向疗法
- 化学疗法
- 激素疗法
- 免疫疗法

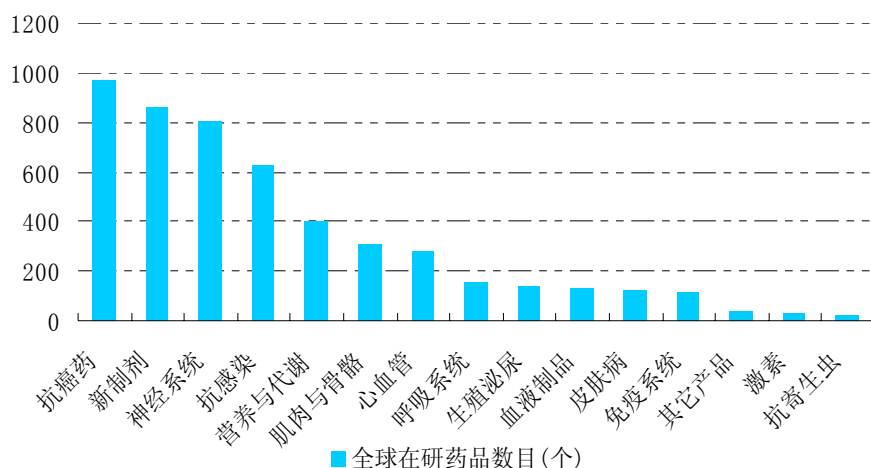
免疫疗法是利用免疫系统来治疗疾病的一种概念。肿瘤疫苗是免疫疗法的一类,根据肿瘤疫苗的具体用途,又可将其分为两种:一种是预防性疫苗,如用与某些特殊肿瘤发生相关的基因制备疫苗,接种于具有遗传易感性的健康人群,进而控制肿瘤的发生。近几年来,颇受关注的宫颈癌疫苗就是预防性肿瘤疫苗的重大突破。2005 年,默沙东宫颈癌疫苗 Gardasil 正式上市,一经上市销售额便很快突破 10 亿美元,成为新一代重磅药。紧接着,葛兰素史克的宫颈癌疫苗 Cervarix 也完成上市。2008 年, Cervarix 的销售额增长到 1.25 亿英镑(合 1.813 亿美元), Gardasil 也为默沙东创造了 14 亿美元的销售额。专家预测,此药的市场空间在 40 亿美元。

另一种是治疗性疫苗,它以肿瘤相关抗原为基础,在体外得到肿瘤疫苗,再将其输回体内,产生主动免疫,从而诱导 T 淋巴细胞或其他免疫系统成分,主动识别并有效杀死恶性肿瘤细胞的一种肿瘤治疗性药物。仅 2005 年至今,全世界共有 10 多个肿瘤治疗疫苗处于临床研究阶段。肿瘤治疗疫苗又根据作用原理不同分为 4 种,以树突状细胞(DC)为基础的肿瘤疫苗、核酸疫苗、肿瘤抗原疫苗、肿瘤细胞疫苗。这些药品大多处于 II 期研究,而最近以 DC 为基础的肿瘤疫苗有了突破性进展。2010 年 4 月底, FDA 批准以 DC 为基础的肿瘤疫苗—Provenge (sipuleucel-T)上市申请,这种新药将被用于治疗前列腺癌初期患者。

对于肿瘤疫苗的研究已经有 100 多年的历史。虽然现阶段临床作用还比较有限,但是随着分子生物学和肿瘤基础药理飞速发展,近几年来已有了几个重大性的研究突破。同时,专家预测肿瘤疫苗由于其作用靶向性并且对细胞毒性较低,未来将会成为治疗和预防肿瘤疾病的研究焦点。



图表 4 2006 年在研抗肿瘤药情况



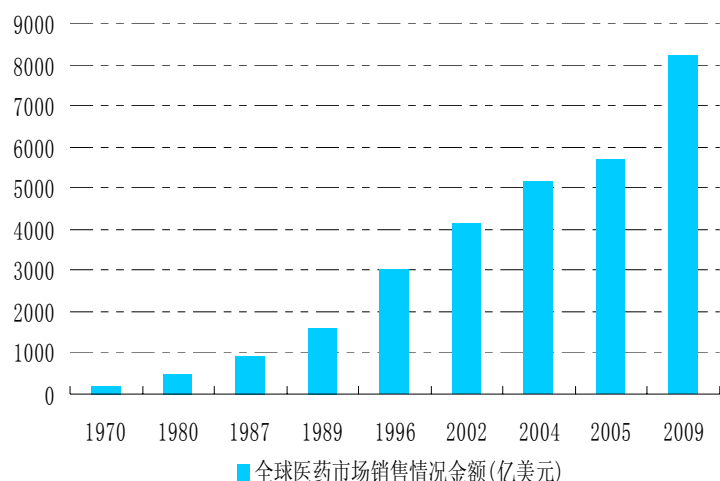
资料来源：上海医工院、第一创业证券整理

## 2.3 抗肿瘤药物是份额最大，增速最快的药物类别

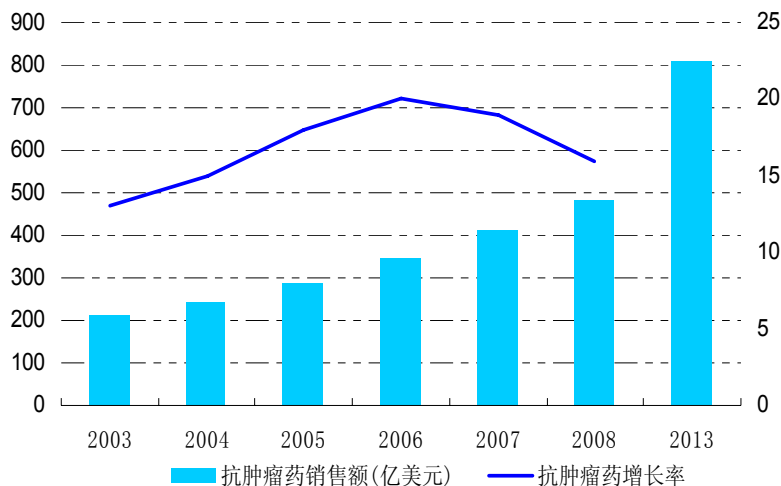
全球医药市场整体快速增长，抗肿瘤药物是份额最大，增速最快的药物类别。2002 年以单抗类产品为代表的生物技术类抗癌药上市，全球医药产业步入了另一次快速增长时期。2009 年全球医药市场将以 4.5-5.5% 的增速增长，整体规模达到 8200 亿美元。

自 90 年代初至今抗肿瘤药销售额的年增长率始终保持在 2 位数，平均年复合增长率 12.5%，大大高于其它药物平均 7% 的增长率。据 IMS 统计数据显示，2004-2007 年在总体药品市场增速放缓的情况下，抗肿瘤药依旧保持着年 20% 的高速增长，预测 2012 年市场规模将达到 800 亿美元。在 2007 年，抗肿瘤类药物以年 414 亿美元的销售收入，19.7% 的市场增速成为市场份额占据最大，最有增长潜力的药物类别。

图表 5 全球医药市场销售情况



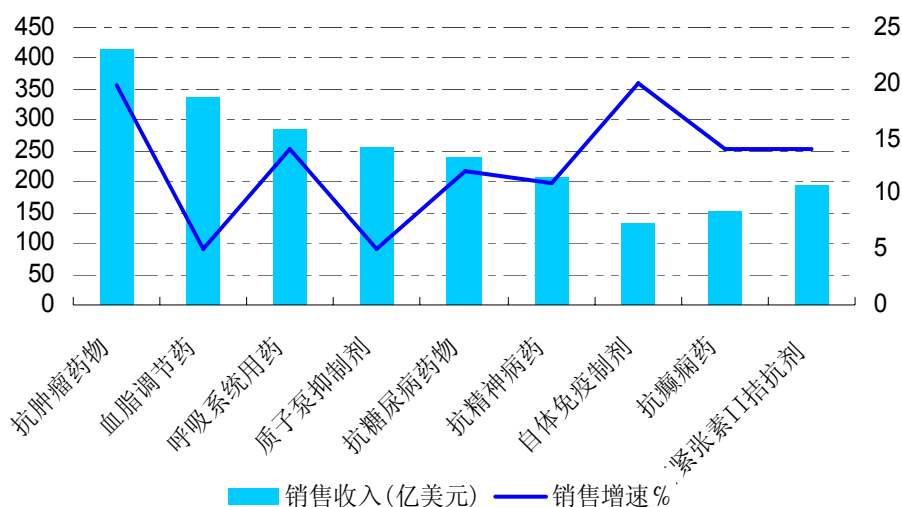
图表 6 全球抗肿瘤药市场增速





资料来源：IMS、第一创业证券整理

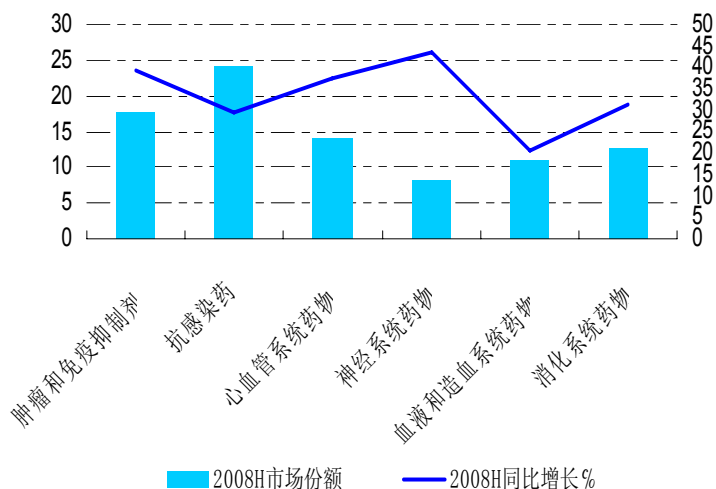
图表 7 07 年全球各药品治疗类别市场规模和增长率



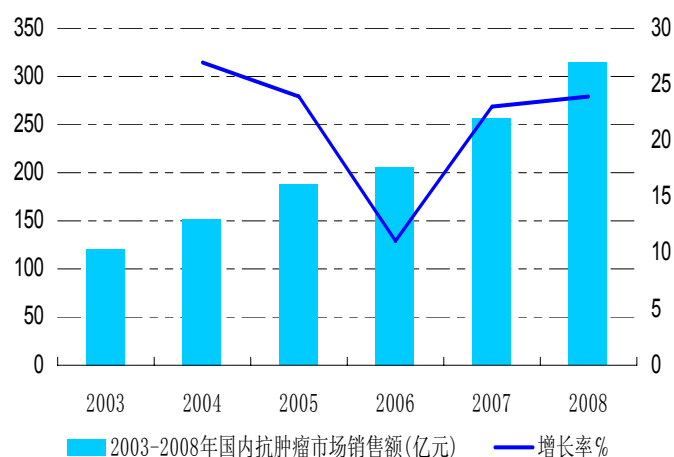
资料来源：IMS、第一创业证券整理

国内抗肿瘤药物近几年市场增长强劲，尤其 2003-2005 年，复合增长率达到 24.5%。由于受到国家治理商业贿赂等政策影响，2006 年仅增长了 11%。2007 年恢复快速增长的态势，年复合增长率为 20.5%，2008 年销售总额达到 315 亿元。同时，根据全国十六个重点城市样本医院用药数据库统计，2008 年全国抗肿瘤药物销售额达到 58.45 亿元，比 2007 年猛增 67%，而 2003~2008 年，抗肿瘤药物年均复合增长率亦达到了 42.7%。在医院用药排名中，已从 2002 年的第 4 位跃升至 2008 年上半年的第 2 位。

图表 8 2008H 全球各药品治疗类别市场规模和增长率



图表 9 2003-2008 年国内抗肿瘤市场销售及增长情况



资料来源：SFDA 南方经济所、第一创业证券整理



## 2.4 结直肠癌价值测算

2008 年,抗肿瘤药品销售达到 315 亿。其中 2003-2005 年,复合增长率达到 24.5%。由于受到国家治理商业贿赂等政策影响,2006 年仅增长了 11%。2007 年恢复快速增长的态势,年复合增长率为 20.5%。预估 2008 年-2014 年抗肿瘤药物国内市场年复合增长率为 20%。则:

$$S_{2014E} = (1.2)^6 \times S_{2008} = 1255 \text{ 亿元}$$

2008 年结直肠癌销售占总抗肿瘤药约 12.73%,又知道恶性肿瘤患者国内年增长约 22%,且结直肠癌患者年增长率约为 4%。

假设结直肠癌药品销售与患者数量成正比。设 2008 年肿瘤总患者人数为 100 人,按照年增长 22%计算,2014 年肿瘤总患者总数为 303.6。设 2008 年结直肠癌患者总数为 12.73 人,按照年增长 4%计算,2014 年结直肠癌患者总数为 16.44。保守估计 2014 年结直肠癌患者在总肿瘤人数中占比 5.4%。估计出 2014 年结直肠癌的市场约为 1255 亿\*5.4%=67.9 亿。

生物制药类公司的股价往往波动很大,股价上涨决定因素是这类公司的新药有没有被 FDA(美国食品与药物管理局)/SFDA(中国国家食品药品监督管理局通过),产品的市场前景如何,从纳斯达克上市的 Dendreon Corporation 和 A 股上市的重庆啤酒的例子中可看出,这类公司的股价与审批和临床进程的密切关系。

## 2.5 治疗性癌症疫苗是国外治疗性疫苗发展重点

据美国癌症协会 2007 年的统计,癌症在全球范围内每年约 760 万人死亡,占总死亡人数的 13%,现有的放化疗、手术治疗效果极为有限,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),因此诸多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。

表格 2 目前被各国药物监管机构批准可用于临床的治疗性疫苗

名称	概述
Melacine	由 Corixa (现为葛兰素-史克收购) 开发,由黑色素瘤细胞系的裂解物制成,包含 CHER-2/neu 和 L523S 两个抗原,从 1985 年开始临床试验,1988 年转入 II 期临床,1990 年开始 III 期试验,1999 年被加拿大药监部门批准用于晚期黑色素瘤病人的治疗以提高其生存质量,但由于其 III 期试验部分结论不符合美国 FDA 要求, FDA 尚未批准其正式上市销售。
Oncophage	由 Antigenics 研发,包含热休克蛋白 gp96 和其他病人自身肿瘤细胞中纯化得到的多肽,在体外完成疫苗制备后输入病人体内。药物在 I-III 期临床试验中治疗病患 800 位,并获得俄罗斯药监部门批准作为治疗肾脏癌症的辅助用药。2009 年,美国 FDA 和欧洲 EMEA 批准其所谓“孤儿药物”(用来治疗罕见疾病的药物,政府往往提供赋税优惠及专利和行销权给制造商来奖励研发这类药物)治疗神经胶质瘤。





OncoVax	由 Vical Incorporated 研发，使用患者自身肿瘤细胞体外辐射处理后制成疫苗输入病人体内，目前主要用于防止直肠癌手术后病灶复发，III 期临床试验证明其对提高病人整体生存期、无复发生存期均有帮助，2008 年瑞士、荷兰药监部门批准其上市销售，并在欧洲设厂生产，现已进入 FDA 审批“绿色通道”（FastTrack）。
M-Vax	由 AVAX 公司研发，疫苗由自体黑色素瘤细胞经体外辐射和修饰处理后制备而成，用于治疗转移性黑色素瘤，1999 年被 FDA 批准为“孤儿药物”，2005 年被瑞士药监部门批准上市，用于治疗黑色素瘤。
Provenge	由 Dendreon 研发的一种细胞疫苗，通过透析从病人体内获取自体外周血单核细胞，将细胞用前列腺肿瘤特异性抗体和 GM-CSF 融合蛋白体外培养制备而成，之后再输入病患体内。2003 年开始 Provenge 开始 III 期临床试验，并证实有助于降低病人死亡风险和延长生存期（平均为 4.1 个月，结果具统计学显著性），2010 年 4 月 29 日，美国 FDA 正式批准 Dendreon 使用 provenge 治疗晚期前列腺癌，也使其成为被 FDA 批准上市的首个治疗性疫苗，被媒体称为是具“划时代”意义的治疗手段。

资料来源：第一创业证券整理

目前治疗性疫苗的产业化发展仍然处在成长初期，公司数量较多，大多数公司尚处于研发投入的亏损阶段，但新产品开发活跃，先期问世的药物中，传统大型综合性制药企业并没有绝对的优势（已问世的 5 种治疗性癌症疫苗中大型药企开发的仅有 1 种，进入临床 III 期的 12 种治疗性癌症疫苗中大型药企仅占 2 种，而进入 II 期临床的绝大多数候选药物也来自中小型企业），可以想象，未来随着更多重量级治疗性疫苗的获批，类似 Dendreon 这样拥有核心药物自主知识产权的公司将越发受到市场的认可。

若我们以国际上常见药物临床试验通过比例：I 期 50%，II 期 45%，III 期 70% 计算，则在未来 10 年中 FDA 批准上市的治疗性疫苗种类会大幅上升，总数可能达到 20 个以上，考虑到未能纳入统计范围的部分早期临床药物和 FDA 对于治疗重要疾病的药物可能采取“绿色通道”加速审批，届时疫苗总数可能会进一步增加，从而形成一类全新的通过免疫疗法治疗复杂疾病的生物制药类群。

## 2.6 治疗性疫苗目前面临的问题

尽管科研工作者和产业界对治疗性疫苗的研究投入了大量的人力物力，但目前的在研究和临床试验中仍存在一些技术性问题。

表格 3 治疗性疫苗目前面临的问题

技术性问题	具体表现
疫苗起效慢	疫苗刺激免疫系统需要一定时间，因而疫苗对于在此期间内进展较慢的病灶（如 Provenge 针对的前列腺癌）效果会较为理想，而对于晚期或进展很快的病灶效果可能较为有限，但仍可作为手术后防止转移复发的首选药物。
免疫逃避	无论是肿瘤细胞还是慢性病毒都存在免疫耐受或免疫逃避的问题，即通过突变改变原有的抗原结构，或通过分泌细胞因子降低免疫系统活性，使得免疫系统识别抗原的效率降低。
前期治疗干扰	这点在癌症疫苗中尤其突出，所有疫苗都需要通过刺激免疫系统才能起到效果，但目前对于肿瘤的放化疗经常抑制免疫系统，从而影响疫苗效果。
病理统计问题	临床试验涉及因素多，在一些试验中治疗性疫苗作为辅助药物使用，统计复杂度高，数据处理要求高。

资料来源：第一创业证券整理





## 第三部分 海欣药业在研项目“抗原致敏的人树突状细胞”分析

### 3.1 “抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”项目背景介绍

APDC 于 2001 年 10 月由曹雪涛院士领导第二军医大学免疫学研究所科研团队完成全部临床前研究，2002 年 5 月获得国家药品监督管理局二期临床研究批文，在上海海欣生物技术有限公司的共同开发下，2003 年完成 I 期临床研究，2004 年 10 月获得国家食品药品监督管理局 II 期临床研究批文。是我国自主研发的第一项树突状细胞治疗性疫苗，2005 年获得国家发明专利授权。该项目获得国家十五“863”重大专项、科技部中小企业创新基金、上海市科技重大科研项目等基金的资助。2009 年，项目通过了申请 III 期临床的专家论证阶段，现正在等待 III 期临床批文。

“抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”是一种针对晚期大肠癌患者的肿瘤治疗性疫苗。基本原理是从患者自体外周血中分离的单核细胞，在体外特定条件下诱导成为具有强大抗原提呈功能的人树突状细胞（DC），在体外经自体肿瘤抗原致敏，再将致敏的 DC 回输至患者体内，携带肿瘤抗原的 DC 会将抗原信息提呈给特异性 T 细胞并使之活化，从而诱导机体产生大量具有特异性细胞毒性功能的 T 淋巴细胞，对肿瘤细胞具有特异性杀伤作用。

2010 年 4 月底，FDA 批准了第一个以 DC 为基础的肿瘤疫苗——Provenge (sipuleucel-T) 的上市申请，这种新药治疗初期前列腺癌男肿瘤抗原疫苗性病人。

### 3.2 “抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”项目主导团队介绍

像“抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”项目这类前沿科学技术的研发，能否研发成功很大程度上取决于主导团队的核心实力。

- DNDN 是于 1992 年由 Edgar Engleman 和 Samuel Strober 基于其在斯坦福大学医学院实验室的研究成果成立。
- 重庆啤酒治疗性乙肝疫苗的核心团队主导人吴玉章教授，第三军医大学基础部全军免疫学研究所所长，博士生导师，全国中青年百名医学科技



之星、总后勤部科技银星、全国青年科技创新奖十杰、国家教育部高校骨干教师。

- 海欣生物治疗性肿瘤疫苗的核心团队主导人**曹雪涛院士**，免疫学专家。中国工程院院士。少将军衔。现任第二军医大学副校长、第二军医大学免疫学研究所所长、博导。历任浙江大学免疫学研究所所长，国家杰出青年科学基金获得者，“长江计划”特聘教授、国家 973 免疫学项目首席科学家、“十五” 863 计划生物技术与现代农业领域专家。第十一届“中国十大杰出青年”。国家免疫学重点学科带头人，国家杰出青年科学基金获得者，国家 973 免疫学项目首席科学家，“十五” 863 计划生物技术与现代农业领域专家，任中国免疫学会肿瘤免疫与生物治疗专业委员会主任委员、中国青年科协副主席、《中国肿瘤生物治疗杂志》主编等。

通过查询研究我们发展，两个公司两个项目的灵魂人物分别是我国免疫学最为杰出的代表性人物，属于泰斗级人物。

- 中国免疫学会**理事长**——曹雪涛
- 中国免疫学会**常务理事**——吴玉章
- 全军免疫学专业委员会**主任委员**——曹雪涛
- 全军免疫学专业委员会**副主任委员**——吴玉章

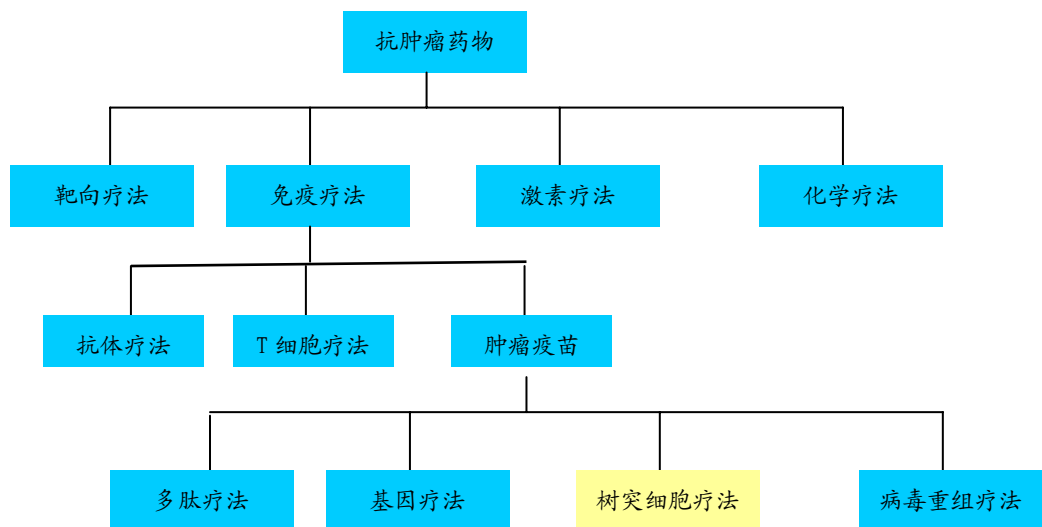
曹雪涛&吴玉章是免疫学的代表性人物，下表是第六届教育部科学技术委员会名单，学部（共 43 人），免疫学的代表就是他们两位。

表格 4 第六届教育部科学技术委员会名单

序号	学部任职	姓名	性别	单位名称	职称或称号	学科名称
1	主任	李兰娟	女	浙江大学	工程院院士	内科学
2	常务副主任	魏子全	男	四川大学	中科院院士	肿瘤学
3	副主任	施一公	男	清华大学	教授	生物物理学
4	副主任	柯 杨	女	北京大学	教授	细胞、分子生物学
5	副主任	詹启敏	男	北京协和医学院	教授	医学、肿瘤学
6	副主任	王庆国	男	北京中医药大学	教授	中医临床基础
7		饶 毅	男	北京大学	教授	神经生物学
8		丁 洁	女	北京大学	教授	儿科学
9		黄晓军	男	北京大学	教授	血液病学
10		董 奇	男	北京师范大学	教授	认知神经科学
11		邱贵兴	男	北京协和医学院	工程院院士	外科
12		陈 杰	男	北京协和医学院	教授	病理学
13		高思华	男	中国中医研究院	教授	中医内科
14		曹雪涛	男	第二军医大学	工程院院士	免疫学
15		吴玉章	男	第三军医大学	教授	免疫学
16		陈志南	男	第四军医大学	工程院院士	病原生物学、细胞生物学
17		谢 维	男	东南大学	教授	遗传学
18		金 力	男	复旦大学	教授	遗传学
19		杨雄里	男	复旦大学	中科院院士	神经生物学

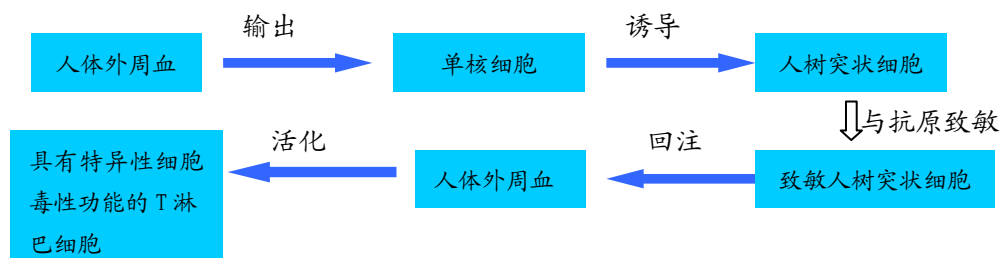


图表 10 抗肿瘤药物分类图



资料来源：第一创业证券整理

图表 11 “抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”作用简图



资料来源：第一创业证券整理

### 3.3 本项目优点

#### 3.3.1 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。2001 年底完成了临床前研究，并通过了国家药品审评中心的新药审评，2002 年 4 月获得了国家 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，达到了国际先进水平。

#### 3.3.2 治疗效果确切，有效率高



2008 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%。

### 3.3.3 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。

### 3.3.4 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。

### 3.3.5 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。

### 3.3.6 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。

## 3.4 此项目临床发展前景

近期研究表明, 世界上肠癌的发病率正以年均 2 % 的速度上升, 而上海的调查显示, 我国肠癌发病率的增速是世界平均水平的两倍, 达到年均 4 %, 由 60 年代的 10/10 万, 80 年代的 20/10 万, 90 年代的 24/10 万到目前 36.1/10 万, 但治愈率却没有得到根本改变。大肠癌已经是癌症中的首要杀手之一, 每年有 14 万人被确诊, 在大城市恶性肿瘤的排名中从第六位上升至第二位。卫生部统计数据显示, 大肠癌是我国城市中发病率前五位的恶性肿瘤。

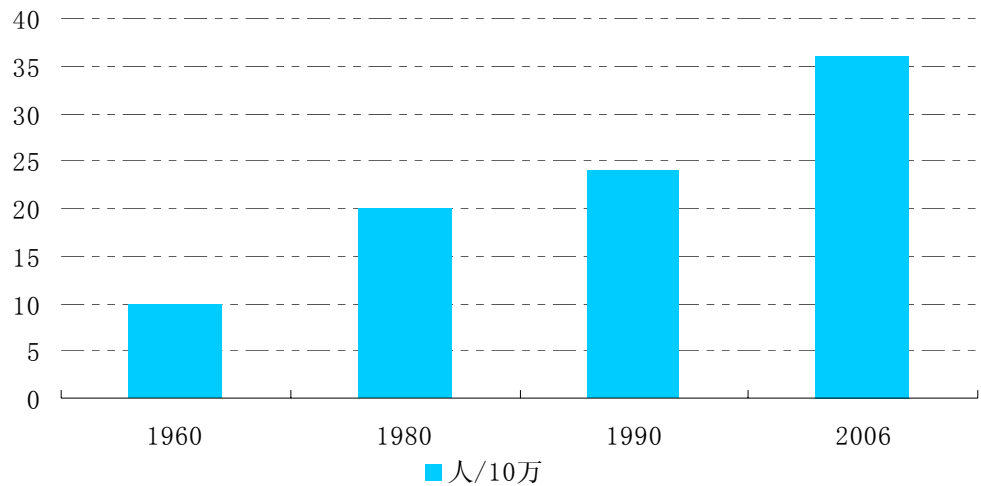
现阶段除了切除之外, 并没有有效治疗手段。有报告预计, 世界 7 个主要药品市场 (英、法、美、德、意、西、日) 2000 年大肠癌治疗药的销售金额为 6.3 亿美元, 到 2010 年会增加到 17 亿美元。

这项研究的突出的特点是, 打破了以往免疫治疗与化疗相互矛盾的观



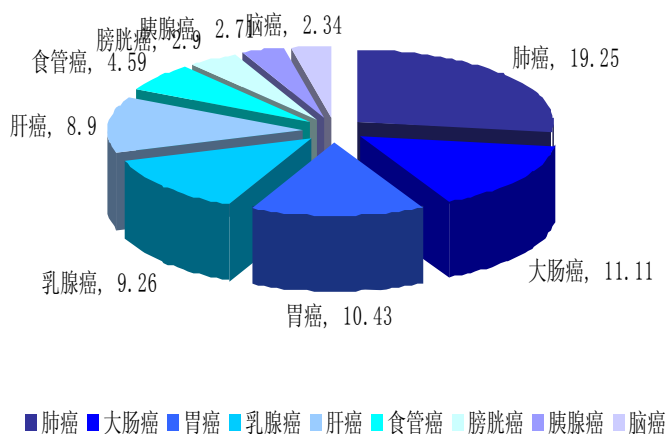
点，采用化疗去除部分免疫抑制因素，利用抗原致敏的树突状细胞激发肿瘤特异性免疫，从而杀伤肿瘤细胞，取得了较好的临床疗效，是目前最为有效的肿瘤免疫疗法之一。

图表 12 我国大肠癌发病情况

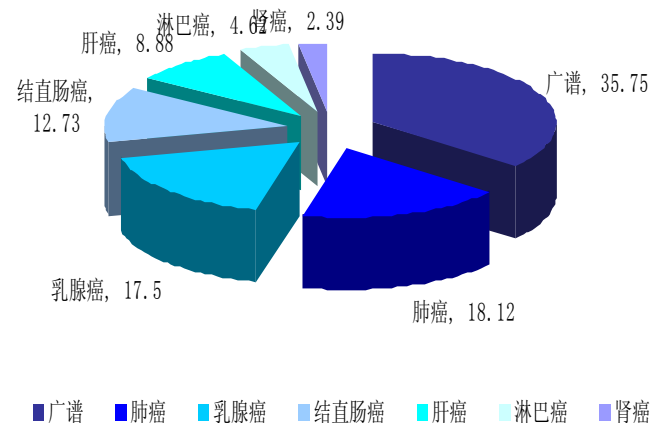


资料来源：卫生部疾病预防控制局、第一创业证券整理

图表 13 我国恶性肿瘤发病率



图表 14 2008 年各类型癌症相对市场份额



资料来源：卫生部疾病预防控制局、第一创业证券整理

### 3.5 此项目的重大意义

中国医药产业基本以仿制药为主，创新药的市场份额不 30%。在卖得好的药品中，可能有 1000 家企业都在生产同一种药品，质量参差不齐。一味地仿制重复，跟着他人脚步走，导致本土药企难有出头之日。国家有关部门早已意识到了国产创新药物研发对中国医药产业发展壮大、对提高国人的医疗健康水平的重要性和迫切性。从 12.5 国家对新药研发的支持力度可窥一斑。而海欣的“抗原致敏的人树突状细胞（APDC）”是一种针对晚期大肠癌患者的肿瘤治疗性疫苗，是我国自主研发的项目。是我国自主研发的第一项树突状细胞治疗性疫苗，此项目如未来获准上市将提振我国医药自主



创新能力，具有划时代意义。

肿瘤治疗用 APDC 是当前肿瘤治疗的尖端技术，方法先进，科技含量高，该技术成果获国家自然科学二等奖和中华医学突出贡献奖一等奖。是目前国内唯一一个获得 SFDA 批准进入临床的肿瘤树突状细胞生物治疗项目。从制备工艺、检定标准、申报项目、临床试验方案等各个层面上均具有很强的创新性。

### 3.6 国外同类产品分析

2010 年 4 月，Dendreon 公司完成了在美国递交其治疗性肿瘤疫苗产品 Provenge(sipuleucel-T) 的上市申请事宜，Provenge 成为首个在美国获准的治疗性肿瘤疫苗，用于治疗转移型激素难治性晚期前列腺肿瘤。FDA 批准的首个治疗性疫苗 Provenge 的生产商 Dendreon 是一家在美国 NASDAQ 上市（股票代码：DNDN）的生物技术公司，于 1992 年由 Edgar Engleman 和 Samuel Strober 基于其在斯坦福大学医学院实验室的研究成果成立。

Provenge 疫苗是利用患者自身的免疫系统与恶性肿瘤抗争，它由载有重组前列腺酸性磷酸酶 (PAP) 抗原的肿瘤患者自身的神经元树突细胞 (免疫系统抗原的递呈细胞) 构成。PAP 蛋白表达于绝大多数的前列腺肿瘤细胞，也表达于正常的前列腺组织中，只是以极低的水平存在于其他正常组织中。在治疗性肿瘤疫苗 Provenge 中，PAP 抗原融合于作为佐剂的一种免疫刺激细胞因子——粒细胞-巨噬细胞集落刺激因子 (GM-CSF)，树突细胞则将 PAP 蛋白消化为多肽而呈现于其表面，当其被重新回输入患者体内后，可被免疫系统 T 细胞识别，而接触过该抗原后的 T 细胞能找到并杀灭表达 PAP 抗原的癌细胞。

随着 Provenge 项目的不断进展，2006 年公司在 New Jersey Morris Plains 兴建生产基地，用于生产 III 期临床试验所需的疫苗，在今年 Provenge 获批后，公司又宣布将在佐治亚和加利福尼亚州新建 Provenge 生产设施。

经历 15 年研发，花费 10 亿美元的抗癌疫苗 Provenge，近日终于获得 FDA 批准。这种治疗前列腺癌的治疗性疫苗号称是个体化治疗的特效药，这不仅是一个世纪以来，科学家一直在梦寐以求的自体免疫治疗癌症的历史性突破，也是个体化肿瘤治疗的重要里程碑。

公司已经在洛杉矶、亚特兰大和新泽西州设立了三个生产基地。新泽西的生产基地，现在只动用了四分之一的产能，大约可在未来 12 个月内供应 2000 人份的药物。这三个药物生产基地将在明年中期全部满负荷运作。最初几个月将会有供不应求的现象。按每人整个疗程花费近 10 万美元的份额计算，Dendreon 公司预计一两年之内将获得 10 亿美元的销售额。





Dendreon 公司目前并不急于找到全球战略合作伙伴，而是把重点放在欧洲的市场开拓和临床实验上。但该公司要独立完成其产品在欧洲的注册和市场营销，还是很有难度和挑战的。去年刚完成新一轮融资的 Dendreon 公司，目前手中有 5.77 亿美元现金，债务只有不到 7000 万美元。如果在美国的销售业绩好，有良好现金流，不仅股票表现好，后续融资也应该没问题。

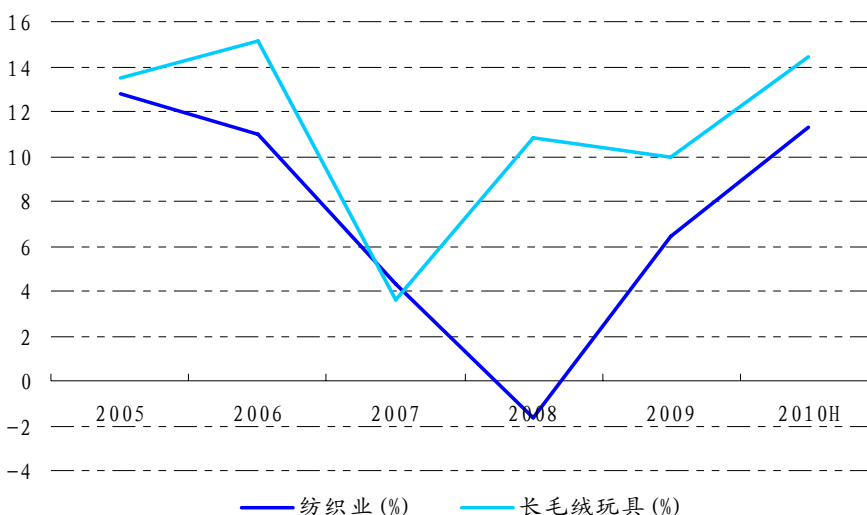
## 第四部分 纺织、长毛绒玩具业务调整工作正在推进

纺织类（含面料、玩具、服装等）生产企业总体情况不佳，尽管销售收入较上年同期有所增长，但因原材料及人工成本较高，除个别企业盈利外，整体净利润仍为亏损。

根据公司发展战略，纺织类企业调整工作正在推进。新的投资项目正在加紧论证，公司投资的上海德药信息科技项目正在稳步实施。松江地区有三家企业的空置厂房完成出租。美国公司北卡工厂的土地、厂房及部分设备出售事宜于 2010 年 5 月底完成。

公司今年是世博会、广州亚运会毛绒玩具生产商，明年纺织行业的经济会略微复苏，后期也有可能参与迪斯尼玩具的生产代理。只是今年以来棉花等原料价格上涨幅度也较大，给公司带来了较大的成本压力。如未来纺织类业务调整工作顺利，停掉部分经营不善的企业，保留盈利较强的纺织类业务，该块业务有可能实现扭亏。

图表 15 纺织业和长毛绒玩具业务开始调整





资料来源：公司年报、第一创业证券整理

#### 分析公司近几期的财务报表我们发现：

- 1、 纺织类（含面料、玩具、服装等），毛利率 09 年开始恢复。目前毛利率已经都有负转正，只是费用依然没有大局改善，导致公司该块业务的净利润依然为亏损。
- 2、 纺织类（含面料、玩具、服装等）占的比重逐年下降。公司主营业务本是纺织类，历史上这块业务也曾经辉煌发展，给公司贡献喜人的收入和利润的同时公司一直保持较高的分红率，只是随着产品的衰落和人民币升值对出口外贸企业的影响，导致近几年公司业绩不佳，因此分红率也逐年降低，但近几年公司该块业务一直在调整，收入比重逐年下降，这也证明公司一直在寻求战略转型。

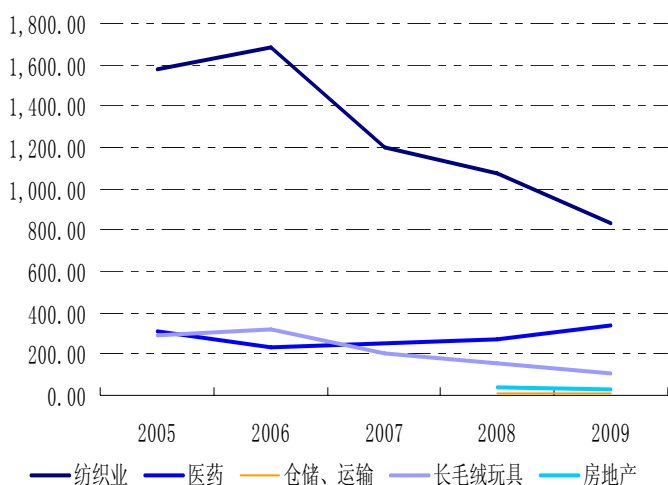
表格 5 公司历史分红率较高

分红年度	分红方案	股权登记日	除权基准日	红股上市日
2005 年度	10 派 0.2 元 (含税)	20060731	20060801	
2004 年度	10 送 3 转增 7 股派 1 元 (含税)	20050607	20050608	20050609
2003 年度	10 派 1 元 (含税)	20040728	20040729	
2002 年度	10 股派 1 元 (含税)	20030801	20030804	
2001 年度	10 送 1 转增 1 股派 1 元 (含税)	20020716	20020717	20020718
2000 年度	10 转增 5 股派 2 元 (含税)	20010706	20010709	20010712
1999 年度	10 派 2 元 (含税)	20000728	20000731	
1998 年度	10 派 2 元 (含税)	19990707	19990708	
1997 年度	10 派 2.8 元 (含税)	19980629	19980630	
1997 中期	10 转增 3 股	19971027	19971028	19971028
1996 年度	10 派 3.50 元 (含税)	19970613	19970616	
1995 年度	10 送 2 股派 1.00 元 (含税)	19960628	19960701	19960701
1994 年度	10 派 1.80 元 (含税)	19950602	19950605	
1994 中期	10 送 1 股派 2.00 元 (含税)	19940923	19940926	19940926

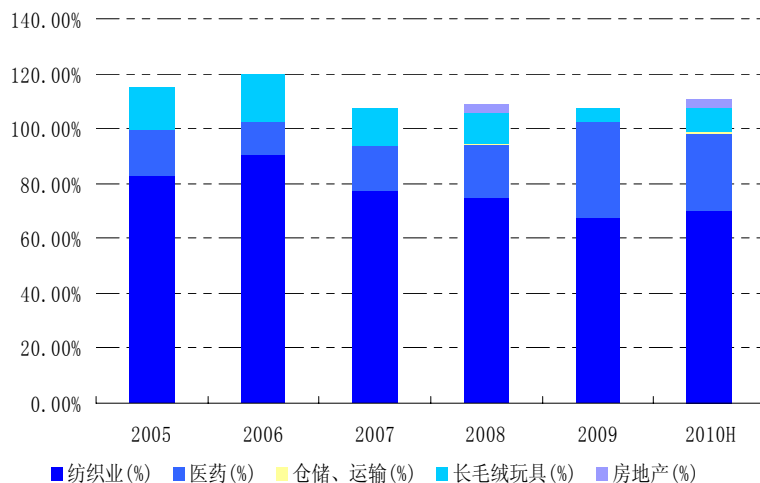
资料来源：公司年报、第一创业证券整理



图表 16 近几年纺织业长毛绒业务收入逐年下降



图表 17 近几年纺织业长毛绒业务收入占总收入的比例逐年下降



资料来源：公司年报、第一创业证券整理

## 第五部分 医药产业正在成为公司重要利润的增长点之一

公司目前拥有医药产业包括：

- 西安海欣制药有限公司
- 西安华昊精英药业高科技有限公司
- 江西赣南海欣药业股份有限公司
- 上海海欣生物技术有限公司
- 上海海欣医药有限公司——医药商业
- 上海普生药房有限公司——医药商业

### 5.1 西安海欣简介

西安海欣制药有限公司是由上海海欣集团股份有限公司、美国HG Resources Inc.公司与陕西医药控股集团有限责任公司共同投资，严格按照现代企业制度和国家GMP要求组建的大型现代化中外合资制药企业，公司注册资本1500万美元，总投资1.8亿元人民币。

公司位于西安高新技术产业开发区，占地约7万平方米，建筑面积约2万平方米。拥有通过国家GMP认证的大容量注射剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊、颗粒剂等车间和原料药生产公司陕西海欣庆华医药化工有限公司。公



司年生产能力为化学原料药 50 吨,片剂 7.5 亿片,胶囊 2 亿粒,颗粒剂 5000 万袋,口服液 2000 万支,大输液 1000 万瓶,冻干粉针 500 万支。

公司相继开发了抗炎镇痛类、心血管类、呼吸系统类、中枢兴奋类、治疗糖尿病类、抗肿瘤类等十几个国家二至四类新药。剂型齐全,品种多样,具有很强的市场竞争力。

## 5.2 江西赣南海欣简介

江西赣南海欣药业股份有限公司系由国有企业江西赣南制药厂改制而成现上海海欣集团股份有限公司与江西青峰医药投资有限公司集团共同投资设立的以生产药品为主的股份有限公司,是首批一次性通过国家 GMP 认证的企业之一。

主要产品剂型有:大容量注射剂、小容量注射剂、冻干粉针剂、口服溶液剂、颗粒剂、糖浆剂、干混悬剂、保健食品、原料药(乳糖酸阿奇霉素、维生素 D2)、食品添加剂(维生素 D2 微粒)等近百个规格品种。其中:注射用甲硫氨维生素 B1 获得了国家专利,有六个产品获得了江西省首批自主创新新产品称号,VD2 注射液等 40 多个品规进入了国家基本用药目录。

## 5.3 上海海欣生物技术简介

目前,公司四大研发平台之上开发的六个项目分别:

- 抗原致敏的人树突状细胞(APFC)
- 乳腺癌治疗性疫苗 HER2 mRNA 致敏的树突状细胞
- 新型慢性乙型肝炎治疗性 DNA 疫苗
- 重组人胸腺素  $\alpha 1$
- 重组腺病毒疫苗 AdHIV-Vac
- 1L-15-Fc 融合蛋白

以上六个项目均具有自主知识产权,都属于国家一类新生物制品。这些项目在肿瘤、肝炎和艾滋病治疗三个领域,其中 APDC 和 HER2PDC 用于肿瘤治疗,治疗性乙肝 DNA 疫苗是针对慢性乙肝患者开发的新一代治疗性疫苗,重组人胸腺素  $\alpha$  是公司开发的另一个乙肝治疗项目,而 IL-15-Fc 融合蛋白与艾滋病治疗性重组腺病毒疫苗 AdHIV-Vac 用于治疗艾滋病。

对于转移性、多发性以及血液性的肿瘤患者来说,传统的手术、化疗、放疗治疗手段仍然存在一定的局限性,特别是对于失去手术机会的患者,常规的放化疗常常抑制了患者的免疫系统和造血系统,带来严重的副作用。通过近 20 年来对树突状细胞(Dendritic Cell,DC)的研究,人们逐渐认识到 DC 是启动、调控、并维持免疫应答的中心环节。利用 DC 在患者体内诱导



肿瘤特异性的，持久的免疫应答，是当今肿瘤生物治疗中最先进也是最有效的方法。

### 5.3.1 抗原致敏树突状细胞（Antigen Pulsed Human Dendritic Cells）项目

正如前文的论述过，本部分不再赘述。

### 5.3.2 乳腺癌治疗疫苗 HER2 mRNA 致敏的树突状细胞（HER2PDC）

HER2/neu mRNA 致敏的人树突状细胞（HER2PDC）是在树突状细胞研发平台上开发研制的一项新的乳腺癌治疗性疫苗，是上海市科委重点科研项目。本项目最终可以形成一项新的 HER2/neu 阳性肿瘤的治疗性疫苗，其适应症除乳腺癌外，还包括 HER2 阳性肿瘤卵巢癌、肺腺癌、原发性肾细胞癌等。该项目即将获得 I 期临床研究批文。

在治疗肿瘤方面，APDC 和 HER2PDC 既可作为独立的治疗方法，治疗对化疗不敏感的病人，降低死亡率；又可作为辅助治疗方法，治疗手术后癌细胞的转移和复发。

### 5.3.3 乙肝治疗项目

乙型肝炎，特别是慢性乙型肝炎的治疗是目前尚未解决的世界难题。全球约 3.6 亿左右人群感染乙肝病毒。我国是乙肝大国，乙肝病毒感染累计人数超过一亿，现慢性肝炎病人约 3000 万。目前国内外均无特异性、有效的治疗手段。我国乙型肝炎蛋白疫苗与 1982 年面世，经过约 20 年的推广应用，取得了较好的预防效果，但他并不是治疗性疫苗，对已感染者无效；干扰素是目前较有效的治疗乙肝的生物制剂，但成本较高、疗程长；新近在我国上市的 Lavumidine(贺普丁)虽可较快速地抑制病毒复制，但停药后的复发和可能诱发的病毒突变影响其临床的广发应用。

#### （I）新型慢性乙型肝炎治疗性 DNA 疫苗

新型慢性乙肝治疗性 DNA 疫苗是针对目前临床上慢性乙肝疫苗既无有效治疗手段而开发出来的新一代治疗性疫苗。

从机理上说，新型慢性乙肝治疗性 DNA 疫苗不仅激活机体体液免疫而且充分激活机体的细胞免疫，打破 HBV 感染后的免疫耐受状态；在载体构建上，采用新的真核高效表达元件，可以更高效的表达目的基因，并采取了新型佐剂与 HbsAg 和 Pre32 共表达的体系，不仅可以治疗性疫苗的表位特异性的导入体内最强的抗原的呈递效率，而已可以有效地刺激树突状细胞表达 IL-12, INF- $\gamma$  等 Th1 型细胞因子，从而发挥强大的 T 细胞的激活作用，



诱导高效价的抗 HbsAg 及抗 Pre32 抗体及病毒特异性 CTL 的产生,有利于打破 HBV 感染的免疫耐受状态,从而提高治疗性疫苗的临床疗效。

## (II) 重组人胸腺素 $\alpha 1$

重组人胸腺素  $\alpha 1$  是公司开发的另一个慢性乙肝的治疗药物。胸腺素  $\alpha 1$  是体内一种具有多种免疫调节作用的多肽类生物调节因子。临床上对慢性乙肝、丙肝等的多种病毒感染性疾病及多种恶性肿瘤具有较好的治疗效果。我们在基因工程蛋白质药物研发平台上开发的基因工程重组人胸腺素  $\alpha$  表达量高,制备工艺简单,生产成本低,并有望形成专利。与化学合成法生产重组人胸腺素  $\alpha 1$  相比具有较大的竞争优势。

## 5.3.4 艾滋病治疗项目

艾滋病是一种能攻击人体免疫系统的病毒(艾滋病病毒)感染而引起的病毒性疾病,国际医学界至今尚无有效的治疗手段,因此,开发有效的药物或疫苗已成为当务之急。

### (I) 重组腺病毒疫苗 AdHIV-Vac

重组腺病毒疫苗 AdHIV-Vac 是基于最新的免疫学、疫苗学和艾滋病学权威认知而设计,采用公认的具有临床应用安全性的重组缺陷型腺病毒作为载体,表达数种具有确定免疫调节和矫正作用的针对艾滋病的治疗基因。

该疫苗有望通过特异性增强艾滋病人对抗艾滋病毒感染的细胞免疫能力,以及增加艾滋病人体内缺乏的与长期维持细胞免疫和免疫记忆相关的免疫因子,而达到对艾滋病毒感染个人进行免疫干预,以诱导、增强并维持免疫系统抑制或杀灭感染者体内的艾滋病毒能力,使接种疫苗的艾滋病毒感染个体成为无症状或病情长期不进展的艾滋病毒感染者,甚至清除病毒而完全康复。

该项目的先进性和可行性得到了国内外众多权威专家的支持,已得到国家“863”计划和上海市科委的重点资助。

### (II) 1L-15-Fc 融合蛋白

基因工程 1L-15-Fc 融合蛋白是我们开发的另一个艾滋病治疗药物。以毕赤酵母体系重组表达 1L-15-Fc 融合蛋白属原国家一类新药。该项目研制的新型细胞因子与原核表达 1L-15 相比,具有类似于天然的糖基化,免疫原性弱。另外,该新型细胞因子由于融合了免疫球蛋白的 Fc 段,分子量明显增大,体内半衰期延长。

我们在制备 1L-15-Fc 融合蛋白过程中采用了独特的融合表达技术,该





技术的生产工艺有关 1L-15-Fc 融合蛋白在 HIV 免疫治疗方面的应用已申请国家发明专利。

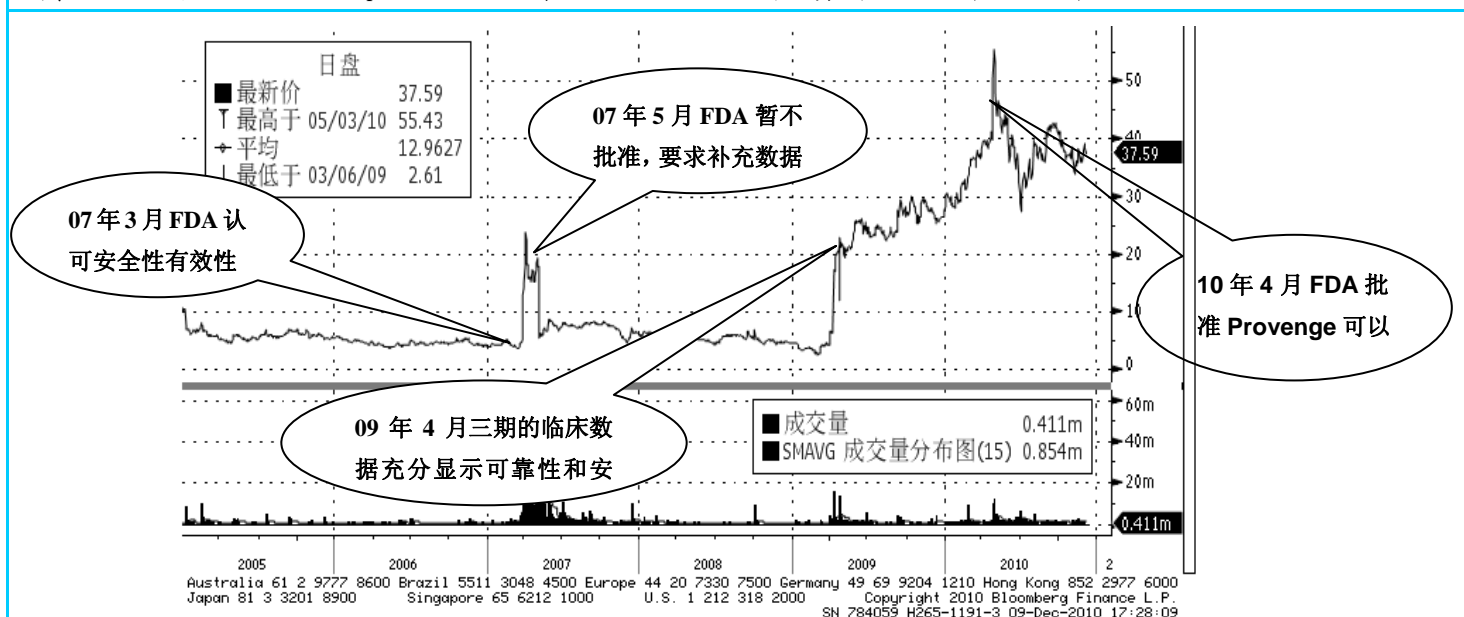
## 第六部分 投资未来也是忠于现实

要想投资制药类股票并有一定的回报，一定要对公司的基本面了解清楚，及时跟踪公司的发展动态（临床进展情况和主管部门审批情况），长期持有才能获得超额回报。

我们跟踪并查询了跟公司产品类似的两个公司（纳斯达克和 A 股上市的）的股价走势，得出结论投资在研最前沿药物的制药类公司，股价并不取决于目前的盈利状况，而是取决于其产品研发的进展以及投资者对产品未来市场的判断。因此虽然是投资未来，但是也是忠于现实的。

### 6.1 美国 Dendreon Corporation——前列腺癌疫苗 Provenge

图表 18 美国 Dendreon Corporation（股票代码：DNDN）股价走势图——纳斯达克上市



美国 Dendreon Corporation（股票代码：DNDN）是一家生产肿瘤免疫育苗的生物制药高科技公司，其主要产品是前列腺癌疫苗 Provenge。前列腺癌在北美是发病很高的恶性疾病，市场前景巨大。该药能有效延长前列腺癌晚期患者的生命。



资料来源：bloomberg、第一创业证券整理

表格 6 美国 Dendreon Corporation 的重大事件列举

时间	事件
2007.3.29	FDA 的一个顾问委员会，认可了 Provenge 的安全性和有效性，该顾问委员会以 13 比 4 的投票结果，认为有“充足的证据”说明该疫苗对晚期前列腺癌病人有疗效，以 17 比 0 的投票结果，认为该疫苗是安全有效的。 <b>股价开始启动，一度上涨到 25 美元。</b>
2007.5.9	FDA 决定暂时不批准由 Dendreon 公司研制的新药 Provenge，尽管 FDA 顾问委员会建议批准此药，该公司被要求补充有关数据。由于该药未能获得 FDA 的上市批准， <b>导致公司股价大跌，一度从高位的 25 美元跌到 3.5 元。</b>
2009.4.28	举行的美国泌尿协会年会上公布了一项名为 IMPACT、由 512 名转移性雄激素非依赖性前列腺病人参与的随机、双盲、安慰剂对照 III 期临床研究结果，其数据表明，该公司开发的新型肿瘤疫苗 Provenge 可延长此患者的总体生存率。第三期的临床试验数据充分显示该药的可靠性和安全性， <b>股价在 4 月 14 当天上涨 200%，股价交易达到 26 美元。</b>
2010.4.29	FDA 批准 Provenge 可以上市，标志该公司逐渐转变为商业化企业，目前药物上市的准备工作已非常充分，这种首创的个性化抗癌药很快将投放市场。 <b>股价最高突破 50 美元。</b>

资料来源：bloomberg、第一创业证券整理

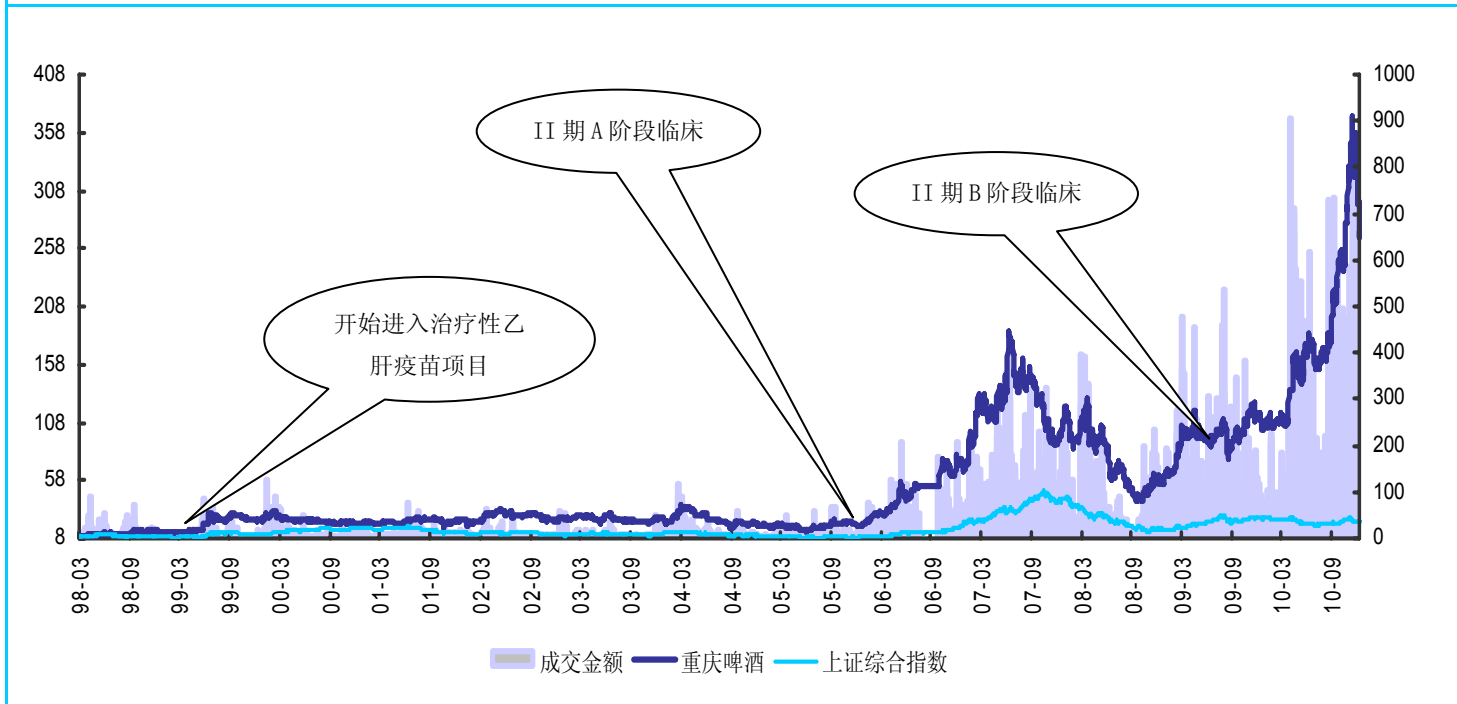
Provenge 成就高市值：作为最具有代表性的治疗性疫苗研发企业，自 2003 年 Provenge 开始 III 期临床试验以来，市场一直对其上市进展给予高度关注，公司股价变化也与 Provenge 的研发进程高度相关，从 2009 年以来，随着业界普遍预期 Provenge 将获批，Dendreon 的股价也一路走高，2010 年 4 月 29 日 Provenge 正式获批，其股价在随后也一举突破 50 美元，总市值也超过 50 亿美元，而**迄今为止 Dendreon 公司仍然亏损。**

Dendreon 的例子表明，对于从事治疗性疫苗研发的企业，其股价并不取决于目前的盈利状况，而是取决于其产品研发的进展以及投资者对产品未来市场的判断。



## 6.2 重庆啤酒——治疗性乙肝疫苗

图表 19 重庆啤酒（股票代码：600132）股价走势图——上交所上市



重庆啤酒集团与三军大、重庆大学签署合作协议，共同开发治疗性乙肝疫苗。我国属 HBV 感染高流行区。乙肝疫苗接种对预防乙肝起到良好的效果，但对已经感染乙肝病毒者没有效果。我国目前现存 1 亿多人的乙肝病毒携带者，其中约 2000 万人是慢性乙肝患者，每年新增乙肝患者约 150 万人。而重庆啤酒治疗性乙肝疫苗如研制成功上市将有划时代的意义，因此在二级市场，乙肝疫苗的进展每一次都影响着公司股价。

资料来源：wind、第一创业证券整理

表格 7 重庆啤酒重大事件列举

时间	事件
1998.12.25	以 1435 万元收购佳辰生物 52% 的股权。
1999.5.10	审议通过了增资配股议案，增资至 8710 万元佳辰生物，用于开发乙肝治疗性疫苗。（备注：首次在公告中出现“疫苗”字样）
2001.1.19	重庆佳辰公司注册资本按照实收资本由 2000 万元增资至 8710 万元，所持公司股权由 70% 提高到 93.1%。
2002.4.5	治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗，送样中国药品生物制品检定所进行检定。
2002.11.19	治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗，通过中国药品生物制品检定所的检定。公司将向中国国家药品监督管理局申报临床研究。
2002.12.02	治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗"申请临床试验文件，得到国家药品监督管理局药品注册司受理办公室正式受理，受理号为：CSL20020085。
2003.1.12	公司子公司佳辰生物获得科技部研究经费 100 万元（乙肝疫苗研究课题）。本次核拨 50 万元。
2003.6.5	治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗”，获得国家食品药品监督管理局正式行文批准进入一期临床试验，标志该药的研发已转入人体试验阶段。
2004.11.25	治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗 I 期临床试验于近期结束，并由临床研究单位召开了 I 期临床研究总结会议。向重庆市食品药品监督管理局和国家食品药品监督管理局提出了 II、III 期临床试验的申请，一旦获准，该项目即进入 II、III 期临床试验。



2005.6.28	治疗用乙型肝炎疫苗"已于 2004 年 11 月完成了 I 期临床试验, 并于 2004 年 11 月 24 日向重庆市食品药品监督管理局和国家食品药品监督管理局提出了开展 II、III 期临床试验的申请, 日前已得到中国国家食品药品监督管理局批复, 同意本品继续进行临床试验。
2006.3.31	治疗用(合成肽)已型肝炎疫苗"新药在北京召开二期临床研究启动会。
2009.1.9	召开关于"治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗"治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的 II 期临床试验研究者会议, 近期启动 II 期后续临床实验的工作。
2009.8.25	完成了 I 期临床试验, 中国国家食品药品监督管理局批复开展 II、III 期临床试验的申请, 同意本品继续进行临床试验, 并要求进一步的临床试验需报经国家食品药品监督管理局批准后方可实施。
2010.7.6/8.5 /9.1/10.8/11.2 /12.1	II 期临床研究进展情况公告。

资料来源: wind、第一创业证券整理

## 第七部分 公司价值探讨

### 6.1 治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞”价值

#### 分析

该药物理想前景分析:

每年新发 CA 患者 160-220 万人(不包括现有患者), 保守估计 10%接种突状细胞药物治疗, 每位患者治疗进程 6 个月. 最低定价约为 2.4 万人民币。

下限值  $160 \times 10\% \times 24000 = 38.4$  亿元市场价值。

上限值  $220 \times 10\% \times 24000 = 52.8$  亿元

该药物利润率 80%则带来收益  $38.4 \times 0.8 = 30.72$  亿收益 海欣股份合计增厚收益  $30.72 / 12.1 = 2.5388$  元每股

该药物利润率 80%则带来收益  $52.8 \times 0.8 = 42.24$  亿收益 海欣股份合计增厚收益  $42.24 / 12.1 = 3.4909$  元每股。

如果单单考虑只针对一个适应症(直肠癌), 每年新增直肠癌患者 40 万, 最低定价约为 2.4 万人民币, 贡献每股收益为 0.6347 元, 具体假设情况我们做的敏感性分析如下表。

表格 8 对“抗原致敏的人树突状细胞”上市后贡献 EPS 的敏感性分析

价格 \ 接种人数	40 万	160 万	220 万
2.4 万	0.6347 元	2.5388 元	3.4909 元
4.8 万	1.2694 元	5.0776 元	6.9818 元
9.6 万	2.5388 元	10.1552 元	13.9636 元

资料来源: 第一证预测



预计在 2015 年药物上市时，治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞”给海欣股份带来的每股净现值为 37.10 元。

表格 9 治疗性疫苗“抗原致敏的人树突状细胞”收益测算

单位: 百万	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	永续增长阶段
净现金流量	768.00	806.40	1,152.00	1,152.00	1,152.00	3,072.00	3,379.20	4,608.00	4,608.00	4,608.00	4,608.00
折现率	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
折现系数	1.000	0.926	0.857	0.794	0.735	0.681	0.630	0.583	0.540	0.500	0.500
现值	768.00	746.67	987.65	914.49	846.75	2090.75	2129.47	2688.72	2489.56	2305.15	28814.34
累计净现值	44781.56										
股本(百万)	1207.06										
每股净现值	37.10										

资料来源: 第一证预测

## 6.2 金融板块投资收益

公司投资长江证券 2.3 亿元，持有上市后的长江证券（000783）1.34 亿股，占其总股本的 8.01%，为其第三大股东，是持有长江证券股权比例最大的上市公司。公司还参股长信基金管理公司 34.33% 股权，而长信基金又拥有多只开放式基金，因此预计公司投资收益将一直保持较高的水平。该块业务具体盈利预测后面有论述。

## 6.3 房地产

海欣大厦雄踞著名福州路文化街（福州路 666 号），毗邻人民广场，东靠外滩 CBD 金融街，南望淮海路商业街，北接南京路步行街。海欣股份拥有其一半的产权，每年租金贡献净利润达到上千万。另外松江地区有多家厂房的产权，随着公司业务转型，陆续有些空置房产出租，2010 年中报表面已经有三家企业的空置厂房完成出租。因此公司房地产出租业务贡献收入会逐年增加。总部的迁移，陆续还会空出的大量上海用地。

## 6.4 估值

表格 10 长江证券盈利预测

长江证券盈利预测 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,073	3,194	3,584	4,244	4,838
手续费及佣金净收入	1,327	2,301	2,260	2,662	2,961
其中: 代理买卖证券业务	1,208	2,047	1,842	2,220	2,465
证券承销	73	162	312	328	339
受托客户资产管理	10	67	79	113	157
利息净收入	132	170	249	297	340
投资收益+公允价值	558	686	1,050	1,084	1,203
其它业务收入	8	6	25	202	334
营业支出	1,100	1,433	1,630	1,931	2,201
营业税金及附加	124	159	178	211	241



业务及管理费	869	1,284	1,452	1,719	1,960
营业利润	973	1,761	1,953	2,313	2,637
利润总额	981	1,823	1,967	2,313	2,637
所得税费用	279	451	492	578	659
净利润	702	1,372	1,475	1,735	1,978
归属于母公司所有者净利润	702	1,372	1,475	1,735	1,978

资料来源：公司年报，第一证券预测

表格 11 可供出售金融资产长江证券投资收益预测

可供出售金融资产-长江证券				
百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,372.00	1,427.00	1,735.00	1,978.00
分红（税前）	868.49	642.15	780.75	890.10
分红（税后）	781.64	577.94	702.68	801.09
分红所得税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
分红率	63.30%	45.00%	45.00%	45.00%
公司持有长江股权%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%
该可供出售金融资产投资收益	13.42	69.78	51.59	62.73

资料来源：公司年报，第一证券预测

表格 12 长期股权投资长信基金投资收益预测

长期股权投资-长信基金-权益法				
百万元	2009	2010E	2011E	2012E
长信基金净利润	61.30	53.40	58.08	63.89
管理资产规模	27,471.87	20,000.00	22,000.00	24,200.00
管理费	257.45	222.51	242.00	266.20
管理费率	0.94%	1.11%	1.10%	1.10%
净利率	23.81%	24.00%	24.00%	24.00%
公司持有长信股权%	34.33%	34.33%	34.33%	34.33%
投资收益	21.04	18.33	19.94	21.93
长江证券+长信基金投资收益	34.46	88.11	71.53	84.66

资料来源：公司年报，第一证券预测

表格 13 公司 2010-2012 年利润表预测

单位：百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,183.80	1,108.28	1,096.99	1,132.84
营业收入	1,183.80	1,108.28	1,096.99	1,132.84
营业总成本	1,289.33	1,225.08	1,189.19	1,224.48
营业成本	998.94	957.78	914.30	924.85
营业税金及附加	3.55	3.36	3.33	3.43
销售费用	71.50	71.17	73.15	80.05
管理费用	143.59	137.85	144.09	160.11
财务费用	47.23	43.71	43.23	44.60
资产减值损失	24.50	11.21	11.08	11.44
其他营业收益		148.96	132.53	145.66





公允价值变动净收益	4.75	-0.15	0.00	0.00
投资净收益	97.62	149.11	132.53	145.66
营业利润	-3.05	32.16	40.33	54.02
营业外收入	14.97	5.00	0	0
营业外支出	2.62	10.00	0	0
利润总额	9.30	27.16	40.33	54.02
所得税	8.19	5.43	8.07	10.80
净利润	1.11	21.73	32.26	43.22
少数股东损益	-6.26	-6.00	-6.00	-6.00
归属母公司所有者的净利润	7.37	27.73	38.26	49.22
股本	1,207.06	1,207.06	1,207.06	1,207.06
每股收益（元）	0.0061	0.0230	0.0317	0.0408

资料来源：第一创业证券预测

## 第七部分 风险提示

“抗原致敏的人树突状细胞”项目三期临床过程中出现严重不良反应，可能导致临床研究终止，产品上市终止。

产品未来完成临床上市后，如果公司批量生产跟不上，或者销售管理能力不足，可能导致药品销售低于预期。



附注:

表格 14 公司参股的主要金融资产 (2010 年半年报情况)

公司名称	经营范围	净利润	参股公司贡献的投资收益	占上市公司净利润的比重 (%)
长江证券股份有限公司	证券代理买卖	490,851,458.24	69,775,308.00	343.69
长信基金管理有限责任公司	基金代理买卖	31,707,617.86	10,885,225.21	53.62

资料来源: 公司年报, 第一证整理

表格 15 公司对长江证券的投资收益情况 (可供出售金融资产) (2010 年半年报情况)

证券简称	最初投资成本	占该公司股权比例	期末账面价值	报告期损益	报告期所有者权益变动	股份来源
长江证券	492,657,402.50	8.03%	1,883,933,316.00		-1,110,735,684.23	法人股投资
合计	492,657,402.50	/	1,883,933,316.00		-1,110,735,684.23	/

资料来源: 公司年报, 第一证整理

表格 16 公司对长信基金的投资收益情况 (2010 年半年报情况)

名称	最初投资成本 (元)	持有数量 (股)	占该公 司股权	期末账面价值 (元)	报告期损益 (元)	报告期所有者 权益变动 (元)	报告期所有者 权益变动 (元)	会计核 算科目	股份 来源
长信基金	51,495,000.00	51,495,000.00	34.33%	105,750,462.36	10,885,225.21	10,885,225.21	10,885,225.21	长期股权投资	参股
合计	51,495,000.00	51,495,000.00	/	105,750,462.36	10,885,225.21	10,885,225.21	10,885,225.21	/	/

资料来源: 公司年报, 第一证整理

海欣股份现有主要医药子公司产品情况

表格 12 西安海欣制药有限公司现有片剂产品

片剂	适应症
美诺芬 (醋氯芬酸片)	骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊椎炎等引起的疼痛和炎症的症状治疗。
双平乐 (二甲双胍格列本脲片-1)	用于单纯饮食控制和或运动疗法血糖水平未得到满意控制的 2 型糖尿病病人。可作为单用磺脲类或盐酸二甲双胍治疗, 血糖水平未得到满意控制的 2 型糖尿病病人二线用药。
立可菲 (盐酸班布特罗片)	支气管哮喘、慢性喘息性支气管炎、阻塞性肺气肿和其它伴有支气管痉挛的肺部疾病。
顺坦 (茴拉西坦分散片)	用于治疗脑血管病后的记忆减退及中老年人的记忆减退。
口腔溃疡含片 (OTC 甲类)	清热敛疮。用于口腔溃疡。
二维钙赖氨酸片 (OTC 乙类)	赖氨酸、钙、及维生素 B 补充剂。适用于需要同时补充赖氨酸、钙、及维生素 B 者。

资料来源: 公司网站, 第一创业证券整理

表格 13 西安海欣制药有限公司现有胶囊产品

胶囊	适应症
坦通 (厄多司坦胶囊)	祛痰药, 用于急性和慢性支气管炎, 痰液粘稠所致呼吸道阻塞。
赛灵斯 (盐酸多奈哌齐胶囊)	用于轻、中度老年性痴呆的治疗。
欣诺金 (尼索地平缓释胶囊)	主要用于原发性轻、中度高血压症。

资料来源: 公司网站, 第一创业证券整理

表格 14 西安海欣制药有限公司现有大输液产品

大输液	适应症
-----	-----



清可宁（胞磷胆碱钠氯化钠注射液）

主要用于急性颅脑外伤及脑手术后的意识障碍。

氟尿嘧啶氯化钠注射液

用于乳腺癌，消化道癌，卵巢和原发性支气管肺癌的辅助治疗；恶性葡萄胎和绒毛膜上皮癌的治疗；浆膜腔癌性积液和膀胱癌的内化疗；头颈部亚性肿瘤和肝癌的动脉内插管化疗。

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 15 西安海欣制药有限公司现有冻干粉针剂产品

冻干粉针剂	适应症
可素（注射用苦参碱）	用于使慢性肝炎患者的丙氨酸氨基转移酶及胆红素恢复正常。
亚伯丁（注射用盐酸尼莫司汀）	脑肿瘤、消化道癌（胃癌、肝癌、结肠、直肠癌）、肺癌、恶性淋巴瘤、慢性白血病等。
注射用细辛脑	用于肺炎、支气管哮喘、慢性阻塞性肺疾病伴咳嗽、咯痰、喘息等。
注射用盐酸曲马多	中度至重度疼痛。
普尼克斯（注射用盐酸溴己新）	主要用于慢性支气管炎及其他呼吸道疾病如哮喘、支气管扩张、矽肺等由痰液不易咳出的患者。
朗宁（注射用曲克芦丁）	用于缺血性脑血管病（如脑血栓形成、脑栓塞）、血栓性静脉炎、中心性视网膜炎、血管通透性增高所致水肿等。
注射用氟尿嘧啶	用于乳腺癌，消化道癌，卵巢和原发性支气管肺癌的辅助治疗；恶性葡萄胎和绒毛膜上皮癌的治疗；浆膜腔癌性积液和膀胱癌的内化疗；头颈部亚性肿瘤和肝癌的动脉内插管化疗。
注射用乙胺硫脲	用于脑外伤、缺血性脑血管病、一氧化碳中毒、药物中毒等引起的脑功能障碍。

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 16 江西赣南海欣药业股份有限公司现有大容量注射剂产品

大容量注射剂

商品名	通用名	适应症	备注
孚卫	盐酸雷尼替丁氯化钠注射液	适用于急性胃粘膜病变、应激性溃疡、胃及十二指肠溃疡所致的急性上消化道出血。	独家
孚顺	单硝酸异山梨酯氯化钠注射液	适用于心绞痛治疗	
孚康	阿魏酸钠氯化钠注射液	用于缺血性心脑血管病的辅助治疗。	
孚泰	氟康唑氯化钠注射液	本品主要用于念珠菌病等适应症病情较重的患者。	
孚悦	盐酸洛美沙星氯化钠注射液	适用于敏感细菌引起的呼吸道感染。	
孚卫	盐酸雷尼替丁氯化钠注射液	适用于急性胃粘膜病变、应激性溃疡、胃及十二指肠溃疡所致的急性上消化道出血。	

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 17 江西赣南海欣药业股份有限公司现有小容量注射剂产品

小容量注射剂

商品名	通用名	适应症	备注
孚洛宁	克林霉素磷酸酯注射液	适用于革兰氏阳性菌引起的各种感染性疾病，适用于厌氧菌引起的各种感染性疾病。	
孚泰	肌苷注射液	临床用于血细胞或血小板减少症。	
孚泰	维生素 B12 注射液		
孚泰	利巴韦林注射液		



孚泰	盐酸林可霉素注射液	本品适用于敏感葡萄球菌属、链球菌属、肺炎链球菌及厌氧菌所致的感染。	
孚泰	维 D2 果糖酸钙注射液	用于缺乏维生素 D 所引起的矿物质代谢障碍。	
孚泰	复方氨林巴比妥注射液		
孚泰	克林霉素磷酸酯注射液	适用于革兰氏阳性菌引起的各种感染性疾病，适用于厌氧菌引起的各种感染性疾病。	
孚泰	维生素 B6 注射液	维生素及矿物质缺乏症	独家生产
赣欣	盐酸丁咯地尔注射液	周围血管疾病，慢性脑血管供血不足引起的症状。	
赣欣	三磷酸胞苷二钠注射液	用于颅脑外伤后综合症及其后遗症的辅助治疗。	
赣欣	盐酸丁咯地尔注射液	周围血管疾病，慢性脑血管供血不足引起的症状。	
孚泰	维生素 D2 注射液	用于维生素 D 缺乏症的预防与治疗。	独家生产
孚洛宁	克林霉素磷酸酯注射液	适用于革兰氏阳性菌引起的各种感染性疾病，适用于厌氧菌引起的各种感染性疾病。	
古密欣	维 D2 果糖酸钙注射液	用于缺乏维生素 D 所引起的矿物质代谢障碍。	

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 18 江西赣南海欣药业股份有限公司现有冻干粉针剂产品

冻干粉针剂

商品名	通用名:	适应症	备注
孚茵	注射用硫酸奈替米星	本品适用于敏感细菌所引起的包括婴儿、儿童等各年龄患者在内的严重或危及生命的细菌感染性疾病的短期治疗。	
赛瑞辰	注射用利福霉素钠	用于结核杆菌感染的疾病和重症耐甲氧西林金葡菌、表皮菌以及难治性军团菌感染的联合	
孚洛祥	注射用奥美拉唑钠	作为当口服疗法不适用时十二指肠溃疡等病症的替代疗法。	
孚新	注射用乳糖酸阿奇霉素	本品适用于敏感致病菌株所引起	
	注射用乳糖酸红霉素	本品作为青霉素过敏患者治疗感染的替代用药。	
孚尔健	注射用甲硫氨酸维 B1	本品用于改善肝脏功能对肝脏疾病有较明显的疗效。	
孚来宁	注射用甲磺酸培氟沙星	由培氟沙星敏感菌所致的各种感染。	
	注射用法莫替丁	主要用于消化性溃疡出血，应激状态时并发的急性胃黏膜损害和非甾体类抗炎药引起的消化道出血。	
孚新	注射用乳糖酸阿奇霉素	本品适用于敏感致病菌株所引起的感染。	
孚新	注射用乳糖酸阿奇霉素	本品适用于敏感致病菌株所引起的感染。	
赣欣	注射用乳糖酸阿奇霉素	本品适用于敏感致病菌株所引起的感染。	
孚尔健	注射用甲硫氨酸维 B1	本品用于改善肝脏功能对肝脏疾病有较明显的疗效。	专利
	注射用乳糖酸红霉素	本品作为青霉素过敏患者治疗感染的替代用药。	

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 19 江西赣南海欣药业股份有限公司现有口服溶液剂产品

口服溶液剂

商品名	通用名	适应症	备注
孚泰	转移因子口服溶液	用于某些抗生素难于控制的病毒性或霉菌性细胞内感染的辅助治疗。	全国两家
同舒	复方伪麻黄碱口服溶液	本品为感冒对症治疗药。适用于治疗由感冒引起的发热、头痛，周身四肢酸痛、流涕、鼻塞、咳嗽等症状。	独家
	转移因子口服溶液	用于某些抗生素难于控制的病毒性或霉菌性细胞内感染的辅助治疗。	
孚泰	转移因子口服溶液	用于某些抗生素难于控制的病毒性或霉菌性细胞内感染的辅助治疗。	



孚泰	转移因子口服溶液	用于某些抗生素难于控制的病毒性或霉菌性细胞内感染的辅助治疗。	
同舒	复方伪麻黄碱口服溶液	本品为感冒对症治疗药。适用于治疗由感冒引起的发热、头痛，周身四肢酸痛、流涕、鼻塞、咳嗽等症状。	独家

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 20 江西赣南海欣药业股份有限公司现有颗粒剂产品

颗粒剂

商品名	通用名	适应症	备注
孚康	愈酚喷托异丙嗪颗粒	用于感冒或流感引起的咳嗽、咳痰。	
孚康	维磷颗粒	用于因神经衰弱而引起的头晕目眩，精神疲倦等症。	
孚康	复方氨酚那敏颗粒	适用于缓解普通感冒及流行性感冒的症状。	
孚康	小儿氨酚黄那敏颗粒	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的症状	
孚康	小儿氨酚黄那敏颗粒	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的症状。	
孚康	复方枇杷喷托维林颗粒	用于上呼吸道感染，支气管炎等引起的干咳或咳嗽少痰。	独家

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

表格 21 江西赣南海欣药业股份有限公司现有其他产品

商品名	通用名	适应症	备注
		干混悬剂	
孚新	阿奇霉素干混悬剂	化脓性链球菌引起的急性咽炎，急性扁桃体炎及敏感细菌引起炎症。	
		原料药	
	维生素 D2		
		保健品	
	维生素 D2 (麦角骨化醇)		

资料来源：公司网站，第一创业证券整理

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P. R. China: 200120