

重庆啤酒乙肝疫苗揭盲事件

# 基金“盲调”重庆啤酒估值 大成发函促公司充分信披

证券时报记者 靳朝

在昨日重庆啤酒(600132)公告乙肝疫苗揭盲数据复牌一字跌停之后,今日重仓持有重庆啤酒的大成和富国两家基金公司发布对重庆啤酒进行估值调整的公告,但公告中均未提及调整后给重庆啤酒的估值价格,让基金投资者和业界无法确定基金预测的下跌幅度。

大成基金公司今日公告显示,经与托管银行商定,自2011年12月8日起对公司旗下基金持有的重庆啤酒采用估值模型进行估值调整。富国基金公司今日公告显示,重庆啤酒复牌后股价即跌停,且交易极不活跃。经与托管银行商定,决定自2011年12月8日起,对旗下基金持有的重庆啤酒股票按照公允价值进行估值调整。另外一家重仓持有重庆啤酒的国泰基金公司今日未发布基金估值调整公告。

尽管基金公司没有给出调整估值后重庆啤酒的价格,但从昨日部分基金的单位净值下跌情况中也能看出一些端倪。大成优选昨日单位

净值下跌了3.76%,大成行业轮动昨日单位净值下跌了3.54%,另有大成旗下3只基金昨日单位净值下跌了3.2%左右,富国天源昨日单位净值下跌了2.01%。

根据重仓基金的单位净值下跌情况和昨日股指的微小推算,基金公司有可能是在昨日重庆啤酒跌停的基础上再下调了2-3个跌停,但具体调整到什么程度,两家基金公司调整幅度是否相同,都无法根据公告和净值数据进行判断。

此外,大成基金公司公告还显示,该公司已向上市公司正式发函督促其充分履行信息披露义务,并将密切关注上市公司的后续动向,积极与上市公司沟通相关事宜。

从基金业绩来看,由于重庆啤酒价格下跌和基金公司估值向下调整,重仓重庆啤酒基金的业绩迅速下滑,其中大成优选今年年初以来的净值下跌幅度从20.39%上升到了24.23%。

基金景福、大成优选和基金景宏3只重仓持有重庆啤酒的基金昨日价格大跌6%左右,跌幅分别为6.77%、6.52%和5.86%。

编者按:一石激起千层浪。重庆啤酒昨日公告的治疗性乙肝疫苗揭盲结果引来了各种不同声音。行业专家如何看待这个结果?重仓的基金将如何对重庆啤酒进行估值调整?此前强烈推荐重庆啤酒的券商研究员又有何不同看法?该股今日走势将如何?投资者当从这一现象中吸取什么教训?本专题将从各个角度解读这一现象,以飨读者。



CFP/供图

## 专家:重庆啤酒乙肝疫苗临床试验成功率不高

证券时报记者 李娟 忻惠

重庆啤酒(600132)12月8日披露了乙肝疫苗揭盲结果,由于具备药理活性的试验组应答率低于预期,眼下投资者最关心的是:重庆啤酒押宝了13年的乙肝疫苗成功率有多大?为此,记者专程赴上海一家专业进行创新药临床研究合作的CRO(合同研究组织)公司,采访了相关业内人士。

该公司一位不愿具名的专家告诉记者,国内新药在上市前,一般要经过三个临床试验阶段。其中,I期临床试验是将剂量由少到多地用于经过筛选的健康志愿者,以得到药物最高和最低剂量的区间信息,验证药物的安全性是I期试验的主要目的,在拿到国家食品药品监督管理局(以下简称SFDA)的II期试验批文后,方可在病理志愿者身上开展II期临床试验;II期试验是验证有效性的初步评估阶段,病理样本数在200人-300人之间,同样在获得SFDA对试验结果认可的批文后,才能进入确定给药剂量的III期临床,这个阶段要求有足够的样本数,是治疗作用的确证阶段。也就是说,能否最终获得药品许可证,要看III期临床有效性等指标。

不过,根据重庆啤酒此前发布的公告,佳辰生物早在2005年6月27日就一次性拿到了SFDA关于开展II、III期临床试验的批复。对此,这位业内人士表示,同时拿

到II、III期临床试验批复的创新药,几年前是有可能的,这意味着即便佳辰生物II期试验数据低于预期,也能继续开展临床III期的试验。

那么,佳辰生物潜心研发的合成肽乙肝疫苗能否在接下来的III期临床试验中“反转”并最终拿到上市批文?对此,上述专家较为谨慎地表示,这种情况此前极少出现,毕竟国内已上市的创新药并不多,临床试验结果是否成功,最终还需要SFDA组织生物统计专家团队对实验结果进行评审和鉴定。

据相关资料介绍,佳辰生物合成肽乙肝疫苗实验的学术牵头人是第三军医大学全军免疫学研究所教授吴玉章,他首创了表位识别的氨基酸密码学说和模拟抗原的分子设计理念,用来克服天然抗原的免疫弱势和蛋白大分子的免疫偏差和免疫颠覆。记者就此研究思路和成功的可能性咨询了中国药品生物制品检定所的一位高级专家。该高级专家说,10多年前国家有关研究机构就想展开此项研究,但去美国等国家考察后发现,肽用于乙肝疫苗在病理上难以成立。首先,肽进入人体后能不能产生抗体是一个问题,即使能产生抗体,在产生抗体前排泄掉的概率较高,所以,最后有关研究机构放弃了这项研究。这位高级专家进一步表示,做合成肽乙肝疫苗研究需要世界级的实验室,而我们国家目前缺乏这样的实验室,也就是说,相应的研究条件也不完全具备。他笑称:“肽用于乙肝疫苗目前还难以做到,如果谁研究成功了,能得诺贝尔奖。”

## 大成基金回应重庆啤酒揭盲结果数据

大成基金医药研究主管吕猛认为,重庆啤酒在相关数据并不完整、未得出最后定性结论前复牌,从信披流程上看存在问题。他表示,总体来看,项目已取得阶段性成果,并对项目的前景充满期待。

证券时报记者 杨磊

针对重庆啤酒(600132)昨日公布的揭盲结果数据,大成基金医药研究主管吕猛表示,此次重庆啤酒公布的安慰剂对照组的转阴率为28.2%,这个数字非常异常。其不仅超过所有文献记载的最高水平,而且令人吃惊的是,它竟然非常接近国际上目前乙肝治疗一线用药的治疗水平。如果安慰剂对照组转阴率以5%来测算,由重庆啤酒用药组的转阴率可达50%以上,即便安慰剂对照组转阴率为有文献记载的最高17%,则重庆啤酒用药组的转阴率也将达到40%以上。

国际上所有治疗乙肝新药临床试验中,有文献记载的安慰剂对照组最高转阴率为17%,所有临床治疗统计的慢性乙肝病人自然转阴

率低于2%!

从用药组的治疗效果来看,有效病例328人中,安慰剂对照组与两个用药组的应答率都是30%左右,故可以推测总的应答人数约为328\*30%=98人,整体看疗效不错,目前国际治疗乙肝病毒一线用药水平也大抵如此。当然,判断一个新药的疗效,并不能仅靠上面几个简单的数据,还需要综合考虑疫苗的安全性等其它数据,而重庆啤酒此次揭盲结果根本未公布这些数据,仅仅公布一些初步结论,投资者根本无法对疫苗的前景做出正确判断。”吕猛表示。

因此,吕猛认为,重庆啤酒在相关数据并不完整、未得出最后定性结论前复牌,从信披流程上看存在问题。针对上述情况,他建议重庆啤酒尽快就安慰剂对照组应答率极不正常的数据与广大投资者进行解释,并就新药最终安全性评估和后续临床试验安排等事项与广大投资者进行交流,以便市场对此做出合理的评价与判断。

吕猛进一步表示,创新是有一定风险的,尽管市场对重庆啤酒此次揭盲结果存在很大分歧,但总体来看,大成基金认为项目已取得阶段性成果,并对项目的前景充满期待。

公开数据显示,大成基金2009年开始重仓介入重庆啤酒,至今持有时间已达3年,获利丰厚。

■记者观察 | Observation |

## 高风险 长周期 挤牙膏 市场谨防“重啤式炒作”

证券时报记者 范彪

重庆啤酒(600132)的乙肝疫苗炒作事件极具典型意义。“重啤式炒作”具备了同类题材炒作的特点,同时又将题材炒作的某些特点发挥到了极致,其炒作集中了高风险、高收益、长周期、挤牙膏、利益纠葛复杂等诸多特点,值得市场各个参与主体深入反思。

首先,和许多题材炒作一样,重庆啤酒的乙肝疫苗不仅仅现在没有产生利润,将来三五年内,恐怕也很难产生实质业绩。

截至目前,市场多倾向于将重庆啤酒的乙肝疫苗看作是一种题材炒作,是一种概念。一般而言,被认为是概念、题材的项目多是那些具备想象力却并没有在营业收入和净利润上得到落实的项目。

近年来,概念炒作在国内市场非常盛行,从前两年的锂电池、禽流感到近年的抗旱概念、地震概念,这种题材炒作都有简单的逻辑:比如,天

气干旱了,那么那些生产抗旱设备的企业就可能受益。类似虚无缥缈的概念炒作往往是游资的专利,券商研究员、基金一般不会关注这类股票。

其次,相对于一般的概念炒作,重庆啤酒炒作最大的不同在于,它有着清晰、严密的逻辑。即便是,疫苗一旦研制成功,的确会给公司带来实质性的影响。这一点,与漫无边际的地震概念这类炒作,有着本质的区别,比如,由于干旱有极强的区域性、周期性,上面说的抗旱概念股实际上是很难直接受益干旱。

重庆啤酒乙肝疫苗的投资逻辑,吸引了券商研究员的密切关注,基金也大幅买入该股。

再次,重庆啤酒的概念想象力巨大,数以亿计的乙肝患者意味着巨大的市场空间,这个饼之大,可能是以往任何一只概念股都望尘莫及的。和其他概念炒作一样,重庆啤酒炒作风险大、收益高。成功则意味着股价以几

何数字增长,失败则股价暴跌。由于饼大,题材炒作风险大的特点也在重庆啤酒身上得到了充分体现。

这两年来,在医药领域,包括江苏吴中、海欣股份、岳阳兴长等公司和重庆啤酒一样,在研究开发新药,在这些公司的身上,都有重庆啤酒的影子:虽然药物产生的业绩遥遥无期,但一旦研发成功,产品往往都有很大的市场想象力。

值得注意的是,重庆啤酒式炒作有从医药领域向其他领域扩散的趋势,最为典型的近期的涉矿概念炒作。

中润投资、莱茵置业、中弘股份等公司都呈现出一条明显的运作轨迹:表达涉矿意愿或在公司章程中增加矿业经营范围;而后成立矿业公司,成为矿业业务运作平台;继而买矿,尽管仅仅可能只是买到一个探矿权……

利好一点点地被释放出来,就像挤牙膏一样,投资者像一个闻到香味的饥肠辘辘的人,被一只无形之手牵引着走向发出香味的方向,仿佛距离

美食越来越远。他们不会知道,心目中的美食越来越远之时,巨大的风险却已悄然而至。

在未来很长的一段时间里,类似于重庆啤酒式的题材还会陆续出现,从重庆啤酒身上,市场各个参与主体有必要进行反思。

对于单个的投资者而言,每一种投资、每一笔交易都没有对错之分。只不过,投资者更有必要确定自己是是否真的对项目了解得足够深入,理性对待一边倒的研究报告,有必要确定自己能否承受最差的结果。

在重庆啤酒的案例中,疫苗的专业性极强,上市公司的公告虽中规中矩地进行了信息披露,但相关表述晦涩难懂,普通投资者很难透彻理解,类似的情况,上市公司以后有必要对相应的项目的进展进行更为通俗的解释和说明。

上市公司投入研发新产品天经地义,但也不排除个别公司借口投资项目的实为炒作股票。为此,有必要加强对题材炒作的上市公司的监管。

## 券商质疑揭盲数据 称着手修改重庆啤酒评级

行业就此引发“存在重大风险的科学实验结果能否作为研究假设”的争论

证券时报记者 弘毅

数据令人生疑。”兴业证券研究员王晞表示,安慰剂组应答率竟然达到28.2%,也就是说一个人不用吃药,产生乙肝抗体的概率是28.2%,显然不符合常理。

重庆啤酒(600132)昨日公告的数据不敢苟同。”华创证券研究所一位高管也表达了同样的疑惑,并称重庆啤酒公告的数据已引起研究行业的普遍质疑。

对于重庆啤酒耗时13年研发的乙肝疫苗实验疗效甚微的结果,上述兴业证券和华创证券人士昨日接受了证券时报记者的采访。此前,两家券商对重庆啤酒屡屡给出了强烈推荐评级。不过昨日王晞告诉记者,目前已经在着手讨论修改对重庆啤酒的评级。

记者了解到,重庆啤酒乙肝疫苗实验结果不仅将兴业证券和华创证券的两位研究员推到了舆论的风口浪尖,同时也引发了券商研究界关于存在重大风险的科学实验结果能否作为研究假设的争论。

### 风险巨大为何“强推”

昨日重庆啤酒乙肝疫苗揭盲公告一出,该公司二级市场股价毫无悬念地一字跌停,新药研究成功率极低的风险和股价远超啤酒业务支撑的风险集中释放。

不过,巨大的风险并未阻止部分券商此前给予该上市公司强烈推荐评级。仅今年以来,288元价值,并给出了12个月156元的目标价,而其中啤酒业务支撑的股价仅为12元。一旦乙肝项目失败,重庆啤酒的股价下跌风险可见一斑。

对于为何对重庆啤酒屡屡给出强烈推荐评级,王晞和华创证券研究所上述高管在接受证券时报记者采访时均表示,前期给出的强烈推荐评级均建立在同一个假设之上,即重庆啤酒乙肝疫苗项目进展顺利,2013年完成3期临床试验,2014年取得新药证书并成功上市,而估值与啤酒业务关系甚微。

按照华创证券研究员廖万国今年初给出的估值逻辑,该治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗上市后10年保守估计可以产生800亿元以上的销售收入和过百亿元的净利润。即使按疫苗上市后连续5年经营计算其净利润逐年简单贴现至目前,对重庆啤酒净利润贡献近70亿元,按20倍PE计算,合成肽乙肝疫苗价值为1400亿元,即每股288元价值,并给出了12个月156元的目标价,而其中啤酒业务支撑的股价仅为12元。一旦乙肝项目失败,重庆啤酒的股价下跌风险可见一斑。

尽管兴业证券研究员王晞并未给出类似廖万国的定量的逻辑推理过程,但王晞7份研报中均提及该疫苗“市场潜力巨大”等字样,并在一份研报中表示,我国每年因乙肝带来的经济损失约6000亿元,因此重庆啤酒推出的乙肝疫苗带来的财富

节约非常可观。

### 研报假设之辩

在研究领域有句名言,如果假设是错的,逻辑越严密则结论越偏离事实。重庆啤酒昨日的公告,瞬间使得兴业证券和华创证券制作相关研报的前提不复存在,其逻辑也就无关紧要,而业界开始反思具有巨大风险的科学实验结果能否作为研报的假设这一话题。

据上述华创证券研究所高管介绍,在目前的研究生态中,募投项目的估值均建立在该项目能够按期投产、产品能够成功上市、款项能够顺利回收等诸多完美的假设之上,对于需要做临床试验的科学实验也不例外,只需充分提示风险即可。因此,该研究所研究员廖万国推出的研报完全合规。而王晞在接受记者采访时也表示,前期推出的研报完全按照相关规定进行了风险提示。

不过,上述华创证券高管称,事实上,研究员的研究报告是根据公司公告和研究员的调研,按照一套逻辑对其进行分析,最终得到一个结果。而重庆啤酒昨日的公告完全否定了假设,也否定了此前公告的项目进度,从而使得逻辑分析毫无意义,如何应对这一情况的确需要进行反思。

一位不愿具名的研究员表示,今年以来,重庆啤酒发布的临时公告、季报、半年报以及2010年年报中,均对乙肝疫苗的项目有所提及,北京大学人民医院中心实验室和浙江大学第一附属医院中心实验室的受试案例越来越多,而就在重庆啤酒10月份召开的董事会上,还提出拟启动治疗性乙肝疫苗的III期临床国际多中心试验,这一切都说明该公司对其乙肝疫苗项目的信心越来越充足,按理说药品的安全性和有效性均有所保障,而昨天的公告将这一切全都推翻了。

值得关注的是,作为一家股价稳定且稳步攀升的上市公司,除兴业证券和华创证券外,记者在公开资料库和Wind数据库中并未查到其他券商研究所的相关研报。事实上,多位研究所所长接受记者采访时表示,早已禁止研究员撰写重庆啤酒的研报,并认为重庆啤酒推出的治疗性疫苗存在逻辑错误。

深圳某排名靠前的券商研究所所长含蓄地表示,既然是治疗用的,就应该称为药;既然是疫苗,则应该不是为了防御而不是治疗。治疗性疫苗这个概念超出了金融研究员的研究能力范围,且其治疗方案经不起推敲,因此不能作为研报的假设。

国信证券一位不愿具名的医药行业研究员则一针见血地表示,科学实验的结果具有刚性,成功或是失败并不会因为分析而产生影响,况且新药研究的成功率本来就低,因此将科学实验的结果作为研报的假设毫无意义,投资者关注重庆啤酒实属“无聊”。

## 重啤“一”字跌停 机构未能出逃

证券时报记者 罗力

成败皆由乙肝疫苗。重庆啤酒(600132)因乙肝疫苗概念而成为3年10倍的大牛股,并在乙肝疫苗结果揭盲前夕创出历史新高,但因治疗数据逊于预期,该公司股票昨日复牌后“一”字跌停。

公开成交信息显示,昨日重庆啤酒卖出方均为游资席位。南京证券南京大钟亭营业部作为卖一席位抛售了785.67万元,占当天817.77万元总成交额的96%,以跌停价72.95元计算,折合10.77万股。南京证券南京大钟亭营业部曾在2010年3月底、4月14日、8月19日以及2011年7月6日反复出现在重庆啤酒的龙虎榜上,根据其操作手法来看应该是快进快出类型,昨日再度出现在卖一席位,很可能是在重庆啤酒停牌前赌利好消息而杀人,不料这次铩羽而归。

此外,国泰君安证券广州东风中路营业部卖出4300股,而位列卖三的宏源证券上海妙境路营业部仅卖出100股。

尽管在停牌前两天趁该股大涨之际,机构逢高减仓迹象明显,仅从公开交易信息中便可看到机构席位合计减仓1.08亿元,但在重庆啤酒跌停当日,诸多机构尚未能够成功出逃。

在公司的买入席位中,中信证券总部买入203.53万元,广发证券旗下的两家营业部双双买入36.475万元,还有一家机构席位也买入30.639万元。如此寥寥买盘,相对于72.59元跌停价上的巨大卖单只不过是杯水车薪。

此外,在昨天的大宗交易中,重庆啤酒也上榜两次,均以72.95元的价格合计成交24.58万股。市场普遍预期今天继续跌停概率很大,接盘方如何脱身有待观察。