

聚焦核心能力 发力朝阳产业

——中源协和(600645)投资价值分析报告

1、公司概况:国内干细胞存储行业领跑者

1.1 前世:从传统纺织业务向高新技术的成功转型
公司上市以来至2000年,主营业务为生产和销售平绒系列产品及制品、丝绒、灯芯绒、印染布等。

2000年,由于公司主业产品业绩不突出、效益不佳,公司第十一次(2000年临时)股东大会审议通过了公司投资干细胞基因工程项目的议案,公司主营业务开始向生命科学技术开发和干细胞基因工程产业化转型。

2008年,公司主营业务中干细胞存储业务收入超过纺织业务收入,纺织业务经营发生严重亏损,拖累公司经营总体业绩,公司决定剥离纺织资产,集聚资源发展干细胞业务。

2010年3月18日,公司六届二十次董事会审议通过《关于转让湖北望春花公司股权等纺织资产的议案》,将公司的纺织资产一揽子打包转让,彻底解决了传统纺织业对公司经营业绩的长期拖累,实现了公司主营业务向生命科学技术开发和干细胞基因工程产业化的转型。

1.2 今生:致力于成为全产业链的干细胞行业专家
公司承接国家级干细胞基因临床转化基地建设项目,是目前国内沪深两市唯一一家以干细胞产业为主营业务的上市公司,是中国最早投资生物资源存储项目的企业。

公司成功运营了协和干细胞基因工程有限公司、协和华东干细胞基因工程有限公司、和泽生物科技有限公司等三家国内干细胞知名企业。

1.3 实际控制人李德福先生
公司上市以来,历次控股股东发生较多次的变更,目前公司的母公司为天津开发区德源投资发展有限公司,最终控制人为李德福先生。

2012年1月18日,李德福先生对公司控股股东德源投资公司的实际股东红翻投资公司进行溢价增资,增资完成后,李德福先生对公司拥有控制权,李德福先生成为公司的实际控制人。

李德福先生自2013年以来,多次通过二级市场增持公司股票,目前直接或间接控制公司股权比例达25.74%。

图表1:公司发行前后股权结构一览表

	本次变动前		本次变动后	
	数量(股)	比例(%)	数量(股)	比例(%)
德源投资	65,138,819	20.04	89,607,758	25.65
君和丰华	13,364,372	4.11	13,404,873	3.84
其他	246,537,839	75.85	246,278,399	70.51
合计	325,041,030	100.00	349,291,030	100.00

来源:公司资料、怀新投资

1.4 干细胞生命研究产业:21世纪最热门、最前沿的领域之一

如果问21世纪什么科学最引人注目,生命科学必将入选,而干细胞生命研究产业已成为当今生命科学最热门、最前沿的领域之一。干细胞不仅可以修复组织器官损伤,在治疗肝硬化、免疫系统疾病等多种难治性疾病方面拥有广阔的应用前景。

干细胞是指尚未分化的细胞,存在于早期胚胎、骨髓、脐带、胎盘和部分成年人细胞中,它能够被培育成肌肉、骨骼和神经等人体组织和器官。利用干细胞培育出的组织和器官对治疗癌症和其他多种恶性疾病具有重要意义,将为糖尿病患者、早发性痴呆症患者、帕金森氏症患者、脊髓受损患者等带来希望。

干细胞研究已成为衡量一个国家生命科学与医学发展的重要指标,许多国家都加大了对干细胞研究的支持力度,使干细胞的研究和应用得到了快速发展,为公司进行干细胞存储、研发提供了一个良好的环境。

利用干细胞具有高度自我更新、增殖、多分化、可植入性及具有重建能力特性的干细胞治疗涉及人类面临的大多数医学难题,如心血管疾病、恶性肿瘤、自身免疫病、遗传病等。其研究和应用将在细胞治疗、组织器官移植、基因治疗、新药开发与药效、毒性评估等领域产生重要影响。

目前干细胞治疗的临床应用主要集中在:

1、组织损伤性疾病

干细胞移植治疗白血病、干细胞移植治疗强直性脊柱炎、间质干细胞治疗肝硬化、干细胞移植治疗脑瘫和脑损伤、干细胞治疗脊髓损伤、干细胞治疗脑外伤后遗症。

2、美容方面

干细胞移植嫩肤美容、干细胞修复烧伤皮肤。
近年来国内外以干细胞为主的细胞治疗研究发展迅速,在治疗退行性疾病、缺血性心脑血管疾病、肝硬化及糖尿病等领域已开展了多项临床试验研究,但作为新型治疗性产品,干细胞产品在治疗的安全性和有效性方面还存在若干风险因素。

目前,除已成熟地用于白血病治疗的骨髓造血干细胞外,其他绝大多数干细胞产品均处于临床研究起始阶段,并且存在诸多难以确定和控制的内源性及外源性风险因素,也是目前干细胞治疗产品临床应用的困难。

目前,干细胞治疗产品可以治疗心肌功能、肝病、溃疡、皮肤损伤、股关节再造、神经退行性疾病、脑萎缩等,此外还能用于美容和延缓衰老。

目前,干细胞技术比较昂贵。未来,干细胞技术将是主要的临床治疗手段之一,既能保证长期治疗效果又能降低费用,对于全人类都有重大意义。

1.5 公司是国内干细胞产业的领跑者

现代生物技术产业主要包括三个方面:干细胞、基因和蛋白质。专家认为,在后两项上,我国与世界先进国家的距离较大,但干细胞产业与世界先进水平距离不大。专家的这份自信和底气,很大程度上来源于天津滨海新区的一家企业——中源协和干细胞生物工程股份公司。

作为国内唯一主营干细胞产业的上市公司,公司及其下属协和干细胞基因工程有限公司,拥有全球库容量最大、技术最先进的干细胞库和亚洲最大的脐带血造血干细胞库,是国内生物基因研究开发领域的龙头企业。

近年来,公司已经在干细胞生物资源保存、技术应用开发、干细胞药物研发等相关领域取得20多项知识产权专利,拥有自主知识产权的抗人CD类单克隆抗体100余种、杂交瘤细胞株200多株,开展单克隆抗体CD44基因工程抗体药物的开发。还先后承担国家杰出青年基金、自然科学基金、攀登计划基金等课题,获得包括国家自然科学二等奖在内的科技奖项7项。

投资要点

●公司是国内最早投资生物资源存储项目的干细胞行业专家,拥有全球库容量最大、技术最先进的干细胞库和亚洲最大的脐带血造血干细胞库,是国内生物基因研究开发领域的龙头企业。

●公司已经初步形成了全国性干细胞库网络,具备较良好的品牌形象和服务能力:目前已在15个省保存脐带血干细胞和间充质干细胞超过25万份;公司在干细胞技术方面有深厚的积淀和雄厚的实力:公司注重对研发的投入,研发占比达6%;公司注重人才的培养与技术传承:公司秉承“科技以人为本”的经营理念,采用多种政策措施引进、培养、激励人才;公司拥有清晰的战略规划和务实的执行能力。

●公司未来将受益于产业的发展和自身的积淀:据中国医学科学院医学信息研究所编写的《干细胞年鉴2010》预测,全球干细胞医疗近两年的潜在市场规模大约为800亿美元,未来20年内,干细胞医疗市场的全球规模将迅速增长,如果将药物等有关产业计算在内,2020年前后全球干细胞市场规模每年可达800亿美元。公司将依赖于自身在技术和人才方面的储备,清晰的发展方向 and 优秀的执行能力,在这场发展的盛宴中获得长足的发展。

●非公开发行改善资本结构:本次非公开发行完成后,公司的财务风险和资金压力将得到降低,减少公司的财务费用,使公司财务结构更加趋于合理。

●公司主要投资价值在于其在干细胞产业链中具备的资源、人才、技术等方面的优势,加上优秀的战略规划和执行能力,因此将在未来干细胞行业的大力发展和竞争中脱颖而出,因此我们建议投资者予以积极关注。

2、公司致力于打造干细胞全产业链企业

2.1 公司拥有长远发展的三驾马车:资源、技术、人才

2.1.1 公司已经初步形成了全国性干细胞库网络,领跑行业

干细胞产业主要可以分为三部分:第一部分处于上游,干细胞制备主要原料——脐带血存储;第二部分处于中游,干细胞提纯制备;第三部分处于下游,干细胞介入治疗,这一部分都集中在医院。

目前,干细胞存储是最成熟也是最重要的干细胞产业化项目,中国的干细胞产业在过去10年一直以存储为主。在全国16个地区(包括天津、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山西、陕西、河南、安徽、江苏、浙江、上海、江西、重庆、云南、海南,并有福建正在筹建)建成干细胞库并投入运营,初步形成了全国性的干细胞库网络。

公司是国内最早、已存储数量最多的干细胞存储业务领域的公司,目前已保存脐带血干细胞和间充质干细胞超过25万份,是一家拥有全国性干细胞库网络的公司。

为保持公司在干细胞存储业务领域的竞争优势,公司已在全国16个地区(包括天津、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山西、陕西、河南、安徽、江苏、浙江、上海、江西、重庆、云南、海南,并有福建正在筹建)建成干细胞库并投入运营,初步形成了全国性的干细胞库网络。

全国性的干细胞库网络,不仅可以在上述任何一个地区为客户提供即时地提供多种类的干细胞存储业务服务,也有利于公司整体品牌的建设。未来公司将继续在空白区域建设干细胞库,并不断调整产品结构,研发新技术,保持公司在干细胞存储业务领域的领先地位。

干细胞在临床应用中,重要挑战之一在于高质量的细胞来源,以及能维持细胞活性的保存技术。公司主要从事干细胞采集、存储技术服务,因此也就具备了开展下游干细胞研究与临床应用的基础,加上公司已完成对干细胞采集及存储的产业布局 and 全国干细胞库网络的初步形成,这就为涉足干细胞临床应用等下游产业奠定了极为宝贵的资源基础。

2.1.2 公司在干细胞技术方面有深厚的积淀和雄厚的实力
干细胞临床治疗及产品是干细胞产业的发展方向,药物研发的技术发展和转化则是未来干细胞产业竞争的焦点。中国政府对干细胞技术非常重视,把干细胞列入“863”和“973”计划,在973计划中干细胞领域是立项最多的一个。

“十二五”规划明确将“干细胞研究、发育与生殖研究”列为六个重大科学研究,并在规划中要求有关单位集中优势力量,推进重大科学研究计划实施。政府还建立了科技部国家干细胞工程研究中心、发改委干细胞产品国家工程研究中心等等。

公司目前通过引进掌握核心技术的尖端科学家,与国内、国际大批的干细胞专家联合,积极参与干细胞临床治疗项目的研究,建立一套多适应症、系列化、多治疗点的干细胞临床治疗技术体系。同时,依托现有地方干细胞资源,选择与近八十家权威三甲医院进行合作,建立互信互惠互利的临床治疗中心。

2013年3月,卫生部组织制定了《干细胞临床试验研究管理办法(试行)》、《干细胞临床试验研究基地管理办法(试行)》和《干细胞制剂质量控制和临床前研究指导原则(试行)》,为干细胞临床治疗及产品研发明确了途径。

随着国家干细胞产业政策的不断完善,公司干细胞技

术不断的突破,公司研发的干细胞临床治疗技术和产品,未来将使干细胞存储客户不断受益,成为公司利润新的增长点。

近年来,公司利用细胞工程、生化工程、基因工程等,进行干细胞、基因产品的开发和资源保存,干细胞工程系列产品的技术开发及产业化,干细胞临床移植,单克隆抗体诊疗技术研究开发和应用,以及基因检测和基因芯片的研发、生产和销售等。

2011年,公司在对传统纺织行业资产进行集中清理后,作出一个重大举措:收购和泽生物科技有限公司100%股权并对其进行增资。

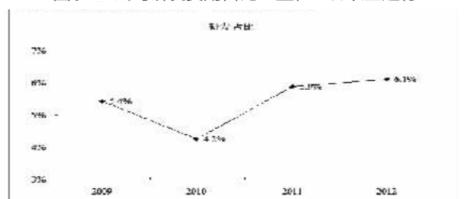
2009年9月,和泽生物与中国科学院上海健康科学研究所联合承担国家科重大专项“重大新药创制—成体干细胞治疗”的研究。2010年,和泽生物参与国家高技术发展计划(863计划)“干细胞促进围手术期肝脏再生修复及移植免疫耐受的应用研究”的课题申请,并获得批准。

公司对和泽生物增资的资金主要用于建立覆盖全国的干细胞库产业化网络、天津空港干细胞产业化基地、脐带血造血干细胞多项临床应用研究、多项干细胞培养基项目等四个项目。这些项目完成后,将成为公司新的利润增长点。

然而,公司收购和泽生物的目的并不局限于此,更为深远的意义在于,收购和泽生物,将助推公司更好地将干细胞研究成果转化应用,不仅对现有业务起到巩固、提升的作用,更有助于提高公司干细胞产业的聚集效应,加快形成公司自主知识产权的核心技术和核心产品的开发能力,从而拥有丰富、持续的产品储备,在激烈的市场竞争中取得优势。

仅在2012年公司及子公司开展研发项目共计40项,公司注重对研发的投入,2012年投入研发费用达到1840万元,占营业收入比重达6.1%。

图表2:公司研发费用占比一直在4%以上运行



来源:公司资料、怀新投资

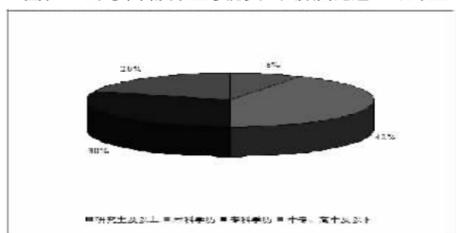
2.1.3 公司注重人才的培养与技术传承

公司秉承“科技以人为本”的经营理念,拥有员工近1600名,其中20%为技术研发人员,50%的员工具有本科及以上学历,构成了一支高素质科研与管理队伍。

公司与国内众多研究机构、高校和医院建立了合作关系,共同开展研发项目,并参与“863”和“973”的重大科研项目,为今后持续稳定健康的发展奠定了基础。公司还聘请英国卡迪夫大学校长、诺贝尔医学奖得主 Martin John Evans,“中国干细胞之父”前军事医学科学院院长吴祖泽院士、中科院院士、同济大学校长裴钢院士等专家作为中源协和干细胞技术委员会顾问。

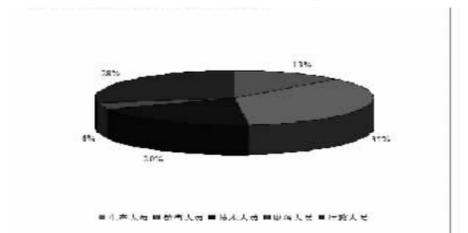
干细胞研究领域追求以人为本,高素质的人才才是公司发展的基本保证,因此部分关键人员对整个企业的发展有着不可替代的作用,公司将通过实行股权激励、项目提成、销售提成等多种方式相结合的薪酬模式,使公司及公司股东的利益与公司管理团队、特殊人才的利益逐步趋于一致,避免人才流失可能给公司发展造成的不利影响。

图表3:公司本科及以上学历员工人数占比达50%以上



来源:公司资料、怀新投资

图表4:公司技术人员占员工总数20%



来源:公司资料、怀新投资

2.2 公司有清晰的战略规划和务实的执行能力

公司的战略目标成为全球有影响力的、中国最大的、以干细胞和基因技术为核心的,以改善人类生命健康为目的,集干细胞生物资源保存、研发、产品、服务为一体的生命科技产业龙头。

公司将在近年内形成公司发展战略报告,清晰指明未来发展的路径和方向,目前将包括但不限于干细胞资源库市场开发和存储业务拓展、基因检测、药物研发、单抗项目、培养基和检测试剂项目、干细胞美容护肤品项目、临床治疗、信息平台等。

这些业务纳入战略规划后的逐步推进,将对于公司业务产品线的丰富,竞争能力的提升都有着重大的现实和战略意义。

公司在实际管理和执行过程中,对于工作的细化和执行则有着更为明确的要求,如在市场开发与管理的月报、业务开发计划、资本结构完善、品牌建设、学术培训等方面的措施都有力地保证了战略规划的逐步实现。

公司已于2013年1月17日完成对全资化妆品子公司的投资;2013年3月22日,和泽生物公司与上海英赛生物科技发展有限公司完成合作成立子公司,使用自体中胚层基质细胞治疗心脏衰竭技术进行商业开发;子公司协和干细胞公司完成二期基地建设和干细胞库相关软件开发。

以上这些项目的逐步推进都将为公司未来新的利润增长点,进而推进公司战略目标的逐步实现。

2.3 公司未来将受益于产业的发展和自身的积淀
据中国医学科学院医学信息研究所编写的《干细胞年鉴2010》预测,全球干细胞医疗近两年的潜在市场规模大约为800亿美元,未来20年内,干细胞医疗市场的全球规模将迅速增长,如果将药物等有关产业计算在内,2020年前后全球干细胞市场规模每年可达800亿美元。

随着国际、国内各种干细胞临床应用的拓展,技术上的突破与成熟,将引致干细胞行业的快速发展。

公司将依赖于自身在技术和人才方面的储备,清晰的发展方向 and 优秀的执行能力,在这场发展的盛宴中获得长足的发展。

3、非公开发行改善资本结构

截至2013年12月2日,公司实际已向德源投资非公开发行人民币普通股(A股)股票2,425万股,扣除承销保荐费、律师费等发行费用后,募集资金净额为人民币34,763.25万元。

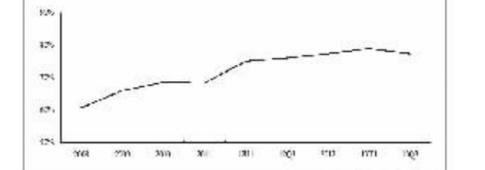
本次非公开发行完成后,主要资金用于偿还收购和泽生物股权带来的借款。公司的资产负债率将有所下降,公司的财务风险和资金压力将得到降低,减少公司的财务费用,使公司财务结构更趋于合理。

图表5:公司利息支出占借款后大幅增长

单位:万元	2011	12H11	12H12	2012	13H1
利息支出	0	0	362	362	553
减:利息收入	879	847	802	1,649	504
合计	-814	-809	-383	-1,192	68
归属母公司净利润	2,343	1,425	-36	1,390	-262

来源:公司资料、怀新投资

图表6:公司自2012年下半年开始,资产负债率居高不下



来源:公司资料、怀新投资

4、投资建议

我们认为随着干细胞应用技术上的成熟,进入应用领域的拓展,都将推动公司目前业务和未来业务的大幅提升。公司作为国内干细胞行业的领跑者,有望分享超越行业发展的盈利增速,从而实现业绩的快速增长。

从短期而言,公司二期存储项目的逐步完工、化妆品产业和干细胞治疗领域上的突破与应用,都将形成公司新的利润增长点,从而提高公司的竞争力和盈利能力。

公司实际控制人李德福先生今年以来多次在二级市场增持,表明对公司发展前景的乐观和公司价值的认可,我们建议投资者予以积极关注。

(深圳市怀新企业投资顾问有限公司)(CIS)