



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号: S130051209002
(8621)20328587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉焯为本报告重要贡献者

舒泰神调研纪要

近日我们调研了舒泰神(300204.CH/人民币 50.10, 未有评级), 与公司管理层就公司经营情况进行交流:

一、鼠神经生长因子(苏肽生)

1. 背景: 一类新药(新药保护13年到期), 适用症为视神经损伤及神经修复, 2011年收入占比约90%, 我们估计2012年有50-60%的增速。

2. 竞争状况

1) 规格: 鼠神经生长因子苏肽生只有30ug/1500单位一个规格, 竞争对手武汉海特生产的恩经复为20ug规格, 厦门北大之路生产金路捷为18ug, 丽珠药业(000513.CH/人民币 33.90, 未有评级)生产丽康乐规格与苏肽生一样。

2) 适用症: 恩经复与金路捷适用症为正己烷中毒性周围神经损伤, 尽管武汉海特与厦门北大之路也在积极开展新适用症临床研究准备, 不过尚未申报, 短时间无威胁。丽康乐适用症与苏肽生一致。

3) 竞争格局: 脑神经保护剂2007-2011年销售额CAGR为2%, 鼠神经生长因子销售额CAGR为5-6%, 苏肽生近年销售额增长率均在30%以上, 2012年样本医院抽样数据显示其销售额占同类品种销售总额比50%。

4) 中标价: 苏肽生与丽康乐要远高于恩经复与金路捷。

3. 地域销售情况

主要收入来自北京、上海、广东、江苏、山东等省市。我们估计北京收入占比高于10%, 但由于北京市场一直存在商业调拨销售(供应天坛、中日、同仁等20余家医院), 因此销量占比要低一些。目前控费压力来自于上海与北京, 上海略好, 北京压力较大, 尤其是12年下半年。

4. 医院覆盖情况

苏肽生已覆盖二级以上医院2,000余家, 其中三级医院800余家; 2012年按既定战略, 以及在北京销售受到医保控费政策影响, 公司开始向县级医院渗透, 向广覆盖方向发展。

公司80%的已覆盖医院月均销售在100支以下, 超过1,000支的只有几十家。在医保控费压力较小的地区中, 医院内生性增长依然有潜力。

根据“一品双规”政策, 我们认为公司通过能够有效阻滞丽康乐进入公司已覆盖医院。

5. 科室渗透情况

眼科、骨科、神内、神外贡献占比均在20%以上的水平, 由于眼科用药市场偏小, 科室用药受限也较多, 因此主要增长科室在骨科、神内和神外; 神内、神外潜力很大。

6. 销售模式转变进展

- 1) 销售模式转变：除北京外省区此前一直依赖代理模式销售，2012年下半年起引入国药等主流商业渠道进行调拨，通过下游 300-400 家代理商与医院对接。公司同期加强了应收账款与销售费用的监管。
- 2) 应收账款：原低价代理模式均为现款现结，仅有北京存在应收账款；故目前全面转高开后报表反映应收账款大幅增长。目前平均账龄 2-3 个月。
- 3) 商务活动分工：小活动由代理商负责，大活动由公司负责。组织架构上商务推广放在市场部落实，北京市场部总部布置十余个人，含苏肽生产品线 4 个产品经理；同时在地区上设立省一级推广经理，负责地区学术推广。

7. 产能

我们预计 2012 年销售量在 300-350 万支左右（同年丽康乐销售不足 10 万支），目前公司产能在 1,000 万支以上，且现有库存 100-200 万支，因此产能不存在瓶颈。

GMP 车间已完成现场抽检，我们预计 2013 年上半年有望通过认证。

8. 销售季节性

我们预计通常下半年销售额都会高于上半年。

9. 招标及价格情况

公司在安徽、湖北等该中标的省市基本都中标了（其中安徽省由于招标要求 1 个质量层次 1 标，公司调整了质量层次申报，与丽珠做了区隔），与上次中标情况相比无失标。丽珠由于采取高价竞争策略，因此在广东等很多省市失标，目前主要在河北、湖北、新疆、内蒙古、辽宁等省市中标。由于北京严格限制适用症，恩经复与金路捷基本被挤出北京市场，但在地政策较松，限制很小。

发改委新一轮限价至最高零售价 287 元，对应省级招标最高中标价 249.57 元，公司部分省市中标价格受到一定负面影响（丽珠基本上所有省市中标价格均受到降价压力），公司可以将绝大部分压力转嫁给代理商，同时考虑到公司品种净利率极高，故我们认为此次降价影响相对有限。

图表 1.舒泰神各地中标价格及降价影响

省份	中标价(元)	时间	降价空间
陕西	232.38	20120629	不须降价
新疆	274	20120628	8.91%
贵州	288.19	20111209	13.39%
广西	248.85	20110217	不须降价
河北	259.8	20110131	3.93%
辽宁	255.4	20100906	2.27%
江西	250.6	20100716	0.40%
北京	258	20100626	3.26%
江苏	250.39	20100408	0.32%
浙江	273.08	20100101	8.60%
黑龙江	254.66	20100722	1.99%
河南	238.67	20090811	不须降价
四川	272.63	20091022	8.45%
甘肃	302.4	20090101	17.46%
湖北	252.71	20121229	1.23%
湖南	260	20101208	4.00%
广东	258.6	20110214	3.48%
天津	259.86	20090529	3.95%
内蒙古	250.55	20110118	0.38%
吉林	258	20090104	3.26%
上海	NA	NA	NA
安徽	256.66	20121231	2.75%
云南	262.92	20110630	5.07%
重庆	未中标, 未有同类产品中标		
海南	294.86	20091217	15.35%
西藏	未中标, 未有同类产品中标		
宁夏	未中标, 未有同类产品中标		
青海	278.6	20120712	10.41%
福建	未中标, 海特和北大之路中标		
江西	288.1938	20100716	13.39%
山东	279.95	20110804	10.84%
北京军区	未中标, 海特生物中标		
沈阳军区	254.66	20120615	1.99%
济南军区	未中标, 海特和北大之路中标		
广州军区	258.6	20120620	3.48%
兰州军区	250	20101230	0.16%
南京军区	未中标, 未有同类产品中标		
成都军区	266.14	20120514	6.21%
驻京部队	258	20101122	3.26%
驻疆部队	269.5	20110922	7.38%

资料来源: 各地招标网站

二. 聚乙二醇电解质散剂 (舒泰清):

1. 背景:

四类新药独家品种, 特点是不含硫酸根离子 (口感和耐受性更好), 同时血融量变化有限。适用症为清肠 (处方) 和便秘 (非处方), 属于双跨品种。2011 年收入占比约 10%。收入贡献依赖于医院渠道, OTC 渠道基本未卖。

2. 科室覆盖及竞争状况:

主要是肠镜室 (作为清肠用药)、老年科 (作为便秘用药)、消化科 (均有)。

便秘用药市场较大，存在大量低端产品，竞争激烈，科室分布也很分散；清肠用药竞争程度适中，科室分布也较集中，因此上量要快的多。

我们预计 2012 年销售量同比增长 50-60%。

3. 销售模式变化：

与苏肽生相似，但变化出现的更早，公司从 2012 年上半年即已经开始调整。

由于占比较小，长期以来公司对于该品种重视程度很低，最近情况有所好转。

4. 品种市场潜力：

1) 目前消费者教育已经日趋成熟。

2) 国家目前在商讨双跨品种相关政策，主要涉及价格统一等问题，但短期不易出台；公司仍在等待。如果政策明朗，OTC 渠道销售将是增量看点。

三、研发

1. 研发费用占比约 6%，研发人员由 12 年 80 余人计划增加至 13 年 130 余人。
2. RNAi 抗 HIV、RNAi 抗乙肝病毒、人神经生长因子治疗糖尿病足、注射用鼠神经生长因子改造四个项目列为国家重要新药开发项目。
3. 舒泰神自己拥有研发团队，主要研究抗体、疫苗、人神经生长因子，鼠/人生长因子滴眼液等；子公司三诺佳邑研究基因药物（RNAi 抗 HIV、RNAi 抗乙肝病毒、视网膜色素变性治疗药物、脑神经胶质瘤治疗药物，均处于临床前阶段）。
4. 收购的一类新药凝血药（蛇毒类药物）马上获得二期临床批件，争取今年两个一类化学新药拿到临床批文。
5. 大股东旗下昭衍药物在合作临床前开发。

四、小非减持

1. 送配前金贸持有 100 万股，金贸旗下 2 个自然人各持股 50 万股，送配后合计 400 万股。金贸与自然人首次解禁 200 万股，通过大宗交易已减持 150 万股。管理层首次解禁 243.5 万股，仅减持 1 万股。管理层对公司业绩很有信心。
2. 到 2013 年 5 月（上市后 24 个月）二次解禁可减持另外 200 万股。

我们看好公司两大品种持续高增长的确性以及储备品种的市场潜力，同时公司披露的股权激励高标准行权条件也将增强市场信心；我们也格外提醒公司流通盘很小，股价波动较大。我们建议投资者有所关注。

图表 2. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(人民币, 百万)	128.21	205.82	518.00	778.00	1,044.00
变动(%)	44.00	60.53	151.68	50.19	34.19
归属母公司的股东净利润(人民币, 百万)	57.50	104.26	168.11	232.67	319.66
变动(%)	62.60	81.32	61.25	38.40	37.39
每股收益(元)	0.575	0.855	1.260	1.745	2.398
市盈率(倍)	87.13	59.65	39.76	28.71	20.90
每股经营现金流(元)	0.640	0.650	1.020	1.040	2.040

资料来源: 公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371