

医药行业

天士力受益农村心脑血管潜在市场，业绩成长可期

✓ 王志霖
 W 886.2.2181.8730
 X stephen.wang@kgi.com.tw

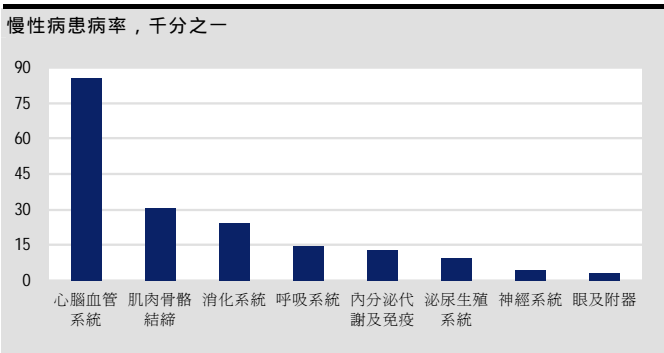
✓ 徐德仁 (Coordinator)
 W 86.21.6125.8677

- 国家基本药物制度驱动基层药品市场成长
- 复方丹参滴丸作为独家品种入选基本药物目录
- 在研品种丰富，提供后续增长动能

中国心脑血管发病率逐年攀升，农村地区增速加快

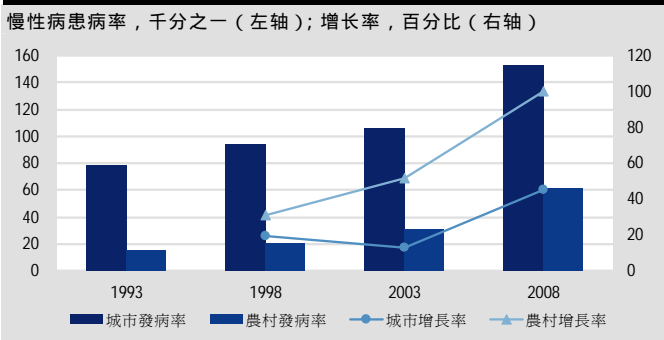
根据卫生部 2008 年统计资料，心脑血管疾病在所有病种中，不论是发病率和死亡率均位居第一，是中国居民健康的第一杀手，估计患者人数已达 1.14 亿人。近年受经济发展和城镇化加速的影响，本病的发病率持续攀升，尤其农村地区的增幅更为惊人，2003-2008 五年间发病率增长达 100%。我们认为此趋势还将持续，意味心脑血管药品还有很大发展空间，尤其应该关注农村的消费潜力。

图一：2008 年中国心脑血管发病率位居第一



资料来源：国家卫生服务调查

图二：农村地区心脑血管发病率增速高于城市

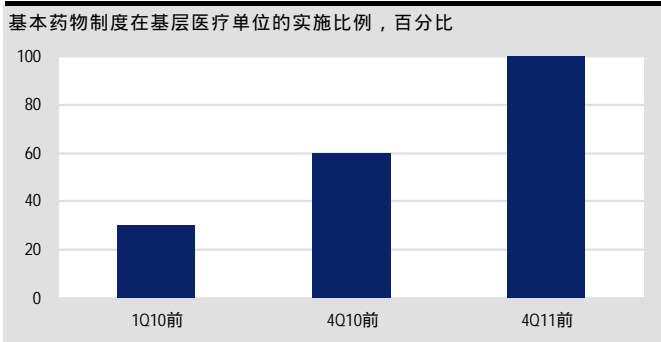


资料来源：国家卫生服务调查

基本药物制度开始实施，带动基层药品需求释放

2009 年政府为配合新医改发布了国家基本药物目录，由政府选择疗效可靠、安全性高、价格合理的药品组成。未来在乡镇卫生院及城市社区卫生中心将全部配备使用基本药物，其它非目录内品种须退出政府办的基层医院，意即目录中 307 个品种将垄断整个基层医疗市场。而为了鼓励患者到基层医院就诊，政府取消基本药物的药品加成，且医保对于基本药物的报销比例明显提高，这有助减轻患者医疗负担，并提高基本药物的接受度。目前基层药品市场份额占全国比重不到 20%，市场相对空白，我们预计在基药制度和新医改支持基层医疗体系等措施下，将刺激农村医疗需求的释放，带动农村药品放量。

图三：政府对于基本药物制度的进程规划



资料来源：卫生部

天士力独家品种“复方丹参滴丸”入选基本药物目录带来老品种的二次增长

天士力专注在心脑血管中成药领域，其主导产品复方丹参滴丸已是上市 15 年的老品种，09 年占公司工业收入比重 70%左右，用于心绞痛、冠心病的治疗和预防，其特色是可用于心绞痛的急救，破除过去中药给人起效慢的印象。丹滴在心脑血管中成药里属于一线大品种，单品销售超过 10 亿元，由于基期较高，近 2 年来的销售增速有所放缓，约在 5-10%之间。然而，我们认为该品种进入基药目录后，将在未来 3 年迎来二次腾飞的机会，原因是：

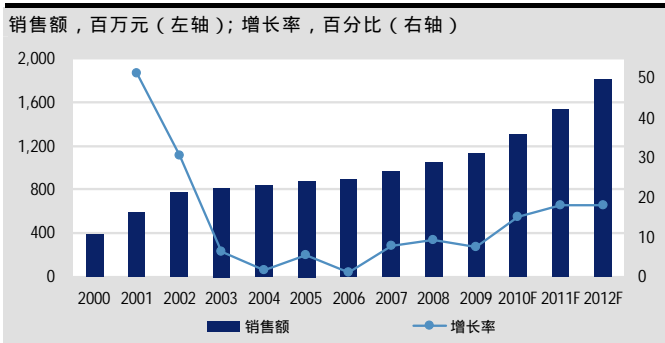
- (1) 受惠农村地区心脑血管发病率增长快速的趋势，复方丹参滴丸在基层市场还有很大的潜在消费人群。
- (2) 进入基本药物目录后，将可提高复方丹参滴丸在全国基层市场的覆盖率及渗透率，借此进入相对空白的农村地区，并提升天士力在基层的品牌知名度。

(3) 作为独家品种, 在基本药物招标时不需面对同种药品的竞争, 有利于顺利中标并维持较好的中标价格, 从而在销售放量的基础上, 仍能保持稳定的毛利率。

(4) 07 年公司配合新农合保险制度, 开始将营销下沉基层, 目前已经建制完善的基层营销团队, 能够立即承担中标后的药品推广工作, 确保销售快速上量。

基于此, 我们看好丹滴未来三年的增长, 作为公司的主营品种, 对于营收和利润贡献极大。

图四：估计复方丹参滴丸将迎来二次销售增长期



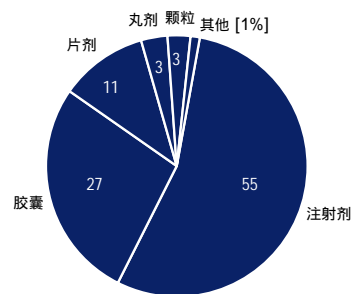
资料来源：凯基整理

在研品种丰富, 跨足疫苗产业, 提供明后年成长动能

公司在研产品众多, 除了口服制剂以外, 还朝向中药注射剂发展, 现已有用于劳累型心绞痛和慢性心功不全的益气复脉粉针剂。目前在研品的注射剂品种还有丹参总酚酸和银杏内酯注射剂, 2 个新药尚在药监局评审中心进行技术审核, 原计划将在 2010 年下半年获批生产, 但由于近期药监局发生药品审查人员受贿案件, 估计整个新药评审过程会因内部检讨而放慢进度, 我们估计可能拖到 2011 年才能上市。2 个新药均为心脑血管用药, 丹参总酚酸用于治疗脑梗塞, 银杏内酯用于防止血管内血栓形成。由于心脑血管中药注射剂在医院市场的接受度很高, 使用比重达五成以上 (图五), 且注射剂型的毛利率高于口服剂型 (可达 80% 以上), 我们判断这 2 个新药将成为 2011 年以后另一个成长动能。

图五：心血管中药注射剂在重点医院使用比重超过五成 (2008)

剂型比例, 百分比



资料来源：凯基整理

公司透过控股子公司天士力金纳进入疫苗领域, 首研产品“亚单位流感疫苗”预计 2011 年取得生产批文, 国内疫苗产品毛利率可达 80% 以上, 有助提升公司整体毛利率水平, 惟疫苗是公司新进领域, 销售情况还待观察。

公司评价与投资建议

随着基本药物制度的实施以及新农合保障水平的提高, 我们预期基层医疗市场不论在就诊人次或是药品消费都会有显著的增长。天士力长期专攻心脑血管领域, 主导产品复方丹参滴丸又入选基本药物目录, 我们对该药未来在农村的销售增长保持乐观的态度, 将为公司带来可观的营收及利润贡献, 而 2011 年新上市的注射液产品也将带来新的利润增长点。公司 2010 年动态 PE 约 34 倍, 略低于中药板块整体估值水平, 鉴于公司未来良好的成长性, 建议投资人加以关注。

凯基证券集团据点		大中华区	台湾
	上海	上海市仙霞路 317 号 2502-2504 室 邮政编号:200051	台北 104 台北市明水路 700 号 电话 886.2.2181.8888 传真 886.2.8501.1691
	深圳	深圳市罗湖区宝安南路 2014 号振业大楼 A 座 24D1 邮政编号:518008	
	香港	香港湾仔港湾道十八号中环广场四十一楼 电话 852.2878.6888 传真 852.2878.6800	泰国
			曼谷 9th, 23rd, 24th, 25th, 45th floors, United Central Building 323 Silom Rd, Bangkok 10500, Thailand 电话 66.2.231.1111 传真 66.2.267.8290

股价说明	等级	定义
	增加持股 (OP)	个股未来十二个月的「超额报酬」(Excessive Return) 在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%。
	持有 (N)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%和后 40%之间。
	降低持股 (U)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在后 40%。
	未评等 (NR)	凯基证券集团未对该个股加以评等。
	受法规限制未评等 (R)	受凯基证券集团内部政策和/或相关法令限制使凯基证券集团无法进行某些形式的信息交流, 其中包括提供评等给投资人参考。 <i>*超额报酬 = (十二个月目标价/现价) - 1</i>
	备注	分析师每次出版研究报告的个股都会和凯基证券集团所追踪的相关市场中的其它个股就「超额报酬」这一项进行比较, 然后根据比较的结果提出对该个股的评等。在分析师未对某个股提出新的报告之前, 个股的评等不会自动有所更动。

免责声明
本报告之内容皆来自凯基证券集团认可之数据来源, 但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断, 故有其时效性限制, 迨后有变更时, 本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考, 并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。投资人应审慎考虑本身之投资风险, 并就投资结果自行负责。本集团所属公司之主管或员工皆有可能持有报告中所提及的证券。本集团所属公司并可能经常提供投资银行或其它服务给报告中提及之公司或向其争取相关业务。