



分析师

孙伟娜

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

天士力 (600535)
买入 (调高)

调研简报



养血清脑丸未来 3 年将高速增长

近日前往天士力调研,目的是为了跟踪了解复方丹参滴丸完成 FDA 临床二期实验之后公司的计划、公司主要产品的经营销售情况、新产品的审批进展。

我们的观点: FDA 二期通过暂对业绩无影响,但具备里程碑意义;由于公司开拓县级以下市场取得成效,又得益于基本药物目录和国家医保目录,主要产品快速稳健增长,尤其是养血清脑丸有望未来 3 年都维持高速增长。另有流感疫苗今年投产,两个粉针和重组人尿激酶原 2010 年有望拿到批文,公司具备优质长期投资价值,预测 09~11 年 EPS 为 0.68、0.82、0.98 元,对应 PE 为 39、33、27,调高至“买入”评级。

复方丹参滴丸已着手准备 FDA 三期临床

复方丹参滴丸通过 FDA 二期临床实验(适应症为慢性稳定性心绞痛),该实验从 2007 年 11 月开始准备,历时 2 年多,目前待研究报告出炉还需 1~2 个月,随后将进入三期临床。三期临床将需要招募 2000 多个病例,可能历时会更长,每个病例需投入 1 万美元的费用。同时,公司已开始着手进行生产线的 cGMP 标准建设,为三期临床试验的开始做准备。cGMP 是目前美欧日等国执行的 GMP 规范,也被称作“国际 GMP 规范”。我国目前正在实行的 GMP 规范更注重的是硬件设施的改造,而 cGMP 认证更注重的是软件建设,要求在产品生产和物流的全过程都必须验证。该事件对公司目前业绩无影响,但具备里程碑式的意义,对提升公司品牌形象具有重要的作用。

复方丹参滴丸供货价格不降反升

目前复方丹参滴丸在几个省市的招标价格已经确定。复方丹参滴丸 09 年进入基本药物目录时虽然最高零售价降低 5%,但由于零售市场有很多未达到过最高零售价,流通环节的费用又有降低的预期,因此从 09 年下半年来看,复方丹参滴丸对零售商的供货价格反而小幅增加,对医院的供货价格不变。09 年在销售量上就已增长 10%,销售收入应略高于 10%。公司拥有丹参、三七种植基地,可以在一定程度上规避成本上涨,预计未来 3 年复方丹参滴丸将维持 10%的增长速度。

养血清脑丸高速增长

养血清脑丸/颗粒是在中医名方“四物汤”的基础上,由当归、川芎、白芍、熟地等药物加减组成,主治脑供血不足引起的头痛头晕失眠。据统计,2/3 的中老年人都患有此病,在“老年痴呆症”和“脑梗死”的发病前期都曾有

长期慢性脑供血不足现象。从竞争药品看，西药主要以尼莫地平片为主，通过扩张血管来增加脑血流量，但是该药对肝肾有一定的损害，而且长期扩张血管会使血管壁变脆而引发其他疾病。而养血清脑颗粒以滋阴养血、行气开郁为主，改善全身健康状况。通过查询，中成药中以治疗“慢性脑供血不足”为适应症的药物很少，仅有某些藏药，而这些藏药中常常含有僵蚕、全蝎、蜈蚣、水蛭、土鳖虫等动物性药物，药力猛峻，若服用不当会导致毒性积聚，在药物普及方面可能不如养血清脑丸/颗粒更容易被人接受。因此养血清脑丸/颗粒具有广阔的市场需求空间。假设 50 岁以上人口占总人口数的 25%，其中按 1/2 的人口患有慢性脑供血不足计算，则有 1.7 亿人需要服用此药。养血清脑丸市场价 25 元/盒左右，每盒可服用 3 天，即使每人只服用 1 盒，市场规模也将达到 42 亿元。

2006 年由于东莞万成制药侵犯专利进行养血清脑丸仿制药的生产，诉讼事件的影响使养血清脑丸/颗粒 07 年出现了下滑，诉讼事件成功后，该产品开始快速增长；其次，由“丸”向“颗粒”的剂型改进也留住了一些对口感要求较高的患者；再次，公司从 07 年开始开拓县级以下市场取得了明显成效，2009 年 11 月公布的《2009 版国家医保目录》在收录养血清脑颗粒的基础上，又收录了养血清脑丸成为乙类，可谓锦上添花。

综合以上几点原因，我们认为养血清脑丸未来 3 年有望保持 35%~40%的增速，有潜力成为下一个“复方丹参滴丸”。09 年已实现收入 2.4 亿元，增速达 40%。养血清脑丸现有产能可支撑 5 亿元的收入，可能支撑到 2011 年，因此公司目前已开始筹划扩大产能。

表 1 治疗脑供血不足药物比较

药物	成分	特点
养血清脑丸/颗粒	当归、川芎、白芍、熟地等	滋阴养血、行气开郁、改善全身
尼莫地平	钙离子通道阻滞剂	扩张血管、肝肾毒性
某些藏药	僵蚕、全蝎、蜈蚣、水蛭、土鳖虫等	动物性成分药力猛峻

资料来源：宏源证券

疫苗/重组人尿激酶原/两个粉针 2010 年进入关键时期

亚单位流感疫苗 2010 年秋天即将投产，可以为秋冬时节的季节性流感贡献力量；丹酚酸 B 粉针已通过技术审评，2010 年肯定能拿到批文；银杏内酯粉针和重组人尿激酶原都正在技术审评当中，2010 年都处于关键时期。

盈利预测

假设：复方丹参滴丸未来增速维持 10%增长，二线产品快速增长，公司的期间费用率稳定，暂不考虑新产品上市带来的影响。预测 09~11 年 EPS 为 0.68、0.82、0.98 元，对应 PE 为 39、33、27，调高评级至“买入”。

表 2：销售收入预测表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
复方丹参滴丸	1035	1200	1320	1452	1597
增长率/%	0%	16%	10%	10%	10%
养血清脑丸/颗粒	90	170	240	331	447
增长率/%	0%	89%	41%	38%	35%
水林佳	35	65	95	133	180
增长率/%	0%	86%	46%	40%	35%
益气复脉粉针	0	22	33	50	69
增长率/%	0%	0%	50%	50%	40%
其他药品	160	254	330	429	537
增长率/%	0%	59%	30%	30%	25%
主营收入	1500	1810	2082	2373	2658
增长率/%	0%	21%	15%	14%	12%

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2818	3434	4100	4768	5487
收入增长率	16%	22%	19%	16%	15%
营业成本	1875	2296	2706	3147	3622
营业税金及附加	21	23	27	31	35
销售费用	408	496	615	706	796
管理费用	225	230	279	319	362
财务费用	41	71	86	100	115
资产减值损失	12.60	1.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.88	0.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	235	317	387	465	558
营业外收入	14	7	0	0	0
营业外支出	2	9	0	0	0
利润总额	225	314	387	465	558
所得税	62	64	58	70	84
净利润	163	250	329	396	474
少数股东损益	(15)	(5)	(4)	(5)	(5)
归属于母公司的净利润	178	255	333	400	480
净利润增长率	-15%	44%	31%	20%	20%
EPS（元）	0.36	0.52	0.68	0.82	0.98
动态 PE	73	51	39	33	27

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上