



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

行业经济数据跟踪 (10 年 1-11 月)

产品销售收入 (亿元)	2151.5
同比增长率	23.45%
产品销售成本 (亿元)	1684.5
同比增长率	23.14%
利润 (亿元)	173.6
同比增长率	16.45%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: YGQ11-IT01

首次报告日期: 2011 年 4 月 13 日

生产外包长期利好原料药行业

—— 日本地震对于中国医药行业影响点评

■ 事件:

3 月 11 日下午, 日本发生 9 级地震。截至 4 月 8 日 10 点的统计, 日本大地震已造成 12608 人遇难 15073 人失踪。此次地震同时引发海啸及多次强烈余震, 并酿成了福岛核电站核泄漏事件, 4 月 12 日, 日本经济产业省原子能安全保安院决定将福岛第一核电站核泄漏事故等级提高至 7 级。

■ 主要观点:

日本医药生产受地震影响有限

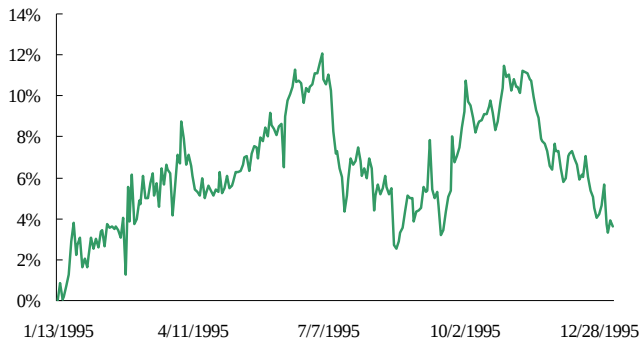
直接遭受到本次地震影响的是在日本本州岛仙台附近有工厂的企业, 由于停电等原因, 当地工厂必须暂时停止生产。其中包括, 第一三共、安斯泰拉、卫材制药、温野义制药、Medipal、东和制药、Hogy、Suzuken 等。但是, 由于这些工厂规模都不大, 并没有直接影响到日本医药企业的总体经营。短期看, 地震对于日本医药各子行业的影响分别为: 1) 制药企业: 短期内对销售冲击不大, 因为一般制药企业都会有大约 3 个月的库存, 加之批发商那里还有 1-2 个月的库存, 所以约一个月的停产检修不会影响到全年的生产进度; 2) 医疗器械企业: 同样, 这些企业将会保存更长时间的库存, 对销售影响较小; 3) 医药商业企业: 受地震对物流终端的破坏以及基础运输设施的损坏, 地震对医药商业流通企业影响较大。

坂神地震后日本医药指数仅有短期表现

以坂神地震发生前一交易日 (1995 年 1 月 13 日) 为比较基准, 坂神地震后, 日本医药指数表现短期略优于日经 225 指数。地震发生一周后, 医药指数跑赢日经 225 指数 1.28 个百分点; 一个月内跑赢 3.47 个百分点, 最高跑赢 12.05 个百分点。但是长期看, 两者走势逐渐趋于接近, 地震发生一年后, 医药指数仅跑赢日经 225 指数 3.14 个百分点。由于世界其他主要国家的医药生产企业和日本医药企业关联度不高, 其相对各自国内主要指数的走势也基本趋同。

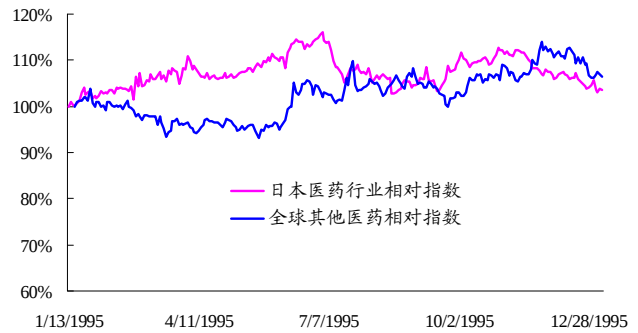
再看此次日本地震, 我们同样以地震发生的前一交易日 (2011 年 3 月 10 日) 作为比较基准。地震爆发一个月以来, 日本医药指数走势同坂神地震后短期走势类似, 地震发生一周后, 医药指数跑赢日经 225 指数 4.58 个百分点; 一个月内跑赢 4.30 个百分点。我们认为, 从长期看, 此次地震总体来说对于日本医药指数走势以及世界其他国家医药指数走势影响不大。

图 1 阪神地震后日本医药相对日经 225 指数溢价分析



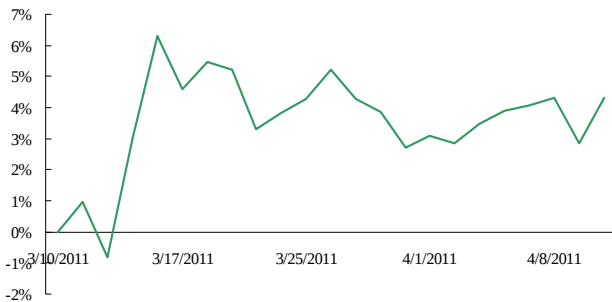
数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

图 2 阪神地震后日本医药与国际其他医药公司走势对比



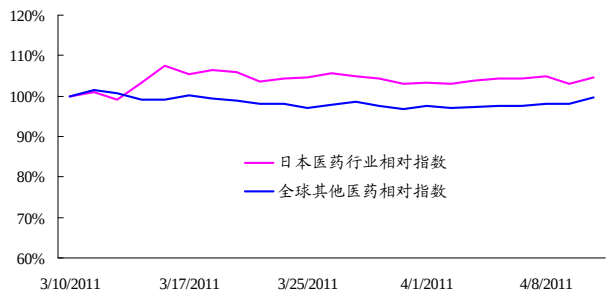
数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

图 3 此次日本地震后日本医药相对日经 225 指数溢价分析



数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

图 4 此次日本地震后日本医药与国际其他医药公司走势对比



数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

对于中国医药行业影响有限，主要集中于原料药行业

我国药品进口额市场份额最高的是西成药和西药原料，出口额市场份额最高的是西药原料。因此短期看，我国原料药行业可能受到一定的影响。2009 年，中国原料药行业出口总额为 127.80 亿美元，进口总额为 45.51 亿美元。进口原料药主要来自于美国、日本、欧盟和印度，所占比重 90% 以上，进口产品主要是疫苗、氨基酸类和胰岛素类等国内技术还不成熟的高端专利产品。其中，从日本进口总金额为 5.17 亿美元，占比 11.35%，排名第二。日本四大上市医药公司根据销售收入的排名依次为武田、安斯泰来、第一三共制药和卫材。这四家医药类上市公司在我国所占的市场份额不大。因此即使由于地震造成药品生产的破坏，对我国的医药市场的影响也不会很大。

我国出口原料药业主要运往美国、印度、欧盟和日本，主要出口产品为抗生素、维生素、氨基酸类、有机酸类和动物脏器提取的生化类原料药等国内生产技术纯熟、国际市场占有率高的产品。其中，出口日本总金额为 7.45 亿美元，占比 5.38%，排列第四。由于日本是世界第二的医药生产国和消费国，中国对于日本的原料药出口量相对较低。主要原因是因为日本原料药仍然有较大的一部分自己生产，其进口比例同其他发达国家相比相对较低。

表 1 2010 年 1~8 月我国药品类进出口额分布

分类	金额(百 万美元)	进口		金额(百 万美元)	出口	
		比重	同比增长 率		比重	同比增 长率
生化药	1028.79	15.5%	20.23%	1275.68	11.0%	81.78%
提取物	195.94	2.9%	575.88%	147.85	1.3%	-27.36%
西成药	3167.66	47.6%	17.22%	842.88	7.3%	34.21%
西药原料	2141.05	32.2%	47.30%	9208.09	79.4%	13.59%
中成药	120.33	1.8%	9.34%	125.76	1.1%	32.20%
总计	6653.77	100.0%	29.18%	11600.25	100.0%	19.16%

数据来源: 上海证券研究所

表 2 2009 年我国原料药进口情况

排序	进口国家	金额比重
1	美国	14.52%
2	日本	11.35%
3	德国	10.59%
4	比利时	8.65%
5	法国	8.10%
6	印度	6.53%
7	丹麦	6.24%
8	瑞士	5.45%
9	爱尔兰	4.81%
10	瑞典	4.37%
11	奥地利	2.91%
12	马来西亚	2.31%
13	荷兰	2.08%
14	韩国	1.84%
15	意大利	1.49%
16	西班牙	1.09%
	其他	7.67%
	合计	100.00%

数据来源: 健康网, 上海证券研究所

表 3 2009 年我国原料药出口情况

排序	出口国家	金额比重
1	美国	16.29%
2	印度	13.21%
3	德国	7.21%
4	日本	5.83%
5	荷兰	3.97%
6	韩国	3.39%
7	法国	2.91%
8	巴西	2.89%

9	意大利	2.75%
10	比利时	2.65%
11	西班牙	2.49%
12	他国	2.29%
13	印度尼西亚	2.04%
14	越南	1.71%
15	墨西哥	1.68%
16	新加坡	1.66%
	其他	27.03%
	合计	100.00%

数据来源：健康网，上海证券研究所

短期看，对于中国原料药进出口有利有弊

短期内，由于地震的原因造成日本一些制药企业被迫停止生产，因此会影响个别药品的进出口。从生产上下游角度来说，如果日本一些制药企业和我国的原料药企业呈上下游关系的话，作为供货方的我国制药企业可能会受到一定程度的影响。其中受损可能性较大的有维生素 C、柠檬酸等有机酸类、各类抗生素原料药和一些在日本有着不错销售业绩的特色原料药，例如：普伐他汀、辛伐他汀等。而如果日本产能可能受损的产品，则中国相关企业业绩可能会得益于产品价格上涨。其中包括，维生素 B5（日本的生产企业有日本第一制药）、维生素 B7（日本的生产药企有住友）、维生素 E（重要中间体间甲酚供应紧张，造成维生素 E 提价预期强烈）、培南类中间体（善九等日本大型制药公司被迫停产培南类系列中间体）。

表 4 可能受地震影响的上市公司

产品	可能受损上市公司
维生素 C	东北制药等
柠檬酸	丰源药业等
抗生素	华北制药等
普伐他汀	海正药业等
辛伐他汀	京新药业等
产品	可能受益上市公司
维生素 B5	鑫富药业等
维生素 E	新和成等
培南类中间体	海翔药业等

数据来源：上海证券研究所

产业外包长期利好我国原料药行业

2000 年之前，日本的原料药市场规模一直排在美国之后但高于西欧，排名世界第二。据资料，日本在 2000 年以前的原料药消耗量大概为每年 10 亿美元，产量也相当；除了很少一部分品种外，绝大部分原料药都在日本本土和少量在中国生产，日本的原料药行业一直保持“自给自足”状态。但近十年，由于人力、原料成本不断增加、环保

问题日趋突出，美国和西欧等发达国家的企业纷纷在中国、印度等国家设立工厂，外包自己的原料药生产，或者直接从这些国家进口一些低端原料药，将原料药生产线转移到发展中国家。受此影响在产业转移的大趋势下，日本医药工业企业也开始将眼光转向中国和印度，但是其大药厂外包幅度和规模一直不及欧美同行业药厂。

此次地震将对日本货币和经济结构将造成很深远的影响，其中也包括医药制造业。我们认为，由于经济危机以来很多日本药企销售业绩下滑，再加上此次地震后药品生产成本的显著提高，其医药制造业将加速其原料药外包的进程。成本提高的原因主要为：1）地震后，全世界很多地方出现了变现日元援助日本当地的灾后重建的现象，加上保险公司将会持续一段时间的现金赔偿，日元将在未来很长的一段时间内保持高位。不管日本央行是不是会发行货币来解决这一问题，对于日本医药制造行业来说，随之带来的将是原材料相对成本的不断提高。2）由于此次福岛核电站泄漏事件，日本将逐步减少核电的使用，而转向一些成本相对更高的煤炭、石油等能源。预计此次地震后，日本制药行业将经历一次巨大的结构调整，为了减少成本，原料药外包将是大势所趋。近几年来，中国原料药行业蓬勃发展，去年，中国已经成为世界上最大的原料药生产国和出口国。由于地理位置和成本的优势，中国将成为日本生产外包的首选，中国原料药行业将迎来很大的机遇。

■ 投资评级与投资策略：

维持医药行业未来六个月内“有吸引力”评级

由于大地震前，日本共有 18 座核电站，55 个反应堆，承担了全国 30% 左右的电力供应。此次核泄漏事件已经定级为 7 级。我们建议积极关注震后日本医药业产业结构调整带来的投资机会，建议重点关注原料药行业相关受益公司企业，比如海翔药业、鑫富药业、广济药业、新和成、浙江医药等。

附表 1 原料药行业重点关注股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E			PBR	投资评级
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E		
西南合成	000788	11.20	0.11	0.46	0.29	99.91	24.17	38.69	7.94	大市同步
新和成	002001	31.42	1.40	1.65	2.13	22.40	19.01	14.73	3.53	跑赢大市
九九久	002411	33.88	0.31	0.36	0.52	108.55	94.64	64.77	6.23	跑赢大市
仙琚制药	002332	16.47	0.26	0.36	0.47	63.30	45.88	35.04	5.28	跑赢大市
华北制药	600812	13.85	-0.37	0.40	0.58	-37.26	34.63	23.83	14.32	跑赢大市
现代制药	600420	16.41	0.31	0.38	0.54	53.02	43.68	30.59	6.81	大市同步
天方药业	600253	9.83	0.03	0.08	0.13	393.20	130.03	74.47	5.26	跑赢大市
鑫富药业	002019	21.10	0.14	-0.85	0.47	153.12	-24.82	44.67	5.29	跑赢大市
海正药业	600267	35.15	0.52	0.68	0.95	67.75	51.62	37.01	6.60	跑赢大市
华海药业	600521	16.90	0.37	0.32	0.48	45.97	53.50	35.07	6.08	跑赢大市
海普瑞	002399	126.09	2.02	3.39	4.49	62.36	37.19	28.08	6.53	跑赢大市
浙江震元	000705	12.34	0.14	0.19	0.28	86.90	63.94	43.45	3.01	跑赢大市
东北制药	000597	19.78	1.43	0.16	1.54	13.87	123.55	12.84	3.06	跑赢大市
浙江医药	600216	35.59	2.70	2.95	2.99	13.20	12.05	11.90	4.56	跑赢大市
海欣股份	600851	12.89	0.01	0.02	0.04	2,113.11	565.35	314.39	5.30	跑赢大市
亚太药业	002370	21.16	0.40	0.37	0.61	52.73	57.19	34.88	3.60	大市同步
新华制药	000756	8.14	0.22	0.21	0.30	36.40	38.27	27.57	2.24	大市同步
海翔药业	002099	23.35	0.19	0.53	0.83	123.68	43.77	28.13	6.05	跑赢大市

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 股价数据为 2011 年 4 月 12 日收盘价

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。