

防御为主，投资分化

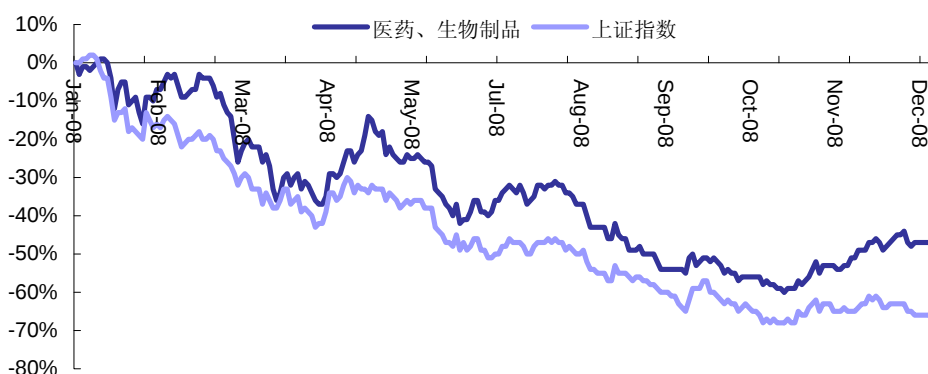
行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 二、三季度以来医药行业收入和利润增速均出现明显回落，其主要原因有两方面，一是往年基数偏低导致上半年增速表现优异，二是海外实体经济环境恶化抑制了出口的增长；但总体上我们判断这属于正常回落。
- 我们对医药行业 2009 年趋势保持乐观态度，预计全年或将先抑后扬，但整体有望维持 18-25% 的收入增速、25-30% 左右的利润增速，增长预期较为明确。结论的逻辑主要基于以下两点：一是，医保制度的完善将释放人们的医药消费潜力，这依然是拉动医药消费的主要推力；二是，驱动医药经济长期增长的内生性因素：居民可支配收入增长、城镇化、老龄化趋势依然明确。这依然延续了蛋糕做大的逻辑思路。
- 近期国家一系列的产业政策将对行业的研发、生产、销售、流通等各环节产生深远而长久的影响，最终结果是导致市场向优势企业集中。而正在进行的医疗体制改革，由于医疗资源下沉，将导致现有三级医院体系下的市场供给格局两层体系转变，基层医疗市场将获得较大增长。
- 以四大体系建设为核心的医改将导致行业发展出现四种趋势：一是致力于中高端市场的企业，如恒瑞、康缘等，由于长期致力于产品创新而获得较强的竞争优势；二是受益于国家加大卫生体系建设而受益的企业，如科华生物、天坛生物等；这两类企业均能在短期内获得经济效益明显提升；此外，品牌普药将受益于基层医疗市场的扩大、而区域商业流通则在市场集中过程中成为最后的受益者，但这两类企业可能由于某些原因其经营效率的改善过程可能会比较漫长。
- 2009 年投资依然以防御为主基调。我们重点跟踪的公司可分为两类，对于长期成长明确的价值投资型，如恒瑞、科华、恩华等，可以坚定长期持有，以时间换取空间；而对于业绩明确的投机交易型和资产整合预期的题材股，如浙江医药、ST 中新、哈药、益佰、天坛等，可以阶段性参与，也有望给投资者带来超额收益。

最近 52 周股价表现



分析师
谷方庆
+755 - 82492810
gufq@lhqz.com

投资概述：防御为主，投资分化

2009 年的宏观经济，到目前依然没有显露出让大家预期乐观的因素，未来一年经济环境不容乐观，股市全面向好的因素还不具备。作为需求刚性特征最为明显的医药消费究竟受多大的影响，目前还无法量化，但医改的逐步推进或将释放人们的医药消费需求，寒冬中带来一丝暖意。

以投资拉动内需的宏观调控政策在 09 年将逐步落实，但启动消费方面仍有许多工作尚需进一步落实。启动消费，医疗卫生制度的完善是必要的制度建设，基于这个理由，我们判断，医疗卫生体系建设推进或许在未来三年有望加速推进。问题就归结为，在加快医疗卫生体系建设的大背景下，那些板块、哪些公司或将受益、如何受益、怎么受益就成了我们分析的重点。

我们判断，2009 年的投资，依然是以防御为主，个股投资选择分化，同时也提请投资者关注一些主题投资。

2008 年医药行业持续处于景气周期

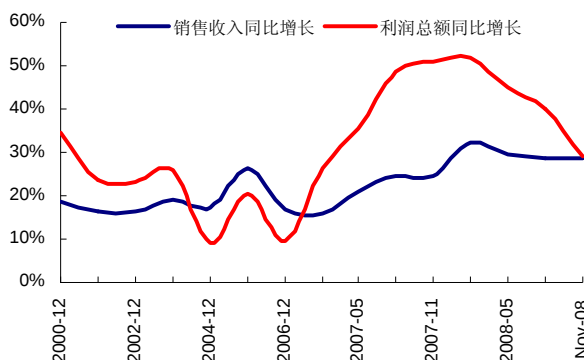
全年运行为历史最好水平

经历了连续的产品降价、反商业贿赂等一系列打击，医药行业在 2006 年进入谷底，2007 年以来整个行业逐步回暖，一系列的治理整顿，行业监管由乱到治，行业发展逐步走向合理有序，进入上升周期，行业收入和利润总额增长在 2008 年 1 月份达到历史最好水平。

尽管在二、三季度增速有所回落，但我们预计全年行业增长依然有望超过 25%，而利润增长将维持在 30% 左右。截止 2008 年 11 月份，医药行业产品销售收入累计同比增长 28.8%，营业利润累计同比增长 29.15%。

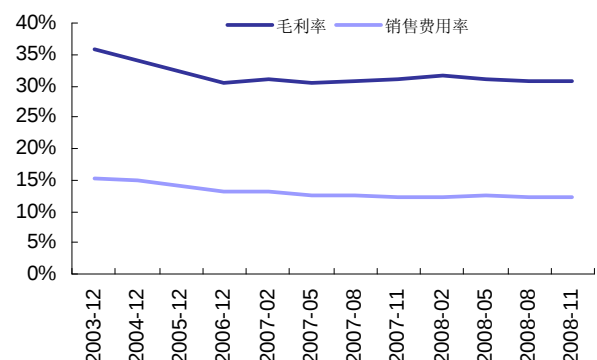
与此相伴的是，由于经营环境的持续改善，公司的销售费用和管理费用水平也在持续下降，而另一方面，由于大规模产品价格下降已经趋于缓和，甚至产品优质优价的鼓励下，行业的毛利率逐步回升。受益于此，08 年行业利润增长保持了高于行业收入增长的状态。

图 1：医药行业收入和利润增长趋势



资料来源：联合证券研究所

图 2：医药行业毛利率和销售费用率变化趋势



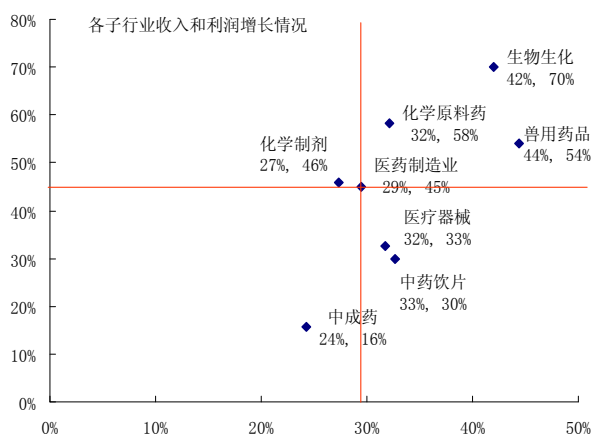
资料来源：联合证券研究所

子行业运行冷暖各异

从各子行业来看，除了中药饮片外，相对 5 月份，其他各子行业均的收入和利润均出现一定回落，其中尤其是生物生化制药，利润增速变动尤其明显，我们分析认为，这种下滑主要是因为 2006 年 1-2 季度利润总额基数比较低的缘故，此外，由于多肽类药物出口管制也在一定程度上影响了子行业的增长。总体上我们认为，整体上生物制药收入增速超越行业平均水平，达到 30% 的增速，处于较理想状态。

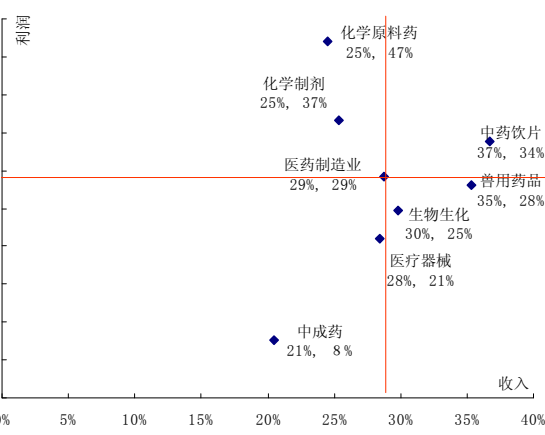
化学原料药利润增长超越行业增长，主要是产品涨价效应滞后体现，而化学制剂则是受益于国家医改对品牌普药使用的鼓励与扶持。

图 3：截止 5 月份各子行业收入和利润增长情况



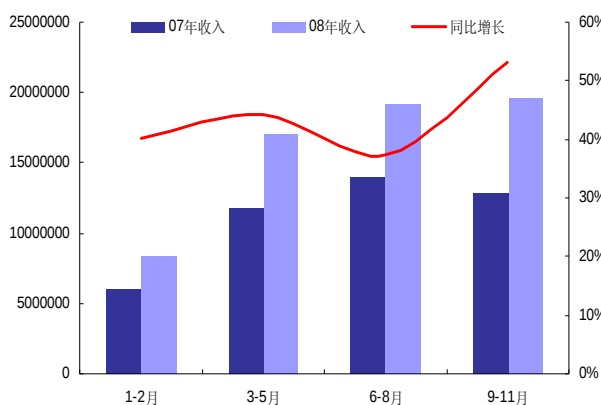
资料来源：联合证券研究所

图 4：截止 11 月份各子行业收入和利润增长情况



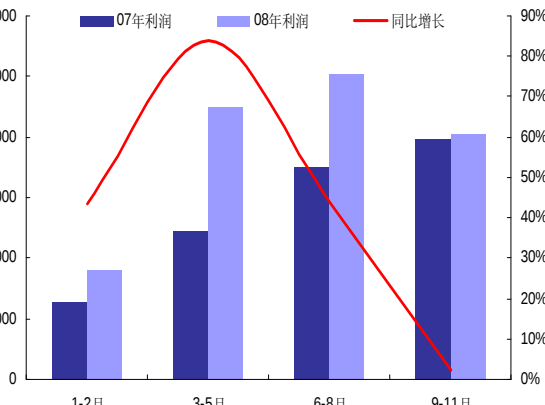
资料来源：联合证券研究所

图 5：生物制药当期收入增长趋势



资料来源：联合证券研究所

图 6：生物制药当期利润增长趋势



资料来源：联合证券研究所

喜中带忧的一面

让人担忧的事主要集中在两方面：一是，化学原料药出口可能受到一定抑制，兼且人工成本的上升影响公司利润，化学原料药或将从景气高峰期回落。从一些主要化学原料药的价格情况来看，除了 VE 目前尚维持价格坚挺外，其他大多数均出现价格回落。而 VE 产品目前也处于供需双方博弈之中，趋势的明朗尚需进

一步观察，更多的详细分析可参见我们的有关报告。

二是，中药行业，由于经济环境的恶化，对于那些依赖 OTC 渠道内生性消费升级的产品，收入和利润下滑的趋势尤其值得警惕。

而另一方面，受刺五加事件影响，中药注射剂产品监管加强，销售短期内面临压力。对此，我们的观点认为，国家对中药注射液的发展方向并没有否定，加强监管的结果是强者恒强的局面，目前的监管只是对中药注射液产品一个重新洗牌的过程。建议投资者密切关注中药注射液政策和销售情况的变化趋势。

图 7：主要维生素产品的出口价格趋势

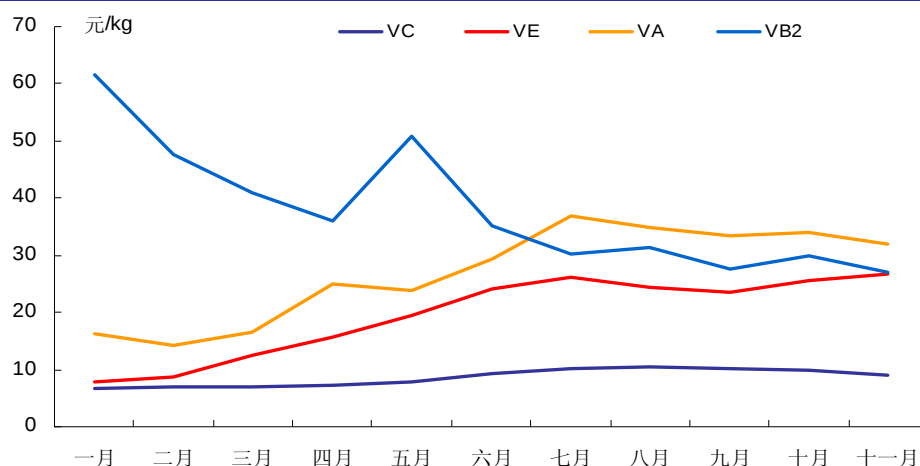
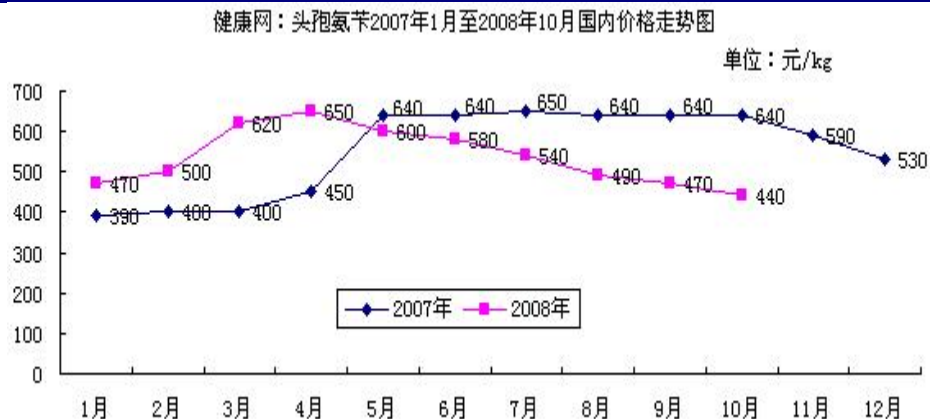


图 8：主要抗生素、中间体的出口价格趋势



图 9：主要抗生素、中间体的出口价格趋势



资料来源：联合证券研究所

2009 年行业增长将回落至常态，增长预期明确

09 年增速或将先抑后扬

医药行业自 8 月份开始，收入和利润增长速度均出现一定程度的回落，我们分析，回落的原因主要有二：一是，06、07 年由于行业刚进入恢复期，基数低而导致 08 年初期增长速度表现偏高；二是，08 下半年受海外金融危机影响，全球实体经济环境受到一定抑制也导致了医药经济增速的下移。但从当期的行业销售收入数据来看，尽管增速回落，但依然保持了平稳。

表 1：医药行业收入数据同期比较

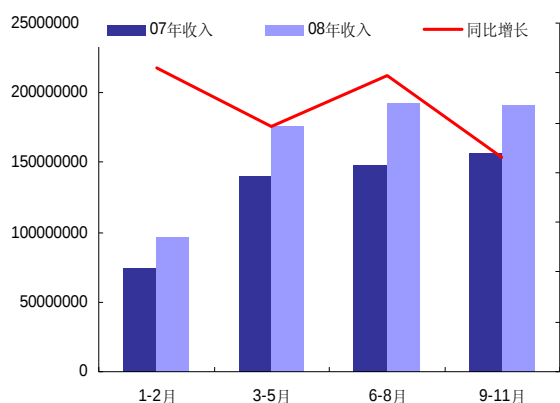
单位：千元

	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月
07 年收入	73637757	140986337	148519049	157579943
08 年收入	96055633	175721563	192730517	191622506
同比增长	30.44%	24.64%	29.77%	21.60%
07 年利润总额	5723771	12694954	14699430	16803306
08 年利润总额	8651653	17392488	19965332	18520742
同比增长	51.15%	37.00%	35.82%	10.22%

资料来源：CEIC、联合证券研究所

图 10：医药行业当期收入增长趋势

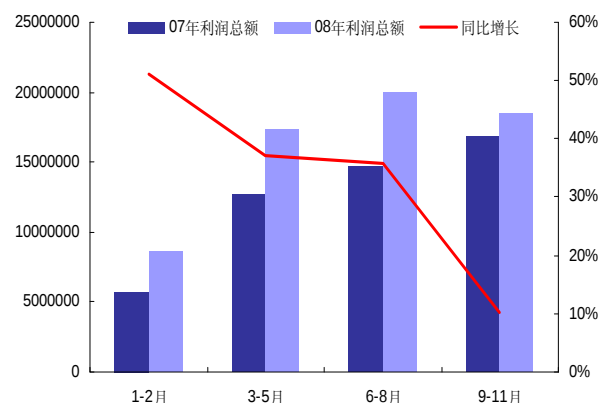
单位：千元



资料来源：CEIC、联合证券研究所

图 11：医药行业当期利润增长趋势

单位：千元



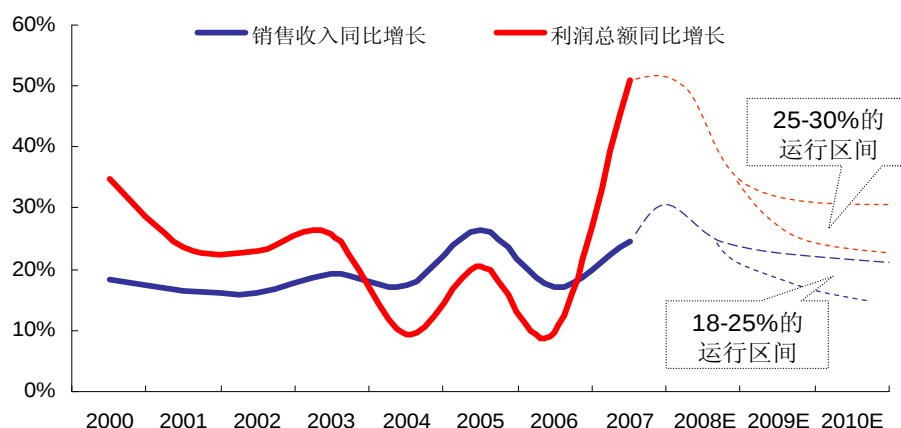
资料来源：CEIC、联合证券研究所

我们判断，09 年行业增速或将先抑后扬，但尽管增速回落，2009 全年年依然有望维持 18-25% 的收入增速、25-30% 左右的利润增速，增长预期较为明确。分析这一结论的逻辑主要基于以下两点：

一是，医保制度的完善将释放人们的医药消费潜力，并且在国家政策引导拉动内需的政策指引下，医改有望加速推进；

二是，驱动医药经济长期增长的内生性因素：居民可支配收入增长、城镇化、老龄化趋势依然明确。

图 12: 医药行业收入和利润增长趋势预测



资料来源: CEIC、联合证券研究所

医保制度的完善依然是拉动医药消费的主要推力

医疗保障体系是关系国计民生的重要制度安排。根据医改方案,国家会围绕“广覆盖、低水平”的原则继续推进覆盖城乡居民的基本卫生保健制度,加速建立社区卫生服务体系和农村合作医疗体系,医疗制度的完善有力释放居民的医药消费需求。

表 2: 中国多层次医疗保障体系

体 系	覆盖范围	筹资方式	覆盖现状
新农村合作医疗制度	农村居民	个人出资与政府补贴相结合, 合计每人 100 元	80%以上的农民
城镇居民医疗保险制度	城镇非就业居民	个人出资与政府补贴相结合, 合计每人 200 元	08 年扩大到 220 个试点城市, 2010 年完成全部覆盖
职工医疗保险制度	城镇职工	职工、企业、政府三方面共同出资, 强制性从工资收入中按比例征收	目前已经高水平覆盖, 1.9 亿人口
补充医疗保险和商业保险	有更高医疗保障要求的群体	个人向商业保险公司交纳	部分富裕阶层

资料来源: 联合证券研究所

目前,职工医疗保险制度覆盖水平最高,而新农合已经覆盖了 80%的农村人口、近八亿农民,启动以来已经有逾 11.6 亿人次享受了新农合补偿。城镇居民预计 2010 年实现全覆盖,这意味着将新增大约 3.5 亿人能够享受到城镇居民医保。这两块是拉动医药消费需求的主要增量。

根据现有的财政补贴方案,我们估计至少每年能新增 2000 亿的医疗费用供给。值得关注的是,新农合的补贴标准已经较最初方案有所提高,从人均 40 元提高到 80 元,更有利于启动农村市场。我们相信,逐步提高保障水平是未来的趋势,最终有望实现农村、城镇补贴标准的一致,那么新增市场容量将更大。

表 3: 医改新增市场容量测算

项 目	补贴方案	预计市场容量
城镇居民医疗保障	全面补贴的方式,将给予每人每年不低于 40 元的医保金补助(对于特殊困难人群,会再多给 5-60 元的额外补助),居民个人缴纳参保金 50-200 元,医保支付比例 60%	预计 2010 年实现全覆盖,大约 3.5 亿人能够享受到城镇居民医保,合计新增市场容量约 500-1000 亿元。

新农合

国家、地方的补贴和个人缴纳标准相结合，其中国家按 2006 年农村人口 7.37 亿估计，新农合 40 元，地方政府 40 元，个人 20 元，合计 100 元左右，可每年产生约 1500 亿的医疗费用供给。医保支付比例 40%

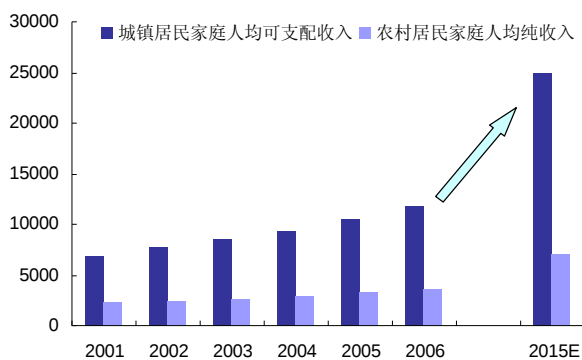
数据来源：联合证券研究所

行业长期增长的内生性驱动因素依然向好

居民可支配收入增长、城镇化、老龄化的改变是拉动药品需求的三大重要因素，从目前的情况来看，我们国家城镇化、老龄化的趋势并没有发生逆转。

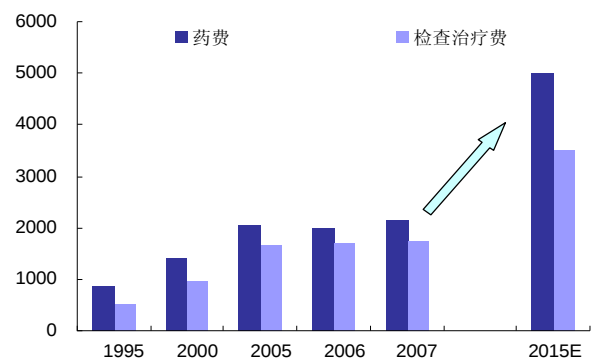
预计未来五年，我国城镇化进程仍呈快速发展趋势，年均增幅有望达到 1 到 1.2 个百分点左右。到 2010 年我国城镇化水平可能达到 47.5%，将达到 1998 年世界城镇化 47% 的平均水平。而老龄化趋势自 1999 年开始就趋于明显。据测算，到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平将达到 17.17%。随着老龄人口的增多，必将会刺激医药支出的增长。

图 13：居民收入增长趋势



资料来源：卫生部、联合证券研究所

图 14：综合住院医疗费用增长趋势



资料来源：卫生部、联合证券研究所

IMS 预测，2015 年中国医药总费用达到 38000 亿元，其中药品消费达到 11000 亿元，2020 年中国将成为全球第二大医药消费大国。而 2007 年我国卫生费用支出总额 9840 亿，未来十年有望保持年均 25% 的复合增长。

表 4：世界各国医药消费总量排名

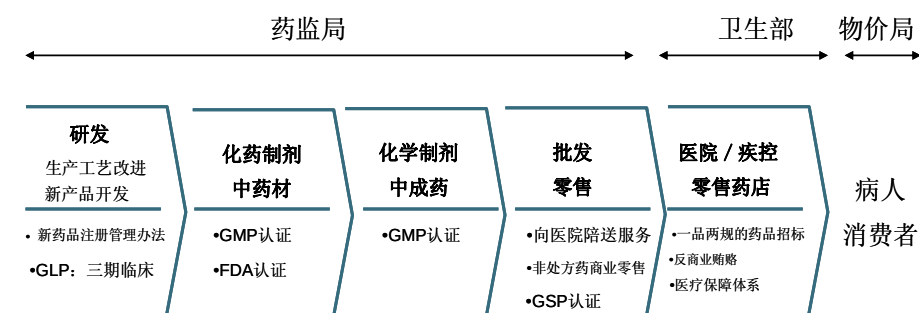
排名	2001	2005	2010	2020
1	美国	美国	美国	美国
2	日本	日本	日本	中国
3	德国	德国	德国	日本
4	法国	法国	法国	德国
5	意大利	意大利	意大利	法国
6	英国	英国	英国	意大利
7	西班牙	西班牙	中国	英国
8	加拿大	加拿大	西班牙	西班牙
9	墨西哥	中国	加拿大	加拿大
10	中国	墨西哥	墨西哥	墨西哥

数据来源：IMS、联合证券研究所

制度变革，行业分化，孕育投资机会

我们依然习惯于沿着医药产业链的各个环节进行解剖分析。医药产业是一个相对封闭而又独立完整的产业体系，从产品的研发，到生产，到流通，到销售，每一个环节都受到政府相关部门的监管。而连接消费者的终端则主要是医院、OTC 药房。

图 15：医药产业链的监管



资料来源：联合证券研究所

前面我们分析过医疗保障制度对医药需求的拉动效应，其逻辑依然是做大蛋糕的思路。但对于供应端的产业格局，政府一系列的政策则是对行业进行优胜劣汰的调整过程。我们相信，这一系列调整的结果，其必然趋势，就是市场向优势企业集中；而另一方面，调控也最终将导致市场结构分化。

行业监管趋于常态，其结果是导致行业向优势企业集中

尽管医药行业自 2007 年起逐步进入景气周期，但政府对行业的监管与调控并没有停止，相反在不断向国际化的标准靠齐，对行业的监管也趋于常态。尤其是一系列不良反应事件和安全事故的发生，引起了广大群众的强烈反映，推升了 SFDA 对监管的高度重视。

近期的一些主要调控措施可见下表。

表 5：近期调控政策				
环 节	措 施	实施日期	监管内容	影 响
研 发	新《药品注册管理办法》	2007 年 10 月	对新药重新做出定义，新药审批标准大大提高	具有科研实力的企业脱颖而出
生 产	新《药品 GMP 认证检查评定标准》	2008 年 1 月	药品生产过程要求更加严格	规范的制药企业市场份额增加
	《制药工业污染物排放标准》	2008 年 1 月	大大提高污染物的排放标准	增加企业运营成本，淘汰过度重复建设
流 通	药品召回管理办法	2007 年 12 月	加强药品不良反应检测	提升用药安全，真正能够安全使用的好药获得更多的生存机会
市 场	新《处方管理办法》	2007 年 5 月	“一品两规”药品招标，同一通用名的药品，同剂型不得超过 2 个	优质产品企业份额增加

资料来源：联合证券研究所

整体上来看，这些政策制度都逐步进入规范实施，长期来看，必将促使行业门槛提高，行业洗牌加速，市场将向那些真正具备研发、技术优势的企业集中。

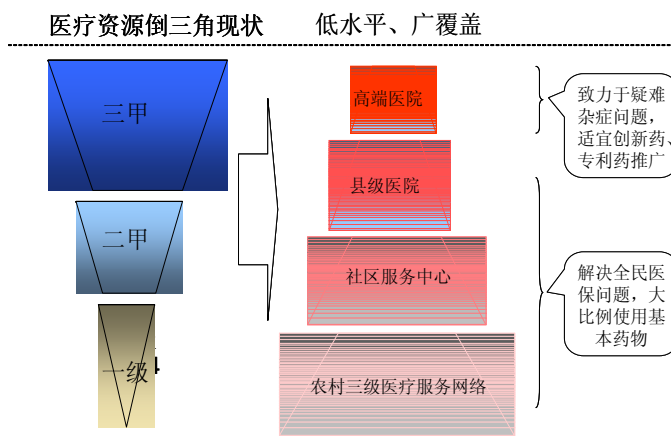
分层转诊导致医疗资源下沉，市场结构趋向分化

有限的政府资源集中投放在少数三甲医院，医疗资源的分布和医疗费用支出结构呈现倒金字塔结构，这是导致“看病难、看病贵”的重要因素。我们预计未来几年这种畸形结构将逐步被纠正。

未来医疗卫生体系的建设，将加强基层乡镇医院、社区医院的建设，通过双向对接，实现从三级体系向两级分层诊疗转变，这将导致整个市场结构的转变。未来的高端医院主要致力于疑难杂症等专科门诊；而社区医疗、乡镇医疗则主要负责民众的常见病、多发病的基本医疗服务。

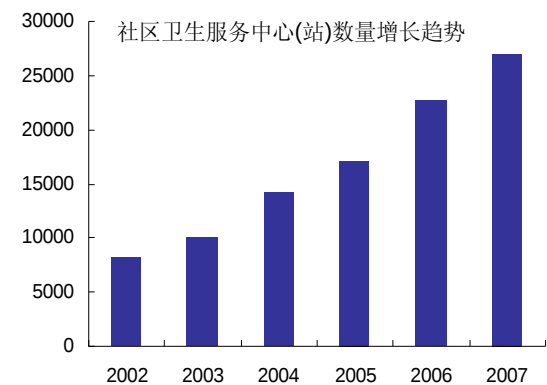
从目前的建设情况来看，这一变化趋势已经相当明显，尤其是基层卫生机构的数量已经达到了相当程度的覆盖，过去五年社区卫生服务中心的数量已经从不足一万家已经增长到近三万家。

图 16：医疗资源分配改革方向



资料来源：联合证券研究所

图 17：社区卫生服务变化趋势



资料来源：卫生部、联合证券研究所

我们预测，随着各级医院职能的转换，未来高端医院门诊占有率逐步下降，但大病、重病患者更加集中，总用药规模不会下降，并且将进一步向专科药（主要专利药、品牌药）集中；而在基层普通病症治疗和预防的职能强化后，第三终端市场需求将迅速增长，普药、常用药规模将进一步扩大。

医疗体制改革带来四类投资机会

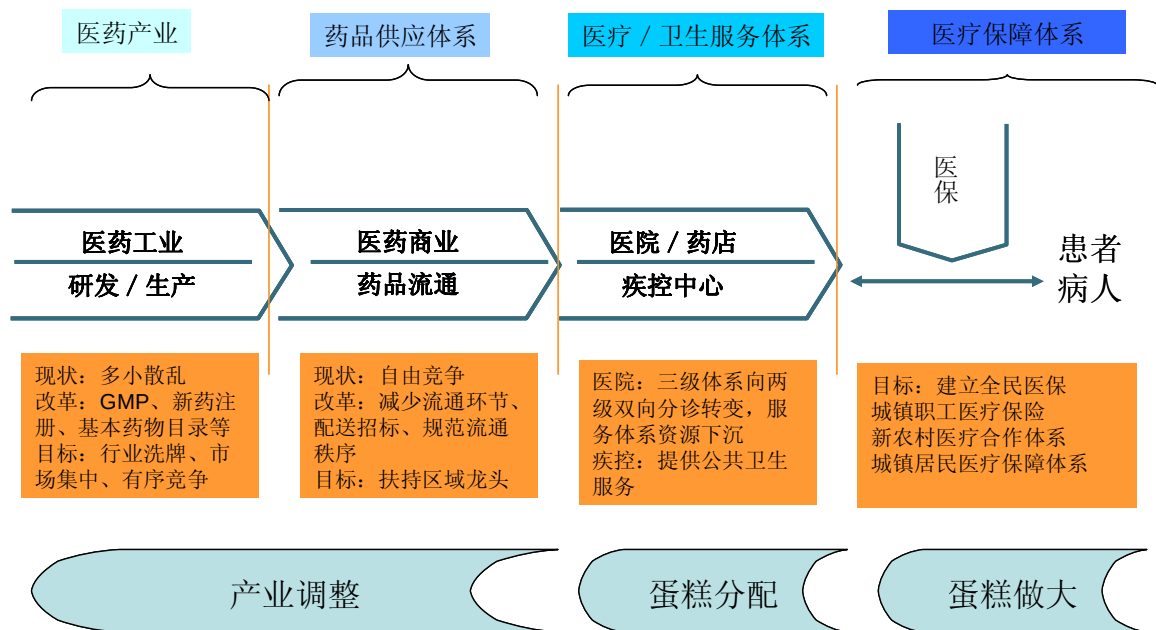
近日国家公布《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》，尽管该意见稿并没有具体落实如何推进医改的具体措施，但整体上方向的大原则框架已经基本确定。

医药卫生体制改革的总体目标是：到 2020 年，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。围绕这个总的目标，要加快四大体系建设：公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系。

对终端需求而言，加大政府投入，加快建立和完善多层次医疗保障体系，印

证了我们“做大医药消费需求蛋糕”趋势观点的判断。

图 18：医疗卫生体制改革图解



资料来源：联合证券研究所

而四大体系的建设，对于未来医药企业投资，我们认为或将带来了四类投资机会。

机会一：加快乡镇和社区医疗服务体系建设，提供一般病、常见病、多发病的诊疗服务，完善基本药物的医保报销政策，医疗报销范围向普药、常见药倾斜，这将对品牌普药类公司受益明显，比如：华北制药、白云山、鲁抗医药、西南药业等；

机会二：充分发挥城市医院在急危重症和疑难病症方面的骨干作用，而高端医院的扩容，同样将拉动大病治疗的“贵药”需求，如恒瑞医药、康缘药业等；

机会三：健全城乡公共卫生服务体系，逐步扩大国家公共卫生服务项目范围，向城乡居民提供疾病防控、计划免疫、妇幼保健等基本公共卫生服务，疫苗类和诊断试剂生产商有望从中获益，如：天坛生物、科华生物、达安基因等；

机会四：明确提出要提高药品流通企业集中度、规范药品生产流通秩序，医药流通领域市场集中趋势明显，一些区域性医药商业龙头企业或将从中受益，如国药股份、南京医药、上海医药等。

当然，对于上述四类企业而言，除了第二、第三类能够在短期内产生明显的拉动效应外，第一、第四类企业的收益显现或许还是一个漫长的过程。品牌普药企业多数为原来的国有企业，由于某些原因可能还或多或少的存在一些历史包袱而影响利润的释放，其短期内经营效率的改善以及经济效益均难以在短期内体现；而商业流通领域内，目前区域龙头割据是主流，市场的集中或许会是一个漫长的过程，只有达到一定市场集中度以后才可能体现为经营效益的提高。

投资策略：防御为主，投资分化

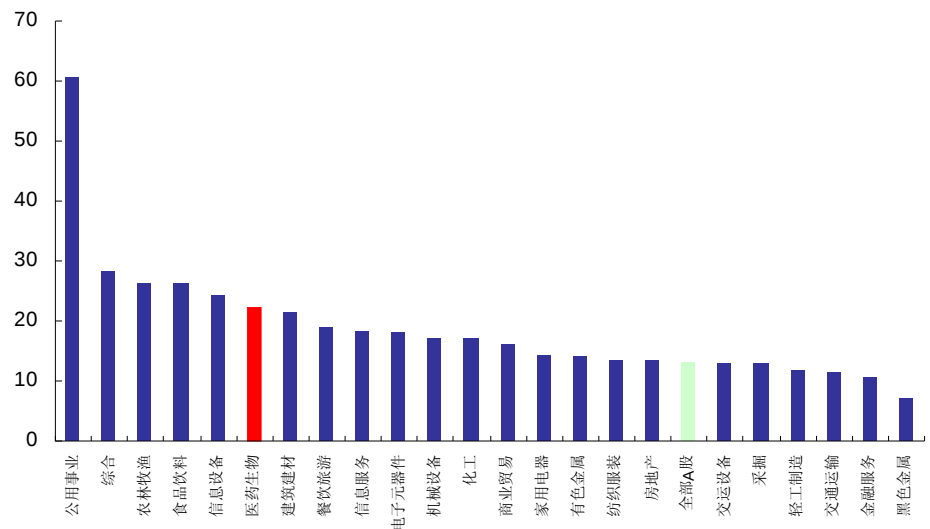
估值趋于合理

医药行业由于其抗周期性特征和持续确定性的成长而一直享有较高的估值溢价，过去 5 年的统计数据表明，其平均估值溢价在 60%左右，并且在市场低迷情况下估值溢价曾经超过 100%。

经过近段时间的反弹，医药行业的平均估值已经达到 09PE22X 的动态估值，部分优质白马股的估值甚至已经达到了 30 倍的动态估值，相对大盘的估值溢价 70%，基本处于合理水平。

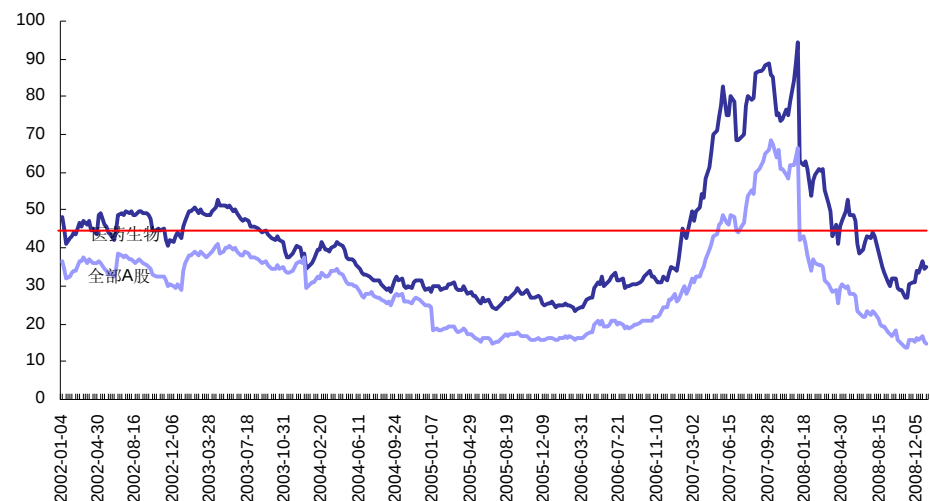
我们不排除还有继续向上运行的可能，但运行的空间有限。

图 19：各行业估值比较



资料来源：WIND，联合证券研究所

图 20：医药行业历史水平变化



资料来源：WIND，联合证券研究所

注：以当年三季报业绩*4/3 为基准，剔除负值

投资分化

如前述，由于宏观经济层面还没有出现全面好转的迹象，投资策略以防御为主。我们将持续跟踪的重点公司分为两类：

一是价值投资型，如恒瑞医药、科华生物、双鹭药业、康缘药业等。这一类公司已经得到市场的充分挖掘，其长期持续成长能力业已经得到市场的认可。从估值的角度看，09年的动态PE也不低，对价值投资型公司要坚定长期持有，伴随公司的成长共同成长，有望获得相对收益甚至是超额收益。

一类是投机交易型，如浙江医药、华北制药、益佰制药、健康元、ST中新等。这类公司由于某些原因难以获得市场的广泛认可，但从企业经营看未来业绩还是能够获得确定性的支撑，目前动态估值均较低，在合适的时候适当参与有望获得超额收益，当然这意味着投资者可能需要承受更多的风险。

此外，还有一些存在资产重组或资产注入预期的公司，如上实医药、天坛生物、仁和药业等，也存在着投机交易机会。

表 6：重点跟踪公司盈利预测与估值					单位：元、倍		
	公司	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
价值投资型	恩华药业	0.33	0.50	0.72	50	32	22
	恒瑞医药	0.87	1.21	1.61	44	32	24
	华兰生物	0.83	1.23	1.59	46	31	24
	科华生物	0.57	0.82	1.12	41	38	20
	双鹭药业	0.92	1.41	1.91	40	26	19
	上海莱士	0.66	0.90	1.10	38	28	23
	康缘药业	0.55	0.76	0.97	31	22	18
投机交易型	新和成	4.74	4.56	4.00	5	5	6
	浙江医药	2.50	2.76	2.39	5	5	6
	华北制药	0.26	0.36	0.39	24	17	15
	东北制药	0.88	0.93	1.01	14	13	12
	*ST 中新	0.54	0.63	0.72	17	14	13
	哈药股份	0.6	0.72	0.83	19	16	13
	益佰制药	0.38	0.55	0.85	20	13	9
题材型	健康元	0.45	0.56	0.62	10	8	7
	天坛生物	0.27	0.42	0.49	54	35	29
	上实医药	0.47	0.57	0.66	26	21	18
	上海医药	0.20	0.24	0.31	35	30	23
	仁和药业	0.32	0.55	0.68	26	15	12

资料来源：WIND，联合证券研究所

重点公司点评

恒瑞医药：“抢仿”战略的抗肿瘤药物专家

公司依靠“抢仿”，将全球领先的抗癌药物研制成功上市，逐步做大做强并多年发展，公司已经实现从“抢仿”到“仿创”的转变。丰富的产品梯队为公司持续发展

奠定了基础。依托成熟的技术平台优势，公司先后推出奥沙利铂、多西他赛等一线品种，二线品种中的伊立替康（广谱抗肿瘤）、碘氟烷（血管造影剂）、七氟烷（手术麻醉药物）等都是公司独家产品，市场前景颇为看好。

科华生物：走向世界的诊断试剂明日之星

以先进的诊断技术为核心，不断开发和拓展诊断试剂需求领域。潜心海外布局，逐步推进“走出去”战略，目前已经有 45 个产品获得 CE 认证，取得了欧洲市场的进入许可，与法国梅里埃的销售合作有望实现海外销售的爆发。小非已全部解禁完毕，大非控股权仅 8.12%，大幅抛售的可能性极低。

康缘药业：快速成长的现代中药领跑者

公司是我国中药企业现代化的领跑者，其产品线丰富，未来成长轨迹已经非常清晰。大股东相对控股，减持压力有限；高管持股，充实长期投资信心。

恩华药业：正崛起的中枢神经药物专家

相对国外成熟的中枢神经药物市场，国内还仅仅是处于开发和培育阶段，未来成长空间非常巨大；而行政上的进入壁垒事实上制造了一个垄断行业。公司是国内唯一专注于中枢神经药物市场的龙头企业，在各细分领域已经展露出非凡的竞争力；丰富的产品线能够保证公司未来拥有诸多增长点；尽管目前学术推广影响了公司利润的释放，但这种市场启蒙教育是必要的，公司必将充分享受新兴市场崛起带来的收益，我们看好公司长期投资价值。

上海莱士：具备估值优势、充分分享行业景气

未来两年，由于采浆量不足，血液制品将继续维持高景气周期；公司是国内血浆处理技术最成熟企业之一，产品线丰富，能够充分利用浆源；多年精耕细作已经确立公司长期品牌优势；相对华兰生物，具备一定估值优势。

浙江医药：长期战略投资品种

尽管近期公司维生素产品涨价对业绩增长做了最主要的贡献，但这依然无法掩盖公司作为国内一家老牌医药企业，在制剂领域所拥有的核心竞争力；公司是国内真正具备原创药物研发能力的企业之一，原创药物研发方面公司也将逐步进入收获期，我们看好公司甲磺酸药物在肿瘤治疗方面的战略价值，是公司未来极具杀伤力的重磅药物。

益佰制药：远近长短皆相宜

公司以销售见长，在销售方面具备核心竞争力；尽管经历了一些弯路，但随着中药注射液的复苏，公司倚赖艾迪、银杏达莫迅速恢复了主业增长，未来两年内业绩近 50% 的复合增长率显示公司良好的成长能力；长远来看，公司近期红草注射液以及在研的生物产品都是非常具有市场前途的储备品种，能够确保公司长期发展前景。

ST 中新：未来两年或将成为二线蓝筹

公司具有非常良好的工业基础，由于历史原因导致 ST，但从公司近期的经营状况来看，明年摘星脱帽是确定性事件。公司拥有国家保密级产品速效救心丸，

并拥有 82 个独家品种。拳头产品速效救心丸，年销售额在 3-4 亿元，并拥有清涎滴丸、舒脑欣滴丸、苾骐胶囊、胃肠安、更年安片等销售规模上 5 千万的产品，丰富的产品线是企业竞争力的基础，也是我们判断公司未来或将成为二线蓝筹的重要基础。新的经营班子上任以来，稳健而扎实的逐步推进改革，企业经营效率得到明显改善，企业基本面已经质的改善，而“21 个大品种”战略有望推动公司销售和业绩的快速增长。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。