

评级: 中性

医药行业

行业研究报告

第一创业证券研究所
巨国贤 S1080209110062
联系人: 梁良
电话: 0755-82485194
邮件: liangliang@fcsc.cn

高潮过后的不应期, 安全最重要

——医药行业 2010 年下半年投资策略报告

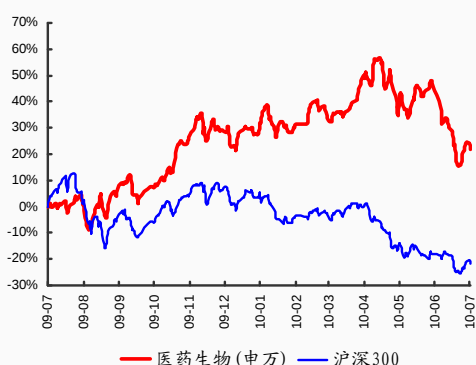
行业交易数据

近一年累计涨跌幅	21.28%
沪深 300 累计涨跌幅	-21.48%
行业指数与沪深 300 相对涨跌	42.76%

行业基本数据

行业总市值(亿元)	9,327
行业流通市值(亿元)	6,130
行业平均市盈率(倍)	36.7
行业平均市净率(倍)	5.42

医药行业近 52 周走势



相关报告

20091001: 医药行业 2009 年四季度策略-寻找价格合理的成长股 (GARP)
20091218: 医药行业 2010 年策略-翻开大《目录》, 左看低估值, 右看超预期
20100409: 医药行业 2010 年 2 季度策略: 高增长高估值下的四类选择

投资要点:

- **政策短期内会拉低行业增速, 但不改行业长期高增长趋势** 最近出台的政策对企业和行业增速有负面影响, 尽管这些影响是短期的, 但却会极大的影响目前估值高企的医药板块, 当用高增长来化解高估值的期望落空时, 板块将不可避免的下跌。政策风险是医药行业最大的风险, 这些政策包括发药品降价、打击商业贿赂和新版 GMP 标准的推行。但长期看, 医药行业高速增长的趋势不变, 我们坚信医药行业在未来 10 年内仍是最好的行业之一, 有着光辉的前景。
- **上半年行业高速增长, 3 季度起增速可能开始放缓** 医药工业在 2010 年上半年的 1-5 月的增长可以用高速来形容, 整个行业收入 4149.3 亿元, 同比增长 28.9%, 利润总额达 429.9 亿元, 同比增长 39.1%, 但是下半年不大可能维持这种高增速, 政策的影响会在三季度开始显现, 前高后低是最可能的一种情形。
- **估值仍然高企, 市场表现如同“高潮过后的不应期”** 医药板块 2009 年的静态市盈率为 37 倍, 高于沪深 300 整体的 17, 对全部 A 股的溢价率为 84.7%, 较前期最高值 104% 已经下降不少, 但仍然处于历史的高位。医药板块在经历了从去年四季度到今年上半年的狂欢后, 近两个月医药板块在政策的影响下快速下跌, 我们认为接下来的三季度板块表现就如同“高潮过后的不应期”, 上涨的可能很小, 而是盘整或继续下跌取决于政策的明朗化及执行力度, 三季度的企业和行业数据非常重要。
- **投资策略:** 在下跌的市场寻找安全是最重要的事情, 绝对低估值的公司、高增长估值相对低的公司, 同时规避有政策风险的公司, 估值很高的大白马慢慢也有买入的价值。
- **投资组合推荐**
 - 稳健组合:** 哈药股份、双鹤药业、华东医药
 - 进取组合:** 康美药业、康缘药业、信邦制药



目 录

1、政策短期内会拉低行业增速，但不改行业长期高增长趋势.....	3
1.1 近期政策对行业的影响偏负，短期内极可能拉低行业的增速	3
1.2 医药行业增长动力强劲，长期看高速增长趋势不会改变	4
2、上半年行业高速增长，3 季度起增速可能开始放缓	5
2.1、 1-5 月高速增长，全年前高后低.....	5
2.2、 生物、饮片引领行业，原料药反转确定	6
2、估值仍然高企，未来表现如同“高潮后的不应期”	10
2.1、估值仍然高企	10
2.2、板块未来表现如同“高潮过后的不应期”	11
3、 2010 下半年投资策略：高潮过后不应期的选择	12
3.1、估值很低的公司	12
3.2、高增长下估值相对低的公司	12
4、投资组合推荐.....	12
4.1、稳健组合：三九医药、哈药股份、双鹤药业	12
4.2 进取组合：康缘药业、康美药业、天士力	13

1、政策短期内会拉低行业增速，但不改行业长期高增长趋势

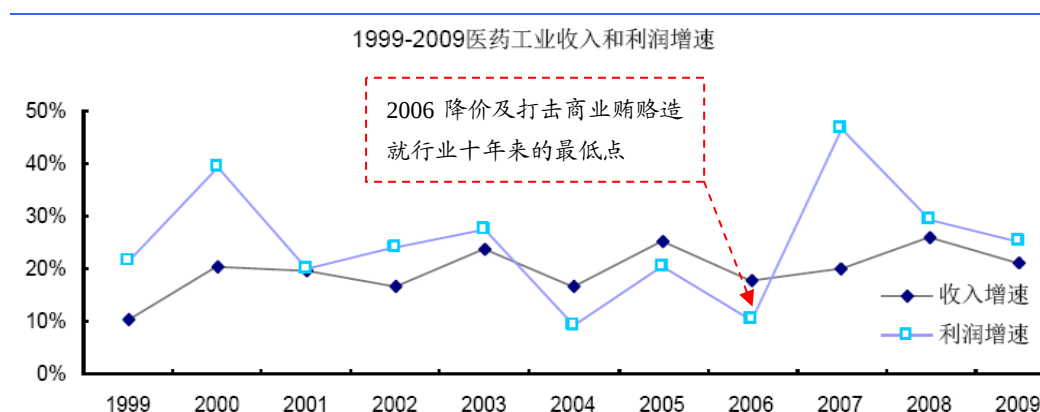
1.1 近期政策对行业的影响偏负，短期内极可能拉低行业的增速

医改以来，政策几乎全是利好，行业的收入和利润总额亮丽的增长数据也证明了这一点。但最近出台（或即将出台）的政策对企业 and 行业增速则有负面影响，尽管这些影响是短期的，且最悲观的影响就是在 1-2 年内拉低医药行业的增速（比如行业的利润增速降至 20% 左右），但却会极大的影响目前估值高企的医药板块，当用高增长来化解高估值的期望落空时，板块将不可避免的下跌。**政策风险是医药行业最大的风险**，因此我们必须将近期出台的政策详加考察，包括发药品降价、打击商业贿赂和新版 GMP 标准的推行：

（1）发改委降药价对行业的影响：无论从政府的决心，还是国家的利益来看，降价都势在必行，政府从 05 开始摸查企业的生产成本以及流通差价，可谓谋划已久，因此这次降价并不会是雷声大雨点小，或者因难于执行而最后不了了之。降价对企业的影响，从客观上将降低企业的利润，加上企业主观上也不愿意做高业绩而成为被降价的对象。如果大规模的降价出现，企业和行业的数据会非常难看，这几乎是种必然。

（2）卫生部打击商业贿赂对行业的影响：打击商业贿赂的影响对企业是非常直接的，一方面企业的医药代表将不敢去医院跑业务，比如 2006 年严厉打击商业贿赂时，有的企业干脆给医药代表放假休息，另一方面医院的医生也不敢开药或尽量少开药，两方面的作用下，药品尤其是处方药的销量会掉得非常厉害，显著降低企业和行业的利润增速。

图 1、降价及打击商业贿赂对行业增长的影响



数据来源：第一创业证券研究所

（3）药监局即将发布新版 GMP 对行业的影响：新版 GMP 标准预计将在 7 月份发布，尽管无法得知文件的最终及详细的内容，但标准无疑是提高的，硬件设备和软件管理上逐步跟国际接轨。这就意味着企业的费用将上升，尽管提高标准对我国医药行业的健康发展有深远的意义，但短期内费用上升会吞噬企业的一部分利润，降低企业的增速。

因此，行业的增速有可能在 1-2 年内放缓，本年度前 5 个月高达 39% 的利润总额的增速不能作为 2010 全年及明年的准确参考。



1.2 医药行业增长动力强劲，长期看高速增长趋势不会改变

科技的进步、经济发展、医疗保障覆盖的广度和深度的加大、人口数量增长及人口结构的变化、城镇化进程加速是推动医药行业增长的根本推力。目前这些推动力没有一丝改变，因此我们认为前述的政策对行业的不利影响是短期的，长期来看医药行业高速增长的趋势不变，我们坚信医药行业在未来 10 年内仍是最好的行业之一，有着光辉的前景。

(1) 科技的进步 科技进步必然带动医药产业的发展，包括诊断技术、手术方法、大型设备、新药等。医药费用增长较快的最主要因素是技术进步。

(2) 经济发展 人们对医疗需求必须有财力作保障，经济发展导致居民收入的快速增长将有力的释放这种需求。

(3) 医疗保障覆盖率扩大 尽管人人都有强烈的医疗需求，但并不是人人都能看得到病，政府主导的医改将使医疗保障的覆盖广度扩大深度增加。

(4) 人口数量增加及人口结构的变化 人口数量的增长保证了医疗的旺盛需求，老年人的身体状况决定他们经常性用药和长期用药。

(5) 城镇化进程 中国的城市化进程非常明显，且有加速的趋势。由于医疗资源在中国的农村和城镇分布是极其不均衡的，绝大部分医疗资源都集中在城市里，农村人口的人均医疗费用只有城镇人口的 1/4（当然其中也有收入差距的原因）。城市化进程的加快，更多的农村人口涌入城市，使他们也能分享到城市的医疗资源，推动医药行业的发展。

综上，医药行业增长的推力不会因政策暂时的不良影响而改变，因此长期看行业的高速增长趋势不会发生改变。

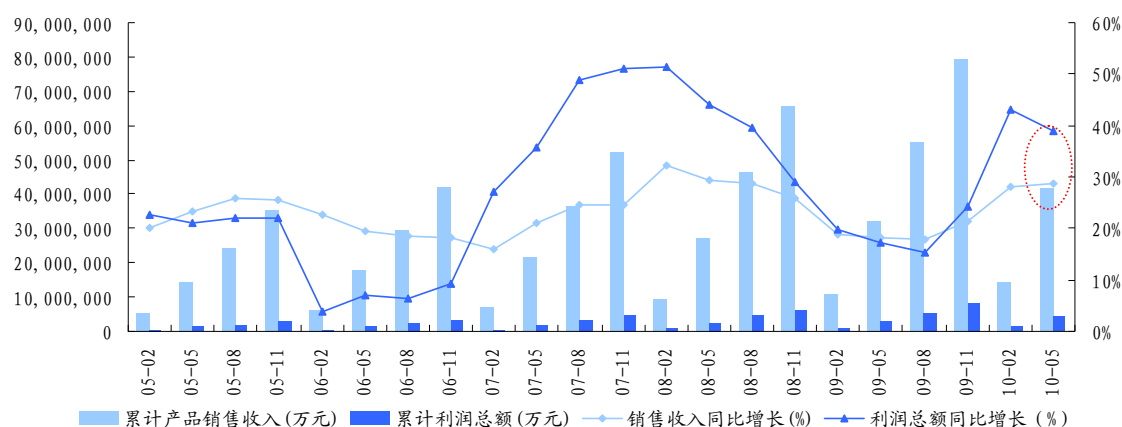
2、上半年行业高速增长，3 季度起增速可能开始放缓

2.1、 1-5 月高速增长，全年前高后低

医药工业在 2010 年上半年的 1-5 月的增长可以用高速来形容，整个行业收入 4149.3 亿元，同比增长 28.9%，利润总额达 429.9 亿元，同比增长 39.1%，但是下半年不大可能维持这种高增速，政策的影响会在三季度开始显现，前高后低是最可能的一种情形。

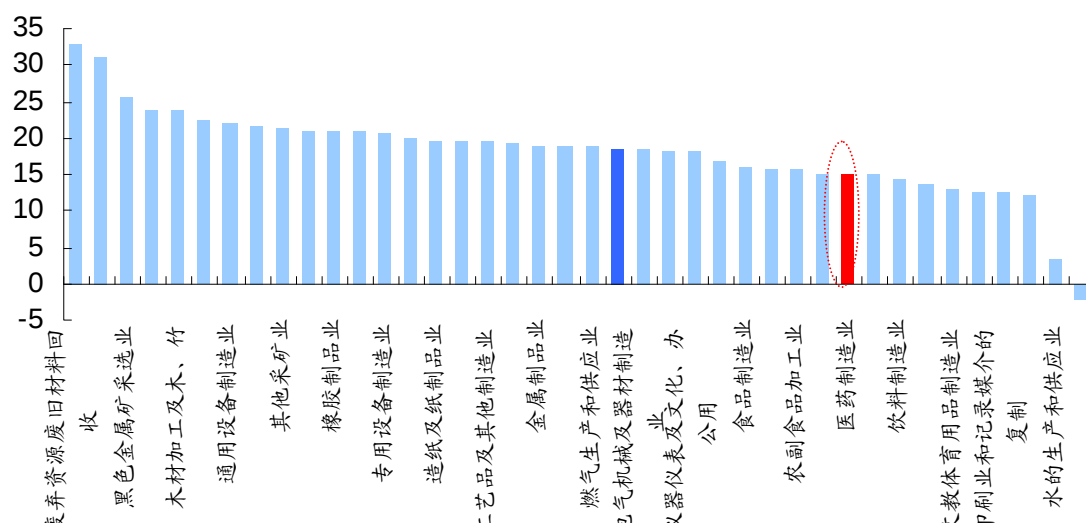
从行业整体毛利率和利润率来看，医药行业的盈利能力也在不断地提升，显示出良好的内生性增长势头。1-5 月毛利率为 31.06%，基本保持稳定，期间费用率进一步下降至 19.28%，利润里进一步上升至 10.36%，这是 2005 年以来的最高点。

图 2、医药工业 5 月累计销售收入和利润总额及各自的增长情况



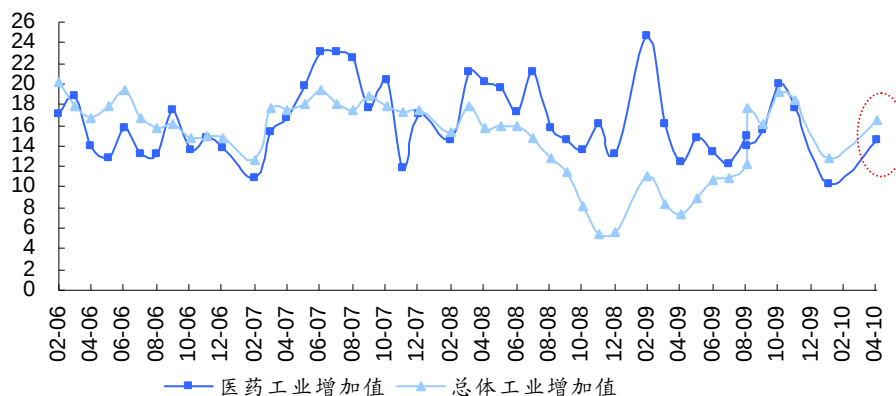
资料来源：wind 第一创业证券研究所

图 3、各行业 5 月累计工业增加值情况



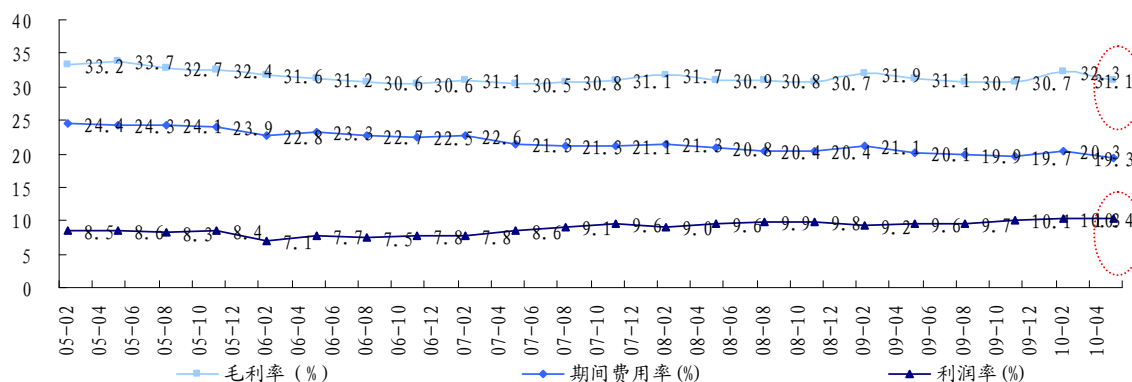
资料来源：wind 第一创业证券研究所

图 4、医药工业增加值与全体工业增加值比较（单月）



资料来源：wind 第一创业证券研究所

图 5、医药工业盈利能力不断提升



资料来源：wind 第一创业证券研究所

2.2、生物、饮片引领行业，原料药反转确定

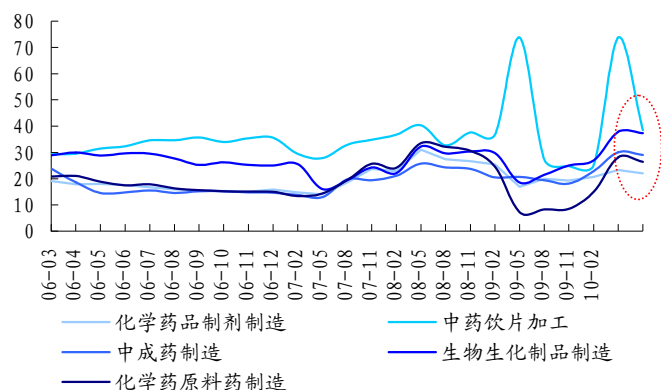
分子行业看，生物生化制品制造业和中药饮片加工业引领行业的高增长，生物的收入增速高达 37.35%，利润增速高达 74.99%。中药饮片收入和利润增速分别为 38.51%、65.93%；原料药的反转也基本确立，基本摆脱了金融危机的影响，收入和利润增速分别为 26.45%、45.76%，这个高增速当然有去年低基数的原因；中成药则基本与行业总体增速持平，化学药制剂则低于整个行业的增速。

表 1、医药各子行业的收入、利润总额及各自的增长情况

行业	销售收入（亿元）	同比增长(%)	利润总额(亿元)	同比增长(%)
整个医药生物行业	4149.30	28.9%	429.91	39.1%
其中：化学药品制剂制造	1276.84	21.97	148.52	30.70
中药饮片加工	233.75	38.51	18.45	65.93
中成药制造	881.91	29.03	86.08	23.65
生物生化制品制造	432.38	37.35	62.78	74.99
化学药品原料药制造	895.45	26.45	78.85	45.76

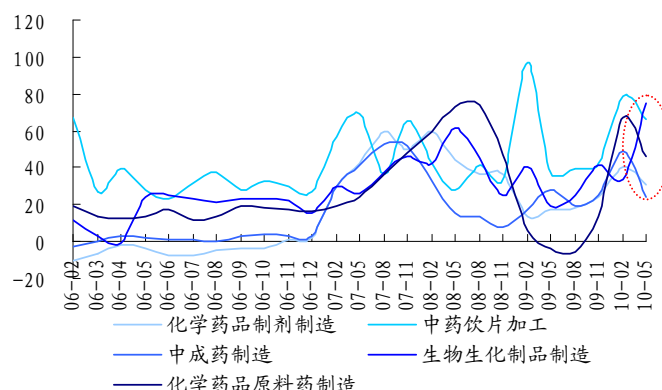
资料来源：wind 第一创业证券研究所

图 6、06 年以来医药各子行业收入增长情况



资料来源: wind 第一创业证券研究所

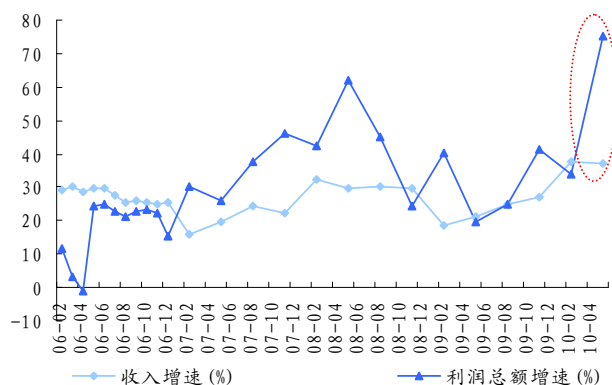
图 7、06 年以来医药各子行业利润增长情况



资料来源: wind 第一创业证券研究所

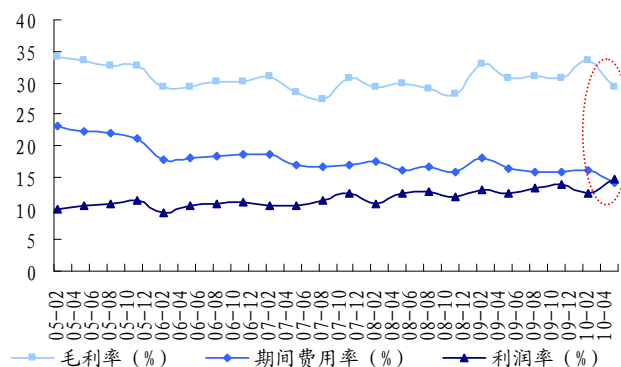
生物生化制品行业无论是增长还是盈利能力都表现优异, 1-5 月的利润增速更是高达 75%, 这跟国家对公共卫生的加大投入有密切关系, 从盈利能力数据也可以证实这点, 毛利率略下降, 费用率显著降低, 造成利润率上升, 符合国家投入的特征。生物生化制品在我国还处于初级阶段, 成长空间非常巨大, 我们看好这个行业的高成长性, 尤其是跟公共卫生密切相关的疫苗生产企业。天坛生物、华兰生物、科华生物是行内已上市的最好的几家公司, 值得密切关注, 但这个行业有一个重要问题, 就是估值普遍较高, 有好的公司, 却没好的价格, 很难选出合适的标的。

图 8、生物生化制品制造业收入和利润增速情况



资料来源: wind 第一创业证券研究所

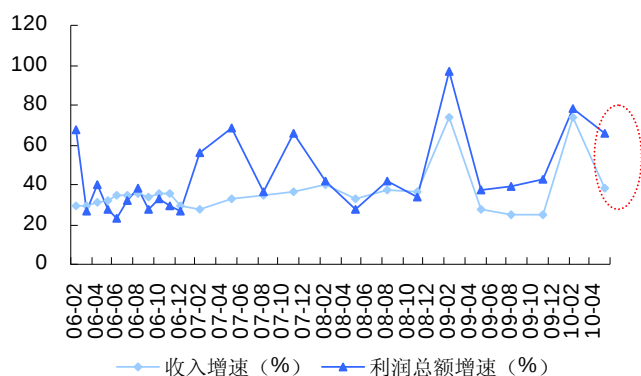
图 9、生物生化制品制造业盈利能力分析



资料来源: wind 第一创业证券研究所

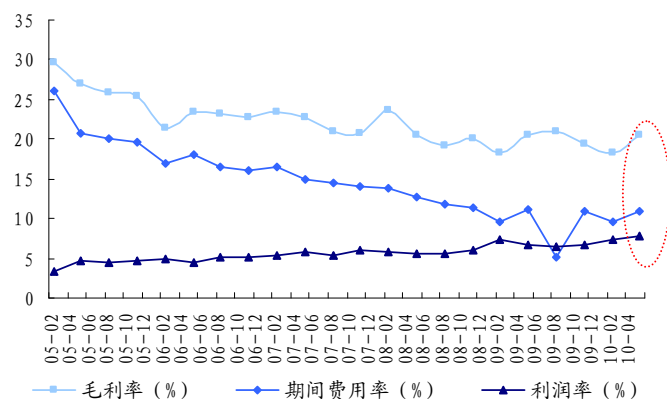
中药饮片近年来一直保持高速的增长, 利润率也不断提升, 截止 5 月整个子行业收入和利润总额增速分别为 38.51%、65.93%, 毛利率和利润率分别为 20.55%、7.89%, 外生及内延式增长势头良好。我们长期看好中药饮片的发展, 尤其是通过 GMP 论证的行业龙头。中药饮片行业的标的公司也很好选定, 上市的就只有康美药业一家, 我们认为康美未来几年有望保持 40% 的增长, 目前公司的估值也比较合理。

图 10、中药饮片加工制造业收入和利润增速情况



资料来源：wind 第一创业证券研究所

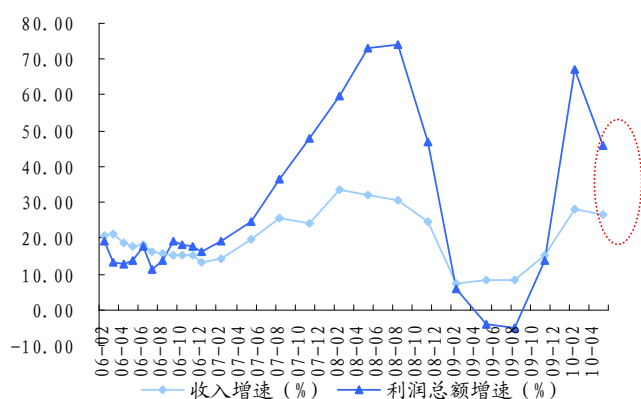
图 11、中药饮片加工制造业盈利能力分析



资料来源：wind 第一创业证券研究所

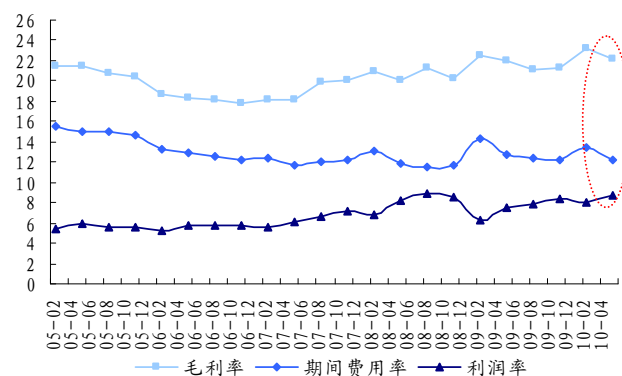
1-5月化学药原料药行业收入和利润总额增速为26.45%、45.76%，这个高增速当然有去年低基数的原因，但这个数据更重要的是透露出一个信息——原料药行业基本摆脱了金融危机的影响，反转确立。我们认为在原料药上的投资显著不同于传统意义理解的稳健增长的医药行业，而是典型的周期性行业，因为它上游原料受制于化工原料价格的涨跌，下游产品在很大程度上依赖出口，因此受制于动荡的国际金融环境，因此我们认为对它的操作策略是“春耕秋收”，宜在行业景气极其低迷时播种，在行业处在非常好的盈利区间时收割，现在的低迷恰恰是寻找机会的好时机，建议关注价格仍处在谷底的VB5的生产商鑫富药业。

图 12、化学原料药收入和利润增速情况



资料来源：wind 第一创业证券研究所

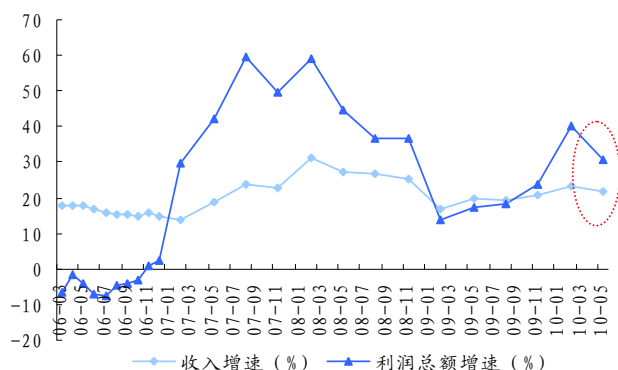
图 13、化学原料药盈利能力分析



资料来源：wind 第一创业证券研究所

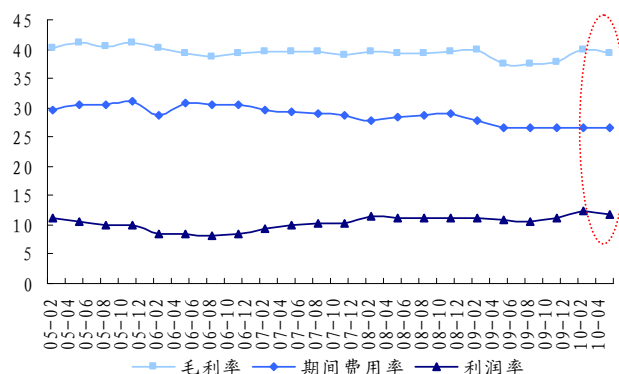
1-5月化学药制剂收入和利润总额增速为21.97%、30.70%，毛利率和利润率分别为39.39%、11.63%，增速基本跟医药整个行业增速持平，盈利能力略有提升。化学药制剂行业是最大的子行业，在这个行业中，重点关注低估值的大型普药生产企业和高端的专科用药生产企业，如哈药、双鹤药业；生产专科性用药、且产品入选《目录》的企业也将从中受益，如麻药双雄人福科技和恩华药业、生产抗肿瘤药的恒瑞医药和海正药业等。

图 14、化学药制剂收入和利润增速情况



资料来源: wind 第一创业证券研究所

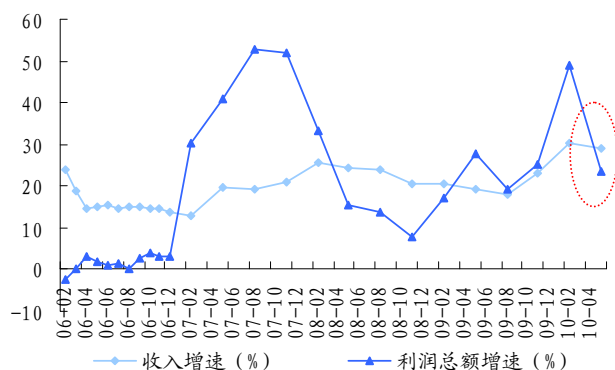
图 15、化学药制剂盈利能力分析



资料来源: wind 第一创业证券研究所

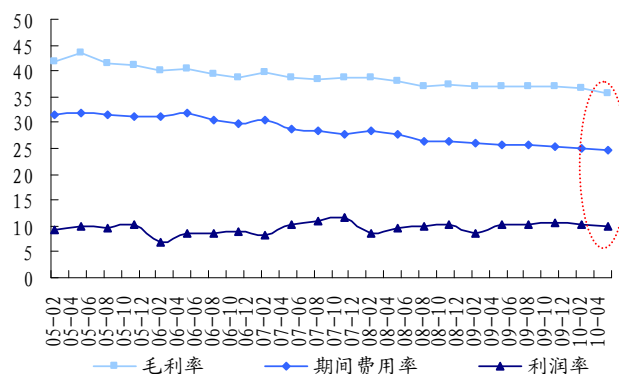
1-5 月中成药收入和利润总额增速为 29.03%、23.65%，毛利率和利润率分别为 35.78%、9.76%。中成药得益于国家对中医药的扶持政策，我们认为中成药制造已经进入一个快速发展的通道，高速增长仍将维持。中成药行业中，产品不可替代的云南白药、东阿阿胶、片仔癀、马应龙等是最值得关注的公司，随着医药板块的下跌，投资的机会慢慢显现。中药现代化做得好的公司如天士力、康缘药业、三九医药等也值得重点关注。

图 16、中成药收入和利润增速情况



资料来源: wind 第一创业证券研究所

图 17、中成药盈利能力分析



资料来源: wind 第一创业证券研究所

2、估值仍然高企，未来表现如同“高潮过后的不应期”

2.1、估值仍然高企

医药板块经过近两个月的下跌,泡沫已经有了一定的消化,但目前的估值仍然高企,谈不上便宜。在所有的行业中,医药板块 2009 年的静态市盈率为 37 倍,高于沪深 300 整体的 17,在所有行业中排名第 15 位。医药各子行业中,化学原料药为 26,生物制品为 29,化学药制剂为 38,中药为 43,医疗器械为 57,医药商业 61,医疗服务 96。

医药行业快速增长的特性使投资者愿意给它一个溢价,作为对医药板块估值的一个重要指标,截止到 2010 年 7 月 14 日,这个溢价率为 84.7%,较前期最高值 104%已经下降不少,但仍然处于历史的高位。

图 18、各行业的 2009 年静态市盈率（倍）

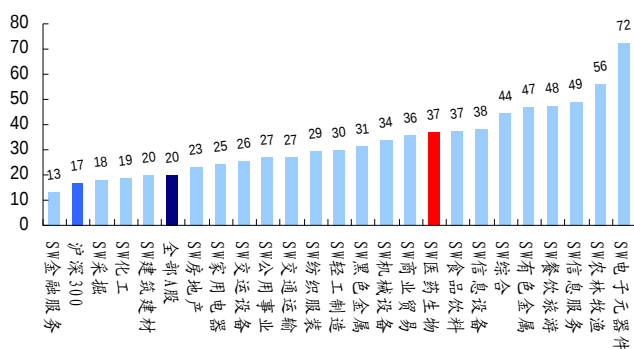
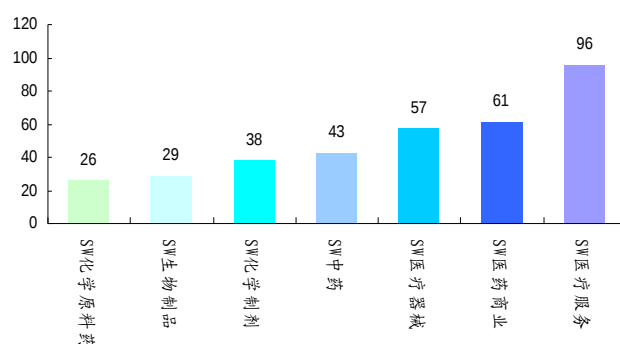


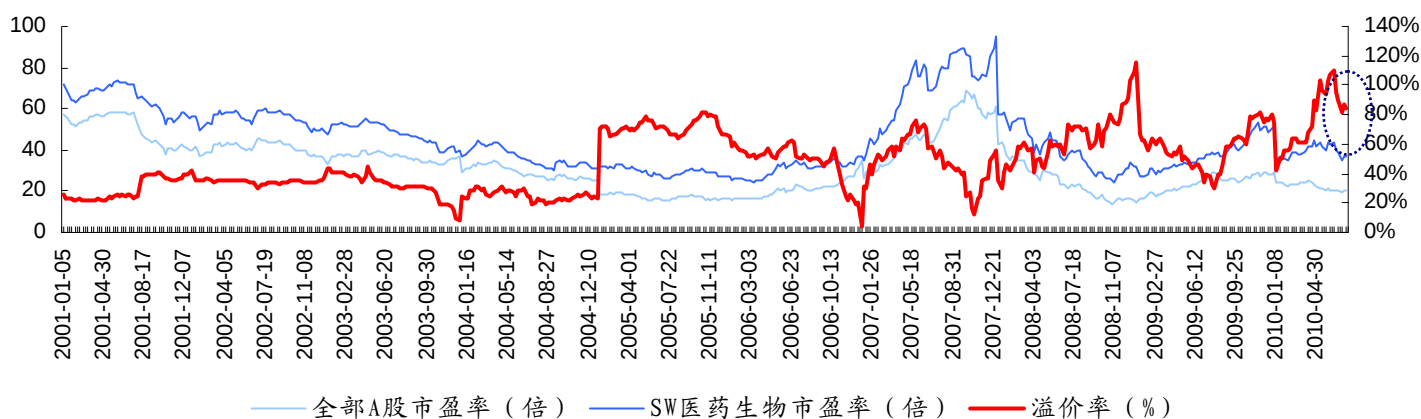
图 19、医药各子行业 2009 年静态市盈率



资料来源：wind 第一创业证券研究

资料来源：wind 第一创业证券研究

图 20、医药板块对全部 A 股的溢价率



资料来源：wind 第一创业证券研究



2.2、板块未来表现如同“高潮过后的不应期”

医药板块在经历了从去年四季度到今年上半年的狂欢后，近两个月医药板块在政策的影响下快速下跌，我们认为接下来的三季度板块表现就如同“高潮过后的不应期”，上涨的可能很小，而是盘整或继续下跌取决于政策的明朗化及执行力度，三季度的企业和行业数据非常重要。

2010年1-7月整个A股下跌了22%，医药板块下跌4.17%，是跌幅最少的板块，仅次于电子元器件。实际上医药板块的下跌几乎都是在最近两个月，五月份以来医药板块下跌了11.7%，跌幅仅次于有色金属板块，我们认为医药的下跌的根本原因在于医药板块的估值过高，要维持这个高估值必须靠医药行业的高增长来消化，一季度和二季度的数据似乎也支持这一点，但六月份起，发改委降药价、卫生部打击商业贿赂、即将发布的新版GMP均有可能在短期给企业和行业的增长造成影响，在这种忧虑下，估值过高的医药板块快速下跌，医药政策的影响实际上充当了“导火索”的功能。

图 21、2010 年 1-7 月医药板块的涨幅

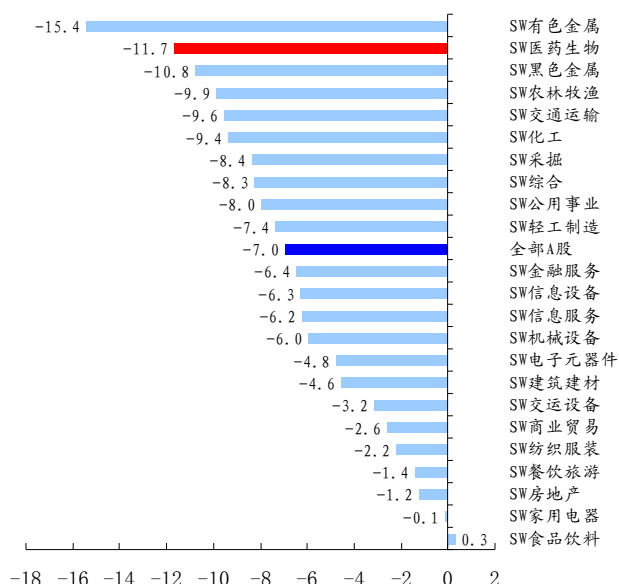
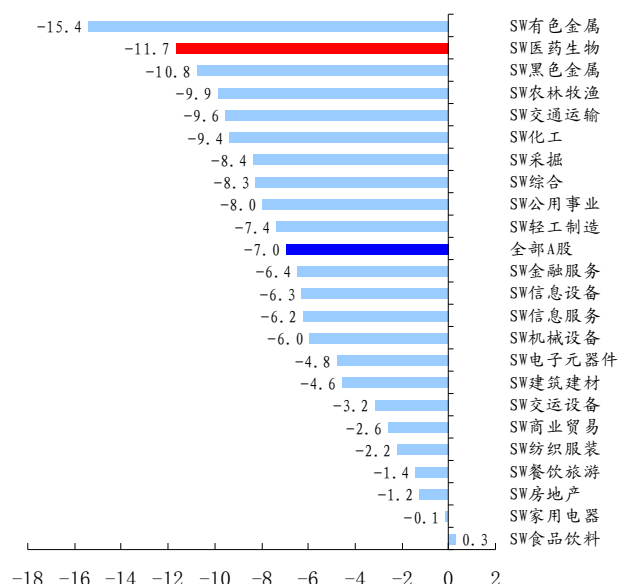


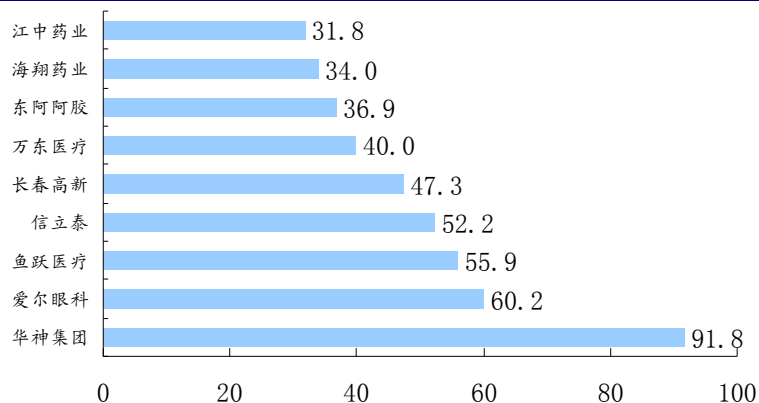
图 22、2009 年 5-7 月医药板块的涨幅



资料来源：wind 第一创业证券研究

资料来源：wind 第一创业证券研究

图23、2010年1-7月涨幅前十的医药个股



资料来源：wind 第一创业证券研究所



3、2010 年下半年投资策略：高潮过后不应期的选择

如前所述，高估值的医药板块在政策的影响下快速下跌，在下跌的市场寻找安全是最重要的事情，绝对低估值的公司、高增长估值相对低的公司，同时规避有政策风险的公司，估值很高的白马慢慢也有买入的价值。

3.1、估值很低的公司

这类公司业绩都有个比较确定的增长，大概在 15-20%之间，虽然增速不高，但是估值显著低于行业的平均估值。这一类公司将构成我们第一创业医药下半年的“稳健组合”，它们是：**哈药股份、华东医药、双鹤药业**。

3.2、高增长下估值相对低的公司

这一类公司的估值大致跟医药板块整体相当或略高，但这类公司增速较快，或者有很好的未来，估值相对较低。这一类公司将构成我们第一创业医药下半年的“进取组合”，它们是：**康美药业、康缘药业、信邦制药**。

同时我们提醒大家关注维生素 B5 价格尚处在成本线附近鑫富药业，尽管公司发布了业绩预亏公告，股价短期内会下跌很多，但维生素 B5 涨价的逻辑没发生变化，我们仍维持鑫富将在这次价格战胜出，成为最后的赢家。

4、投资组合推荐

4.1、稳健组合：三九医药、哈药股份、双鹤药业

哈药股份：稳健前行的医药巨舰

- 公司制药总厂生产的青霉素类和头孢类抗生素是常用药品，基本都入选《基本药物目录》和《医保药物目录》；中药公司的小儿至宝丸、小儿咳喘灵颗粒、牛黄抱龙丸等多个产品新入选《医保药物目录》；医药公司作为黑龙江医药商业龙头将从基本药物统一招标采购中获益。
- 第一大股东哈药集团特别承诺 5 个月之内向哈药股份注入价值不低于 26 亿元优质经营性资产及现金资产，承诺期内若无议案提出，则将当年净利润的 80%以上用于现金分红。
- 预测公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.87、1.00 元，对应的市盈率分别为 20、17，价值显著低估。



双鹤药业：还看降压 0 号

- 独家品种“降压 0 号”入选《基本药物目录》，有望快速增长。大输液等其它业务也保持稳定的增长。
- 新品种“匹伐他汀钙”属于国内首仿药，2010 年开始将逐步贡献利润，新品种的跟进有利于公司的可持续发展。
- 预测公司 09-10 年的 EPS 分别为 1.02、1.24 元，对应市盈率为 23、19。

华东医药：工业高增长，商业很稳健

- 免疫抑制剂中的新赛斯平（环孢素）2010 年增速估计跟去年持平，百令胶囊增加了肺、肾纤维化新适应症，未来将进一步向肿瘤和白血病，有望成为利润贡献最大的品种，赛可平（吗啡麦诺芬酯）是增长最快的品种，有望达到 30% 以上的增速，他克莫司（FK506）今年是公司重点推广的品种，今年收入有望翻番；降糖药中卡博平（阿卡波糖）是拜耳畅销药拜糖平的有力竞争品种，卡斯平（比格列酮）上升势头也很快，二者均有望达到 30% 以上的收入增速；消化系统用药的泮托拉唑（泮立苏）在临床用药上是仅次于奥美拉唑的大品种，增速基本跟去年持平（18%）。在这些产品的推动下，公司 2010 年的工业收入将实现高速的增长。
- 公司是浙江省最大的医药商业公司，所做的基本上是面对医院的利润较高的纯销业务，毛利率基本维持在 5.5%，在医改的推动和资金压力较小的新局面下，公司打算做大规模，已有在浙江其它县、市参股当地商业公司的计划，这样公司在浙江省内的优势将进一步得到强化。我们认为公司的商业业务将保持一个稳健增长的态势，增速在 20% 左右，基本接近公司业务所处地区的药品消费量的总体增速。
- 不考虑地产收入的情况下，预计公司 10、11 年的 EPS 分别为 0.8 和 1.01 元，目前股价对应市盈率为 28、22

4.2 进取组合：康缘药业、康美药业、天士力

康美药业：尽享中药饮片行业的高速增长

- 公司是中药饮片行业龙头，垄断优势明显，通过 GMP 论证，是行业质量标准的制定者，尽享中药饮片行业的高速增长。
- 国家医改政策中对中药饮片行业扶持态度明显，将中药饮片收录在《基本药物目录》中，并明确“颁布国家标准的中药饮片为国家基本药物”。
- 预计公司 10-11 年的每股 EPS 为 0.27、0.37，对应的市盈率分别为 29、21



康缘药业：热毒宁最值得期待

- 《医保医药目录》甲类品种 22 个，乙类品种 30 个。其中热毒宁注射液、散结镇痛胶囊首次被列入目录。
- 老支柱产品“桂枝茯苓胶囊”09 年实现 20%左右的增长达 3.5 亿；新产品“热毒宁注射液”高速增长，预计 09 年轻松实现 1.5 亿收入，同比增长 58%，进入目录后会进一步放量。
- 预测公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.68、0.87，对应市盈率为 26、20

信邦制药：婴儿的股本，巨人的潜质

- 公司的新药人参皂苷-Rd 在本月上旬将新药申报资料药审中心，如果能获批，这是一个有望过十亿的大品种；公司的其它品种也有望保持 20%-30%的增长，今年停产的贞芪扶正胶囊也确定在 2013 年重新生产。
- 公司的体制非常好，管理层非常优秀，有清晰的发展思路和规划，这对一个还在发展中中小公司非常重要。
- 预计公司 09-10 年的每股 EPS 为 0.70、0.86，对应的市盈率为 46、37。

表 2、公司每股收益及估值

公司	股价	EPS		PE	
		10	11	10	11
哈药股份	17.00	0.87	1.00	19.5	17.0
双鹤药业	23.34	1.02	1.24	22.9	18.8
华东医药	22.31	0.8	1.01	27.9	22.1
康美药业	12.45	0.43	0.59	29.0	21.1
康缘药业	17.65	0.68	0.87	26.0	20.3
信邦制药	31.98	0.7	0.86	45.7	37.2

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120