

高级研究员：陈翀

证书编号：S1220511010002

联系人：蒯学章 李宇

TEL: (8610) 68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersc.com

TEL: (8610) 68584859

E-mail: liyu0@foundersc.com

行业历史表现



利润增速回升预期或推动行情展开

医药行业2011年中期投资策略

行业策略报告
2011.6.10
投资评级：增持

医药行业

投资要点

※核心驱动因素的继续向好，保证行业长期良好发展

我们认为，医药行业发展的长期驱动因素仍然向好。未来随着卫生总费用的继续提高，行业“三大核心驱动因素”即老龄化、城市化以及医保体系的完善等因素的继续推动，医药行业长期稳定的发展势头将继续保持。

※上半年医药行业跑输大盘，行业利润增速降低是主因

A股医药行业上半年累计下跌8.39%，同期沪深300下跌2.13%，医药行业跑输大盘，在全部板块中收益率倒数第三。估值方面：行业相对A股的溢价率水平从2010年11月起见顶回落，但目前仍维持在127%的相对高位。

我们认为，行业利润增速出现下降，主要由于行业毛利率水平降低所致。短期压力主要来源于政策主导的药品降价、原料人工等为代表的成本上升、质量监管要求的提高带来的企业投入的提高等。

※行业短期压力未来有望逐步缓解，利润增速将恢复

我们认为，行业利润增速降低在年内将继续体现，未来将保持在20-25%之间；同时，毛利率降低的趋势短期之内将维持。

长期看增速与盈利水平有望在跨过2011年的低谷后继续保持较快增长，主要由于目前出现的降价压力出现降低态势，以及未来原材料与生产成本出现积极拐点所判断。

※投资策略与标的公司

综合之前行业分析结论，我们认为医药行业下半年有望在盈利增速回升的预期下展开行情，个股方面推荐：

1、天士力(600535)，丹滴重新步入高增长轨道，预计2011年该药收入可达15.5亿，同比增20%。大基数高毛利重新跨入高增长，拐点明显，且公司二线产品增长良好。FDA预期提升估值。

2、九芝堂(000989)，品牌中药龙头企业，产品储备丰富。看点：营销重心向城市转移；生产基地解决产能瓶颈，市值35亿，与其品牌和品牌价值不匹配，因此也提供了较好的安全边际

3、江中药业(600750)，品牌OTC龙头，原料太子参2010年涨幅达到900%，侵蚀公司毛利率剧降，业绩增速触底。预计未来太子参价格有望回归理性，从而推出公司走出增长低谷。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

正文目录

一、医药行业长期向好趋势不变	4
1, 卫生总费用提高保证行业长期向好发展	4
2, 行业发展的核心驱动因素依然乐观	5
2.1 老龄化进程的不断加速	5
2.2 城镇化进程的推进	6
2.3 医保体系的完善进一步提高支付能力	6
二、行业跑输大盘，短期压制因素显现	7
1, 上半年行业跑输大盘，溢价率仍较高	7
2, 板块下跌背后是行业利润率增速的连续降低	8
3, 价格与成本双重压力使行业盈利能力下降	10
3.1、国家发改委主导的药品行政降价	10
3.2、生产成本上升，压力体现	11
三、未来利润增速有望回升，推动板块上涨	12
1、“药价虚低更危险”，降价力度有望减缓	12
2、成本继续上升压力也将缓解	13
3、利润率下降空间已经有限	14
4、利润增速回升预期将推动板块行情展开	15
四、投资策略与标的	15

图表目录

图表 1 1978 年以来我国卫生总费用持续上升, 占比提高	4
图表 2 我国卫生费用占比低于发达国家水平	4
图表 3 我国 60 岁以上人口迅速提升(左)、每年退休人数将迅速增加(右)	5
图表 4 慢性病患者率随年龄增长提高	5
图表 5 我国城市化稳步推进	6
图表 6 医药行业上半年表现	7
图表 7 医药行业历史 PE 估值(TTM)	8
图表 8 医药行业溢价率水平仍较高	8
图表 9 行业近期利润增速下滑	9
图表 10 医药制造业毛利率呈现螺旋式下降	9
图表 11 部分上市公司单独定价产品最高零售价降低对招标价格的潜在影响	10
图表 12 部分代表品种中标价格出现较大幅度下降	11
图表 13 中药材价格快速上涨	11
图表 14 三七、党参、太子参价格 09 年来涨幅巨大(2006 年 4 月为基础)	12
图表 15 蜀中制药涉嫌虚假投料	13
图表 16 部分农作物品种与中药材种植效益对比	14
图表 17 利润率企稳 推动利润增速回升	14
图表 18 市场涨跌领先上市公司营业利润增速(扣除原料药)变化	15
图表 19 推荐公司 PE BAND-江中药业(600750)	16
图表 20 推荐公司 PE BAND-九芝堂(000989)	16
图表 21 推荐公司 PE BAND-天士力(600535)	17
图表 22 重点推荐公司估值表	17

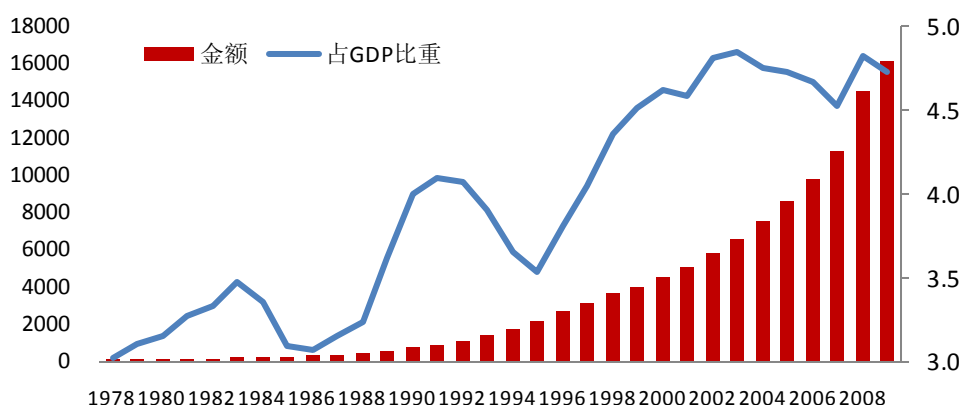
一、医药行业长期向好趋势不变

1、卫生总费用提高保证行业长期向好发展

自 1978 年以来，我国卫生总费用持续保持较快增长，复合增速为 17.7%，从相对指标看，卫生总费用占 GDP 的比重也逐年上升，从 1978 年的 3% 提升至目前的 4.7%。分阶段来看，在经过 1999—2004 的低谷之后，近年来增速有提升的趋势。

我们认为，未来我国卫生总费用仍将保持较好的增长态势，我们按照政府目标十二五末个人卫生费用开支占比下降至 30% 以下来测算，未来五年卫生总费用仍将保持 15% 的复合增长。卫生总费用的稳定较快增长构成了医药行业长期健康发展的重要基础。

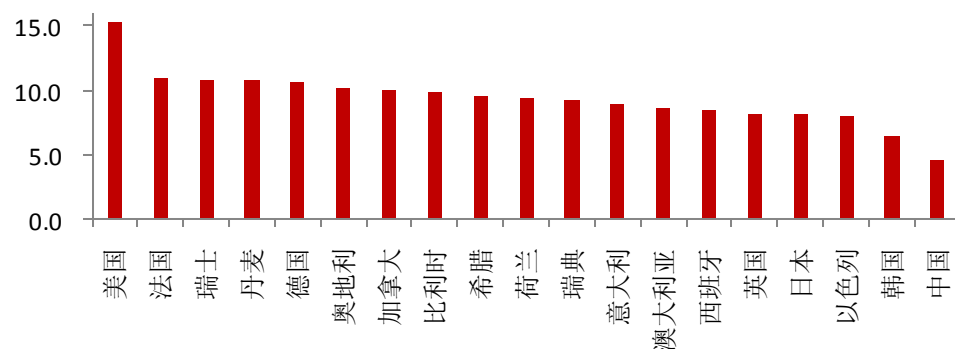
图表 1 1978 年以来我国卫生总费用持续上升，占比提高



数据来源：统计局 方正证券研究所

尽管增长迅速，但相比世界其他国家，我国卫生费用占比依然较低，尚有很大的提升空间，行业发展距离瓶颈尚远，这是长期看好医药行业的原因。

图表 2 我国卫生费用占比低于发达国家水平



数据来源：卫生部历年统计年鉴 方正证券研究所

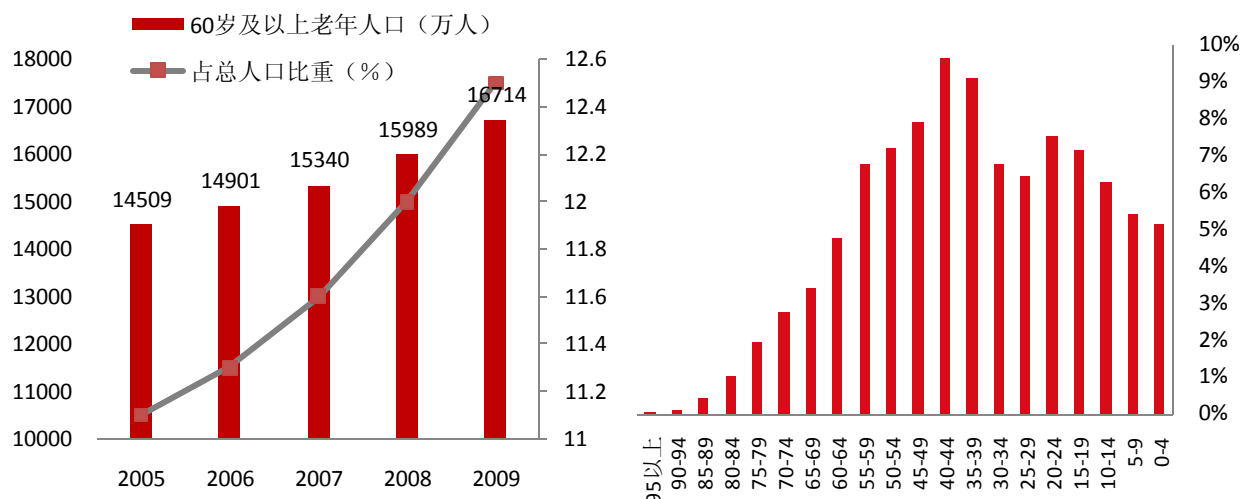
2, 行业发展的核心驱动因素依然乐观

人口老龄化进程加速；城镇化进程加速，医疗保障水平的提高构成了推动医药行业长期发展的“三大核心驱动因素”。我们认为，上述三大核心因素在未来相当长的时间中仍将保持乐观。

2.1 老龄化进程的不断加速

目前，我国老龄化趋势加速明显，根据最新的人口普查结果，2010 年 60 岁及以上人口占比 13.26%，相比 2000 年提高了 2.93 个百分点。另外，根据 2009 年的抽样调查结果，邻近 60 岁的年龄段人口逐步增多，已开始进入高峰期，预计 2040 年，60 岁以上人口占比将达到 28%。

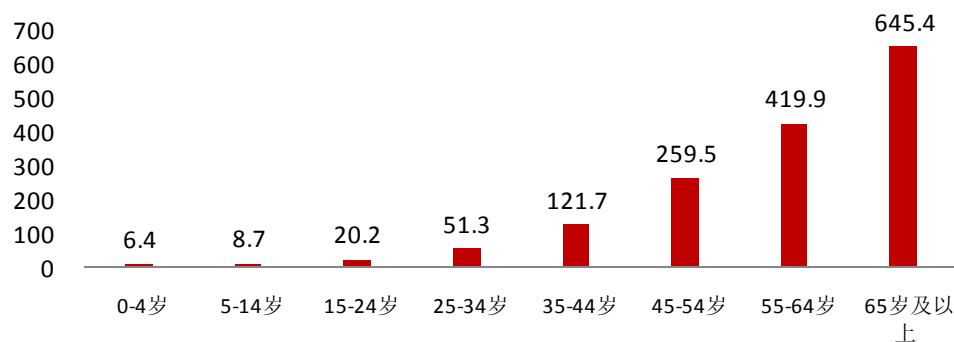
图表 3 我国 60 岁以上人口迅速提升(左)、每年退休人数将迅速增加(右)



数据来源：历年统计年鉴 卫生部 方正证券研究所

我们认为，老年人口增长迅猛，将会直接推动医疗的终端需求。

图表 4 慢性病患病率随年龄增长提高



数据来源：卫生部 方正证券研究所

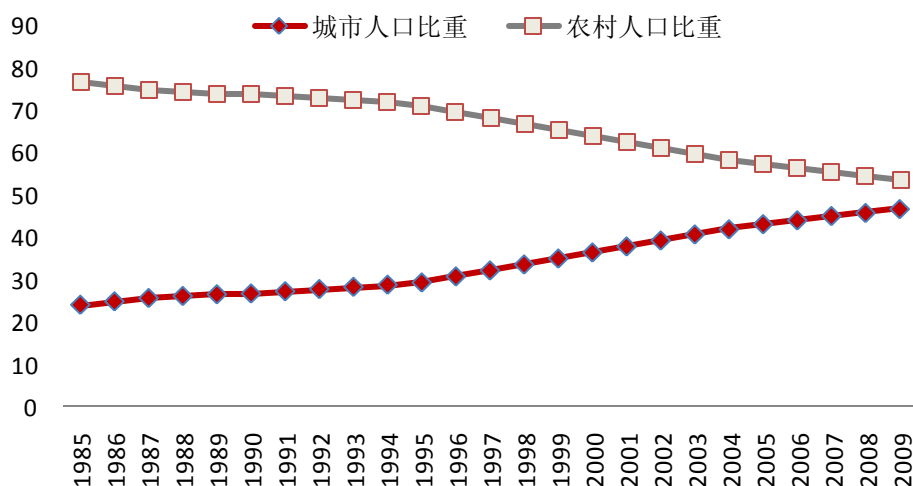
可以看出，老年人患病率明显高于其他年龄段，据统计 65 岁以上人口的慢性病两周患病率高达 645.4%，明显高于其他年龄段的人群，同时，其更加容易患上各种慢性病，更加需要长期用药与治疗。因此老龄化进程加速将极大的拉动对医疗卫生的需求。据人力资源和社会保障部统计，2009 年的城镇职工医保中大约 1/4 的退休人员用去了住院统筹基金部分的 60%。

2.2 城镇化进程的推进

我国城镇化进程不断加快，体现在城镇人口比例不断增加，农村人口比例的不断下降。而同时，由于城镇生活水平较高以及医疗卫生意识健全等原因，城镇居民人均卫生支出远高于农村居民：据统计，2008 年，城镇居民人均卫生总费用是 1862 元，是农村居民的 4 倍，因此，城镇化的加速也会长期利好医药行业的发展。

另外，现行城市人口的统计是以在城市工作居住 6 月以上为标准，而实际上常年在城市的农民工并未纳入城市户籍和保障体系，因而真实的城市化水平目前估计仅有 30% 左右，未来还有很大提升空间。同时，现行城乡人均卫生总费用的统计也是按照上述口径进行，因而真实的城乡差别更为巨大。

图表 5 我国城市化稳步推进



数据来源：统计局 方正证券研究所

2.3 医保体系的完善进一步提高支付能力

目前，我国主要有三大医疗保障体系：城镇职工医疗保险（1998 年）、城镇居民医疗保险（2007 年）和新型农村合作医疗（2002 年），分别对应覆盖城镇在职职工、城镇非职工（失业、老人、小孩、学

生)和农村户籍人口,再加上行政单位公费医疗和军队的医疗保险,已经实现了基本医疗保障的全覆盖。

同时,随着经济的发展,保障水平稳步提升,2006-2009 城镇职工医保基金支出规模年复合增速 29.88%,对终端的消费支持作用巨大。另外,满足基本医疗需求的保障体系发展尤为迅速,新农合基金支出规模 2004-2009 年复合增长高达 104%,同时按照最新政策,政府补助标准将从去年的 120 元提高到 200 元,增长 67%,报销比例提高到 70%。

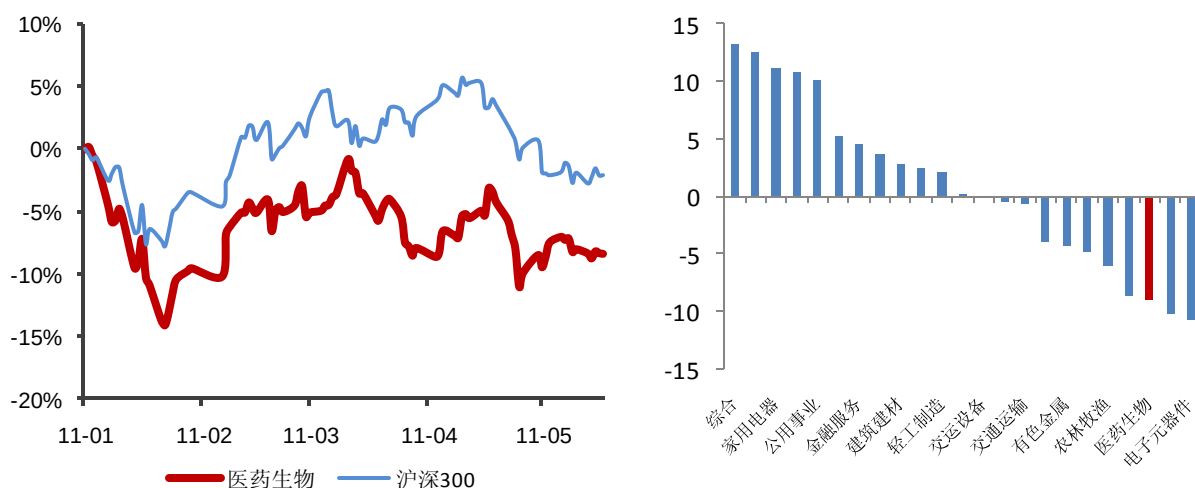
我们认为,继续提高保障支付标准是大势所趋,当前支付规模有望进一步获得提高,这将极大程度的支撑医疗服务的需求,潜在需求尤其是基层医疗需求将获得进一步释放。

二、行业跑输大盘，短期压制因素显现

1，上半年行业跑输大盘，溢价率仍较高

2011 年以来, A 股医药板块下跌 8.39%, 同期沪深 300 指数下跌 2.13%, 医药板块跑输大盘, 在全部板块中仅优于电子元器件和信息服务。一方面由于之前涨幅太大, 估值较高需要调整; 另一方面由于业绩增速下滑, 低于预期。

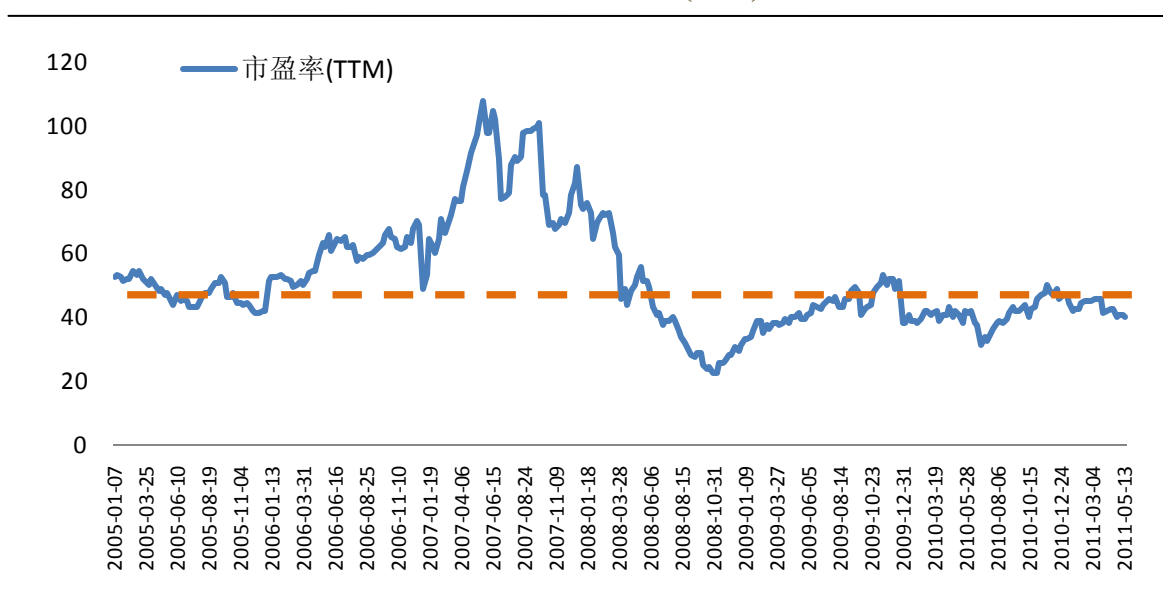
图表 6 医药行业上半年表现



数据来源: Wind 方正证券研究所

从市盈率水平来看, 医药板块近两年来相对保持稳定, 平均在 40 倍左右。

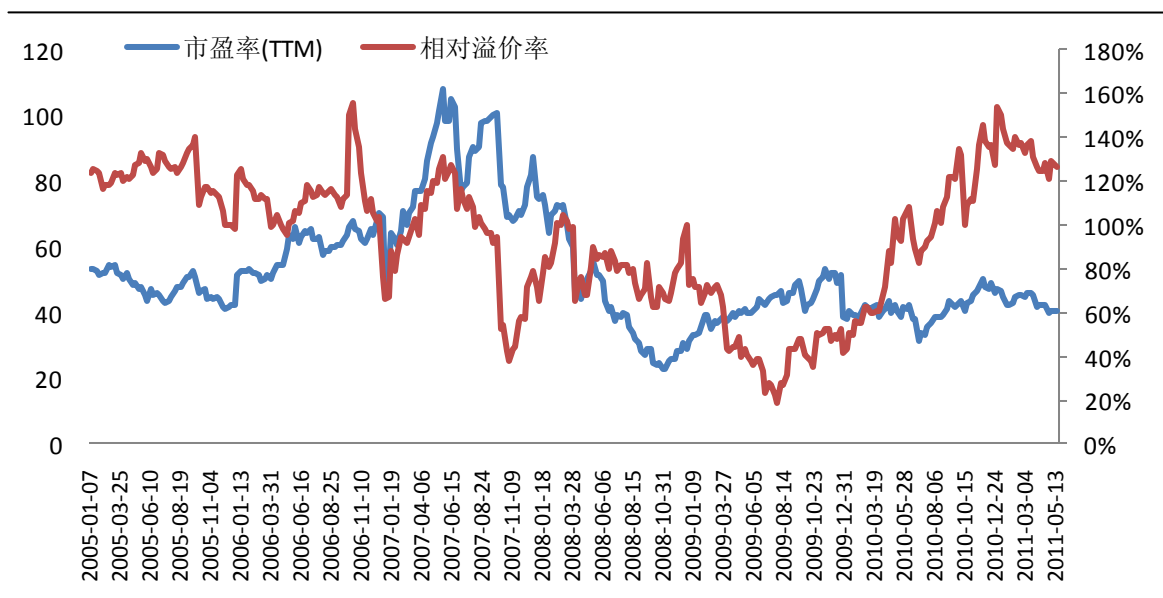
图表 7 医药行业历史 PE 估值(TTM)



数据来源: Wind 方正证券研究所

医药行业相对全部 A 股的溢价率从 2009 年中期之后逐步提升, 至 2010 年 11 月见顶, 与板块行情走势基本一致, 目前仍处于 127% 的水平。在现在市场情况和宏观经济背景下, 以及卫生总费用的长期稳定增长, 我们认为行业溢价率水平将维持在高位。

图表 8 医药行业溢价率水平仍较高



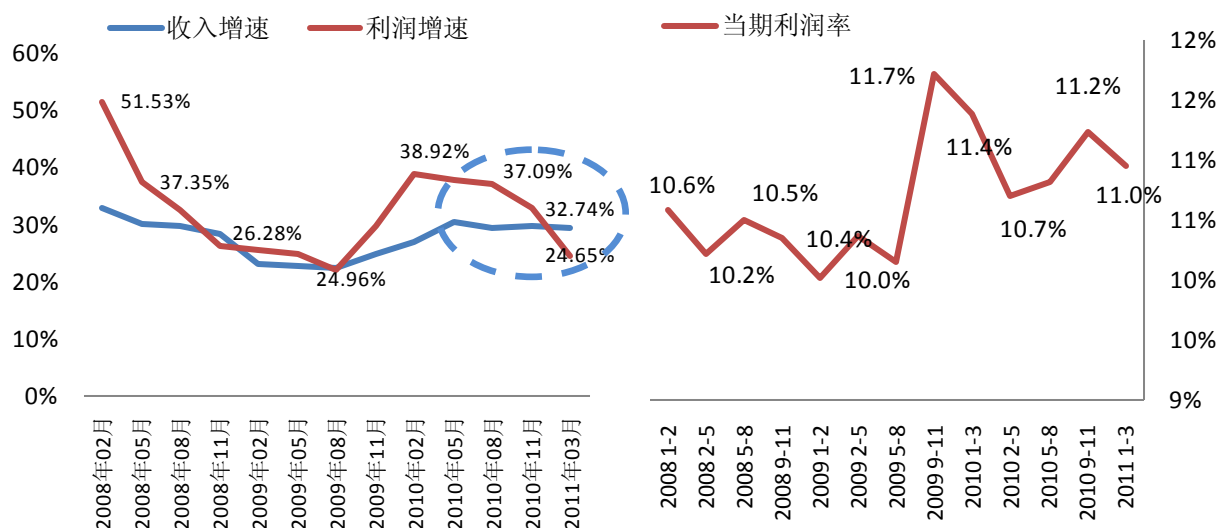
数据来源: Wind 方正证券研究所

2, 板块下跌背后是行业利润率增速的连续降低

医药制造业(扣除原料药)收入增速保持稳定, 今年一季度为 29.51%, 但累计利润增速波动较大, 2010 全年为 32.74%, 2011 年

一季度仅为 24.65%，出现明显降低。我们预计今年全年这种趋势将继续维持，利润增速将放缓，低于收入，在 20-25% 之间。

图表 9 行业近期利润增速下滑

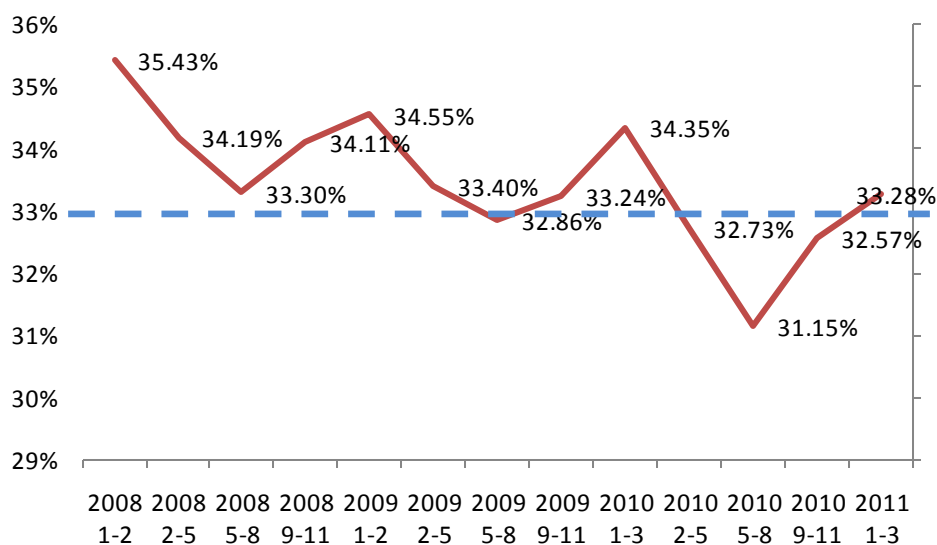


数据来源：统计局 方正证券研究所

利润增速低于收入增速，行业净利率水平从 2009 年 9-11 月高点的 11.71% 出现回落，今年一季度仅为 10.95%。

利润率下降的内在驱动是毛利率的逐年螺旋式下降，从下图可以看出，每年一季度为行业毛利率高点，之后逐级螺旋下降。2011 年 1 季度行业毛利率水平 33.28%，同比下降 1.07%，降幅为近两年来的 1 季度同比降幅中最大的一次。

图表 10 医药制造业毛利率呈现螺旋式下降



数据来源：统计局 方正证券研究所

3、价格与成本双重压力使行业盈利能力下降

我们认为，在近期诸多影响医药行业发展的因素中，药品价格管理政策和生产成本上升是影响短期医药行业的主要因素，价格与成本的双重挤压对行业构成了短期压力。

3.1、国家发改委主导的药品行政降价

作为价格管理的主要部门，国家发改委自去年底以来共发布了两次药品降价政策：2010 年 11 月 30 日公告，从 12 月 12 日起降低头孢曲松等部分单独定价药品最高零售价，涉及抗生素、心脑血管等 17 类药品，平均降价幅度达 19%；2011 年 3 月 4 日公告，从 3 月 28 日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种、近 1300 个剂型规格，同时取消了 20 个品种的单一定价，整体上讲，调整后的价格比现行规定价格平均降低 21%。

同时，发改委表示，2009 版医保目录出台后，经过一年的价格成本调研，在 2010 年 12 月开始对新医保目录品种的价格进行调节，会分成若干个文件先后出台。但目前以中药材为代表的原材料价格上涨压力很大，可能使得相关政策的出台后延。

图表 11 部分上市公司单独定价产品最高零售价降低对招标价格的潜在影响

生产企业	药品名称	剂型	规格	B	A	招标日期	省份	C	C-B
				原中标价格	现最高零售价			A/1.15	
华北制药	青霉素V	片剂	80万单位*9	9.73	9.2	2010-9-9	浙江	8.00	-17.8%
	青霉素V	片剂	40万单位*15	9.5	8.8	2010-9-9	浙江	7.65	-19.5%
	青霉素V	片剂	40万单位*30	19.1	17.2	2010-9-9	浙江	14.96	-21.7%
	头孢噻肟	注射剂	1g	44.59	39.6	2010-9-9	浙江	34.43	-22.8%
	头孢噻肟	注射剂	0.5g	24.99	23.3	2010-4-12	河南	20.26	-18.9%
	去甲万古霉素	注射剂	400mg	56.48	65.8	2010-10-25	湖南	57.22	1.3%
哈药集团	阿莫西林	注射剂	0.5g*1	3.25	4.8	2010-10-25	湖南	4.17	28.4%
	阿莫西林	注射剂	1g*1	7.7	8.1	2010-10-25	湖南	7.04	-8.5%
	阿莫西林	注射剂	2g*1	11.76	13.8	2010-10-25	湖南	12.00	2.0%
广州白云山	头孢克肟	片剂	50mg*6	23.01	25.1	2010-6-26	北京	21.83	-5.1%
	头孢克肟	片剂	50mg*8	30.43	33.1	2010-6-26	北京	28.78	-5.4%
	头孢克肟	片剂	100mg*8	51.64	56.3	2010-6-26	北京	48.96	-5.2%
	头孢克肟	分散片	200mg*6	88.49	94.3	2010-9-9	浙江	82.00	-7.3%
	头孢克肟	颗粒剂	50mg*6	28.78	30.1	2010-6-26	北京	26.17	-9.1%
西南药业	头孢唑肟	注射剂	0.5g	39.02	40.4	2010-10-25	湖南	35.13	-10.0%
	头孢唑肟	注射剂	0.75g	53.22	55.1	2010-10-25	湖南	47.91	-10.0%
	头孢唑肟	注射剂	1g	61.42	68.7	2010-7-16	江西	59.74	-2.7%
丽珠集团	罗红霉素	分散片	50mg*12	13.44	13.2	2010-7-16	江西	11.48	-14.6%
	罗红霉素	分散片	50mg*24	26.21	25.7	2010-7-16	江西	22.35	-14.7%
双鹤药业	氧氟沙星	片剂	100mg*12	5	5.4	2010-10-25	湖南	4.70	-6.1%
	氧氟沙星	注射剂	200mg:100ml	11.07	10.6	2010-10-25	湖南	9.22	-16.7%

数据来源：统计局 方正证券研究所

由于部分药品的最高零售价下调幅度较大，直接影响到中标价的下调，将对相关产品销售产生影响，但销售额大的品种少有涉及。因而，总体来说，截止目前看，最高零售价下调政策影响较小。

值得注意的是，新的招标体系对药品中标价格的影响。按照规定 2010 年起，二级以上公立医院实行以省为单位的统一招标，操作空间减少，全国的价格更为透明。另一方面，基本药物招标的安徽模式（其核心是“双信封+单一货源承诺”）导致中标价格大幅下降。目前已有三个省的按此模式完成招标采购：2010 年 9 月，安徽基本药物招标整体降幅约 52%；2011 年 3 月，山东基本药物招标整体降幅 63%；2011 年 5 月，四川基本药物招标总体价格降幅为 50.07%。

图表 12 部分代表品种中标价格出现较大幅度下降

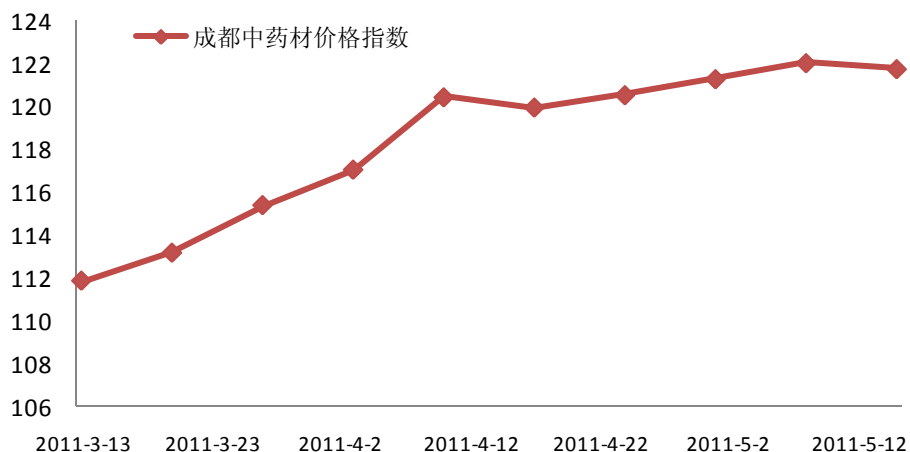
药品名称	生产企业	中标价格		降幅
		2009	2011	
复方丹参片（0.25g*60）	山东华信制药	5.73	1.35	76.40%
氯化钠注射液（250ml）	山东齐都药业	2.17	0.87	60%
阿莫西林胶囊(0.25*50)	华北制药	7.56	3.53	53%

数据来源：健康网 方正证券研究所

3.2、生产成本上升，压力体现

中药方面：根据中国中药协会的监测数据，自去年以来，全国 537 种中药材中 84% 的品种涨价，平均涨幅为 109%，涨幅超过 100% 的品种多达 96 个。商务部为此推出了成都中药材价格指数，该指数以 2010 年 8 月底为基数，目前为 121.73，且近两个月内即上涨 10%。

图表 13 中药材价格快速上涨

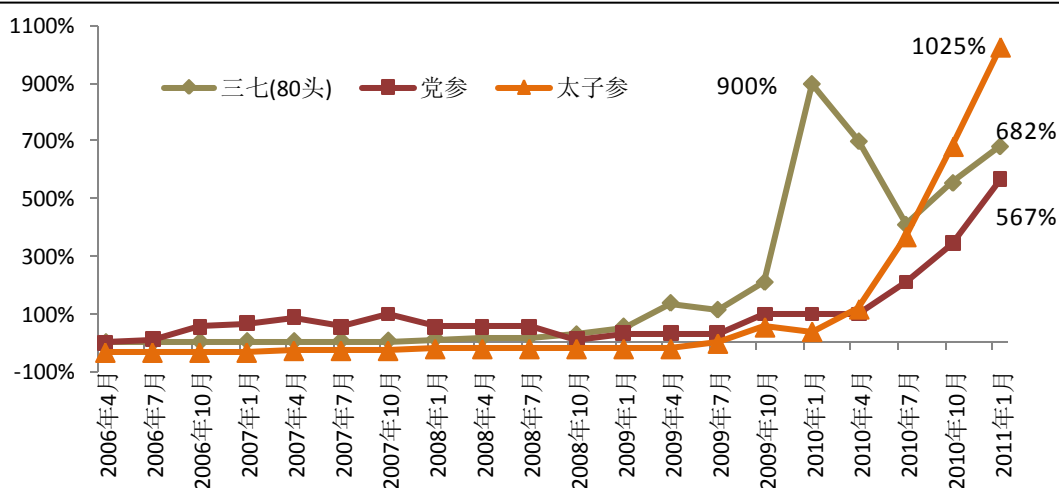


数据来源：商务部 方正证券研究所

除了普涨之外，部分品种如三七、红参、党参、太子参等价格则呈现暴涨态势，相比 2009 年初涨幅已超过 500%。中药材价格的

上涨对相关企业已产生重大影响。以千金药业为例，由于阿胶和三七价格上涨太大，公司的新产品补血益母颗粒和断红饮基本没有盈利空间。

图表 14 三七、党参、太子参价格 09 年来涨幅巨大(2006 年 4 月为基础)



数据来源：中药材价格信息网 方正证券研究所

另外，近期药品生产相关政策的集中出台也对成本上涨带来了影响：新版《中国药典》2010 年版自 10 月 1 日正式实施，大幅提高了用药标准；新版《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》自 2011 年 3 月 1 日起逐步实施，其中对生产企业的生产条件提出了更为严格的要求；另外，自 4 月 1 日开始实施的基本药物电子监管码都将提高企业的生产成本。

综上，药品降价带来的中标价格下降，原材料成本上升，药品标准以及生产监管要求的提高所带来的生产成本上升，构成了医药行业发展的短期压制因素，我们认为，这种压制因素是造成行业利润率增速下滑与毛利率水平降低的主因。

三、未来利润增速有望回升，推动板块上涨

1、“药价虚低更危险”，降价力度有望减缓

我们认为，药品中标价格的大幅下降已经确实为全行业带了质量隐忧，这会在相当程度上制约未来发改委进一步下调药品价格的空间。

最近的蜀中制药事件便是一个代表，在京召开的基本药物招标高端座谈会对外发布的建议书里指出，“四川蜀中制药公司为了占领基层医疗市场，使用‘低价中标’策略，实际生产中为降低生产成本使用工业加工的中药提取物代替中药材进行生产，甚至涉嫌掺

杂使假，对人民群众的生命健康权造成了极大的威胁。”另有石药集团董事长蔡东晨更是直接指出蜀中制药的复方丹参片中标价只是原料价格的 1/4。

图表 15 蜀中制药涉嫌虚假投料



数据来源：方正证券研究所

面对此种情况，发改委正在全国酝酿基本药物统一定价，并选取了 50 个品种作为试点，希望对国家基本药物目录中的产品，将分期分批的实现全国统一定价，原则上为“基本药物中独家品种，以及经过多次集中采购价格已经基本稳定且供应充足的品种”。

我们认为在当前的药品监管背景下，政府对药价虚低选择了一条中间道路。既未设定多重质量标准混乱价格，也不再唯价格论牺牲质量，有利于行业的平稳过渡，普药的降价压力将会减小。

值得注意的是，5 月 27 日公布的上海基本药物第二批中标结果，药价总体降幅为 39%，降价幅度较之前有较大的降低。我们认为，未来药品招标将更加重视质量优先、价格合理的原则，“唯价格论”的招标模式将出现转机，降价压力有望得到缓解。

2、成本继续上升压力也将缓解

中药方面，我们认为中药材价格已经经历了大幅上涨，价格上涨必将造成供给增加，未来重点品种药材价格继续出现大幅上涨的概率逐渐减小。

在我国，大多数的中药材种植方式是农民散户种植，缺乏统一的生产管理和市场营销，种植效益对中药材的供应具有决定性影响。另外由于原材料高价，下游的需求受到抑制，再加上增产导致的供

应量增加，中药材价格的回落压力将逐步加大。据统计，2010 年种药经济效益是种粮棉的数倍，这将激发农户种植的积极性，从而提高有效供给。

图表 16 部分农作物品种与中药材种植效益对比

作物种类	经济效益(元/亩)
棉花	约 2000
小麦、玉米	约 2000
天南星	20000
白术	7000-8000
山药	13000-16000

数据来源：方正证券研究所

另外，在当前药品降价的大背景下，制药企业无法向下游转嫁成本，部分产品由于成本上涨太快变得无利可图，如千金药业的补血益母颗粒、断红饮胶囊等，势必影响对相关原材料的需求。

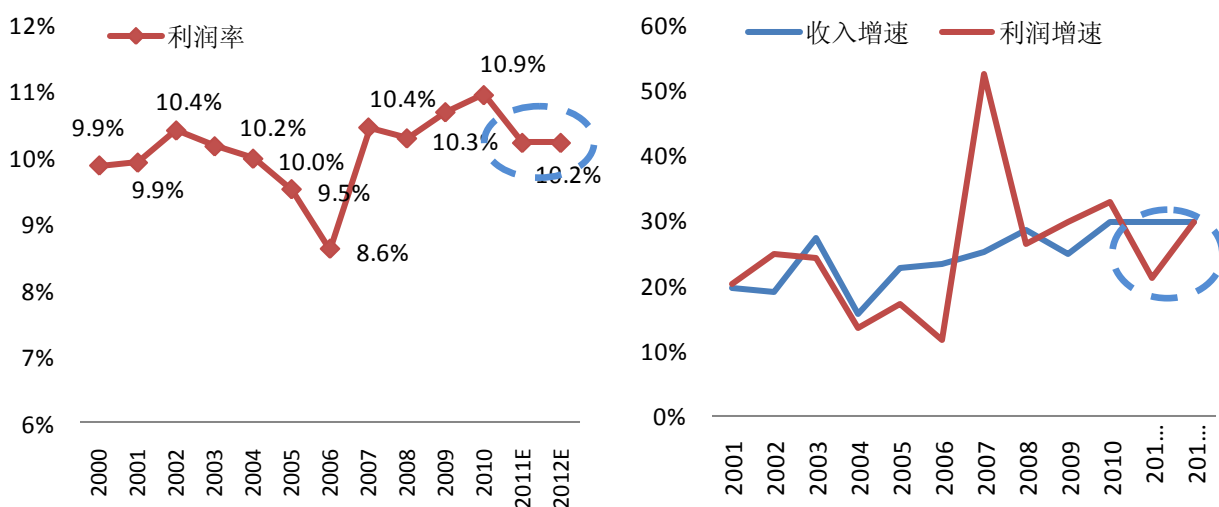
生产标准方面，我们认为由于药典和 GMP 标准一般五年才更新一次，明年将相对处于政策的真空期，成本上涨压力减小。

总的来说，今年药品生产的成本上涨的压力处于高位，继续大幅上升空间有限，明年将随着原材料价格的回调以及政策的真空将有所缓解。

3、利润率下降空间已经有限

根据历史数据，从相对较长期来看，医药制造业的利润率基本保持稳定。除 2006 年由于受打击商业贿赂影响外，多年均值在 10.21%，目前为 11%，因而利润率下降的空间已经不大。

图表 17 利润率企稳 推动利润增速回升



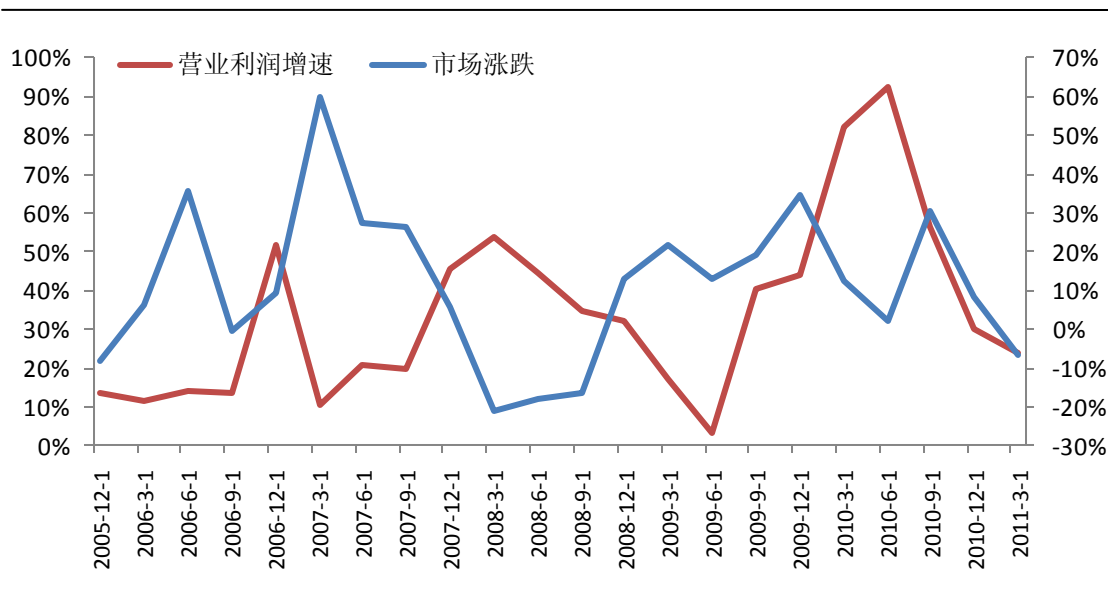
数据来源：统计局 方正证券研究所

我们测算，若行业利润率回落到均值水平 10.2%，则 2011 年全行业利润增速测算为 21%。行业在消化掉前述负面因素影响后，利润率将保持稳定，行业利润增速将出现回升，逐渐与收入增速相匹配，回复到 30% 的水平。

4、利润增速回升预期将推动板块行情展开

我们根据历史统计数据，发现扣除原料药后，近两年来医药板块整体涨跌幅提前于上市公司主营利润增速，因而我们认为在预期 2012 年利润增速回升的背景下，市场将提前有所表现。

图表 18 市场涨跌领先上市公司营业利润增速(扣除原料药)变化



数据来源: Wind 方正证券研究所

四、投资策略与标的

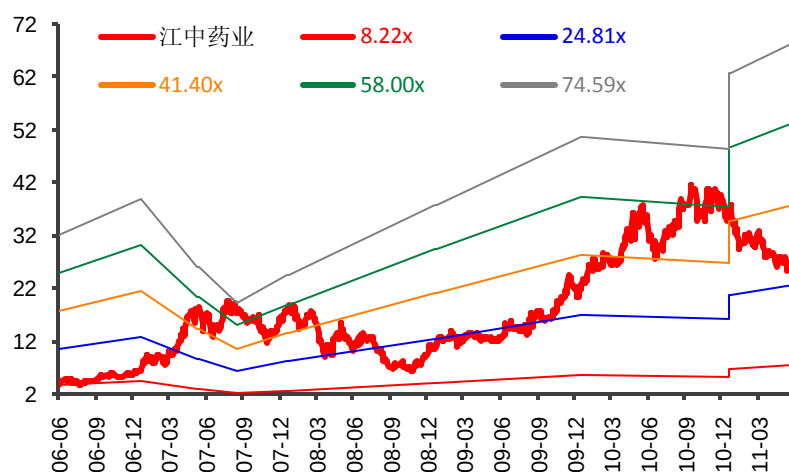
上半年医药板块跑输大盘，个股经历了“戴维斯双杀”式下跌，尤其业绩低于预期的个股下跌较大。综合之前行业分析结论，我们认为医药行业下半年有望在盈利增速回升的预期下展开行情，个股方面推荐：

1，天士力(600535)，丹滴重新步入高增长轨道，该产品 06 年开始即个位数增长，但受到其 FDA 二期通过的积极影响，2010 年四季度公司发货量明显增加，FDA 促进营销推广的效果开始显现，预计 2011 年该产品收入可达 15.5 亿，同比增 20%。大基数高毛利主打产品重新跨入高增长，拐点明显，同时公司二线产品增长良好。未来 FDA 批准进度的加快将持续推升股价。

2, 九芝堂(000989), 品牌中药龙头企业, 产品储备丰富, 共有 338 个药品批文, 其中独家品种 31 个, 中药保护品种 11 个。公司目前销售过千万的品种仅有 10 余个。近期看点: 营销重心向城市转移; 新生产基地建成解决产能瓶颈。同时, 公司市值仅 35 亿, 与其品牌和产品价值不匹配, 因此也提供了较好的安全边际。

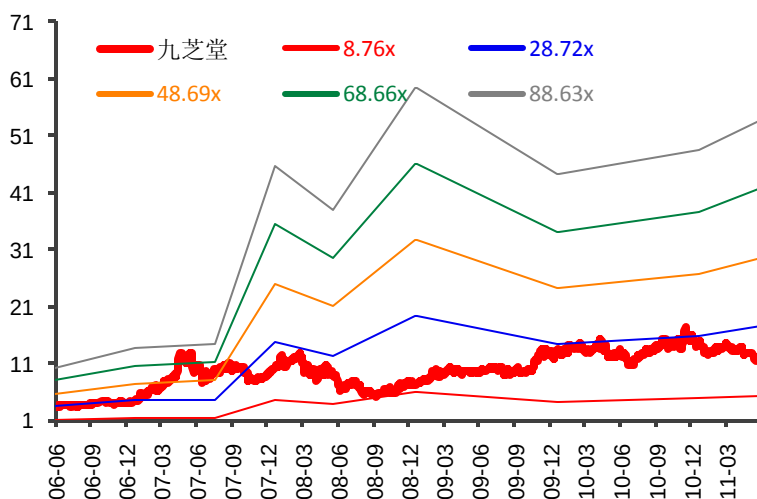
3, 江中药业(600750), OTC 龙头, 主打产品健胃消食片原料太子参 2010 年涨幅达到 900%, 侵蚀公司毛利率从 2009 年的 62.6%下降至目前的 40.1%, 2010 年 1Q 的净利润同比增速仅为 1.3%。太子参价格涨幅对其业绩影响较大, 由于太子参为 1 年生, 我们预计未来随着太子参供应上升, 其价格有望回归理性, 从而推出公司走出增长低谷。

图表 19 推荐公司 PE Band-江中药业(600750)



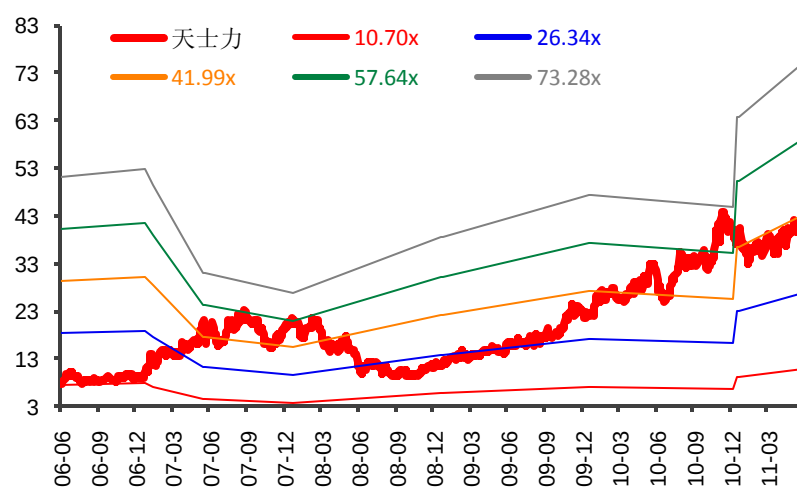
数据来源: Wind 方正证券研究所

图表 20 推荐公司 PE Band-九芝堂(000989)



数据来源: Wind 方正证券研究所

图表 21 推荐公司 PE Band-天士力(600535)



数据来源: Wind 方正证券研究所

图表 22 重点推荐公司估值表

代码	简称	总股本 (亿)	市值 (亿)	股价(元)	EPS(元)			PE(X)		
					2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600535	天士力	5.16	210.75	40.81	1.31	1.65	2.1	31.2	24.7	19.4
000989	九芝堂	2.98	34.40	11.56	0.78	0.57	0.62	14.8	20.3	18.6
600750	江中药业	3.11	80.96	26.02	1.01	1.32	1.73	25.8	19.7	15.0

数据来源: Wind 方正证券研究所 股价为 2011 年 6 月 10 收盘价

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com