

仓位创新高&投资集中度创新低，风格轮换不易

——2009 年 4 季报数据解读

基金研究员

冶小梅

0755-82493609

yexm@lhq.com

50 亿以下规模基金数占到 65%，基民转股民趋势加剧

在 2009 年四季度间，股票型+混合型基金只有 62 只出现了净申购，有 308 只被净赎回，股票方向基金赎回净额为 1030 亿份（三季度净赎回 477 亿份），基民转股民趋势在四季度加剧。

由规模分布变迁来看，2007 年是百亿以上基金的天下，也因此权重股曾辉煌群舞；而 2009 年百亿以下基金数量占到 85%，50 亿以下规模基金数量占到 65%。从配置的角度权重股的地位在弱化。

全部基金股票资产在 A 股流通市值中的占比近年来呈下降趋势（流通市值的迅速增大，主要贡献在限售股的解禁加盟，IPO 和再融资相对而言是次要贡献），若剔除掉流通市值中限售股解禁但未减持部分，则截止 2009 年 12 月 31 日全部基金股票投资市值占到自由流通市值的 23%，2008 年同期是 26%，2007 年同期是 32%，2006 年同期是 21%，基金在股票市场的资金话语权回归到 2006 年。根据之前我们对 A 股市场存量资金供给类别统计，非机构资金占比约 7 成，基金占比接近两成，而这两成中 85% 又是个人投资者，这就是说市场近九成的参与者是个人投资者。参与者类型决定整体投资风格，市场受个人投资者偏好影响不容忽视。

股票仓位创历史新高，投资集中度继续下降

单从股票仓位的过往 28 个季度的变化看，09 年 12 月 31 日已经是历史最激进仓位水平，未来股票方向基金的仓位水平继续上调的空间和概率远远小于下调的空间和概率。指望基金做多而对指数推波助澜是希望渺茫，现在倒是要谨防基金做空对指数的负面贡献。最近市场的表现或许就是基金转空后的预演。

前三大行业的配置集中度较三季度略有下降。在基金股票投资市值中行业绝对配置比下降显著的是金融保险（-2.50%）和房地产业（-2.23%），绝对配置比显著上升的行业是批零贸易（+0.98%）、金属非金属（+0.97%）和石油化工（+0.90%），其他行业绝对配置比变化甚微。电子、化工、医药和农业相对同期行业自然权重都在历史高位。

行业集中度本季度继续下降，接近历史均值。个股投资集中度是从 2008 年四季度一路往下，2009 年 2 季度有小小反弹，三季度继续下跌，四季度创出历史新低——这种趋势性特征有周期类行业向消费类等行业转配影响因素，投资者对个股信心不足也是原因之一。这种趋势曾经在 2007 年 1~4 季度之间出现过，当时人心恐高。

兴业全球、国海富兰克林和华夏等基金趋势选时最为突出

在 60 家基金公司中，华夏、博时、易方达、嘉实、南方、广发和大成这七家管理资产规模均过千亿，合计管理公募基金资产规模达到 10697 亿元，占到整个基金行业公募总资产的 40%。规模后 30 家基金管理公司合计管理资产仅占总行业的 13%。强者恒强的趋势依然保持。

兴业全球、华夏、易方达、博时、广发、交银施罗德、中银、国海富兰克林、华安、华宝兴业这十家公司盈利的持续领先能力最为突出；新华、华商、银华、中邮、光大保德信、国投瑞银、东方和国泰基金在 2009 年展现了鲜明的进攻特征，业绩抢眼；30 家业绩在 2009 年前四季度领先的基金管理公司中新华基金、摩根士丹利华鑫、兴业全球、国海富兰克林和华夏基金选时操作最为突出，这些基金管理公司在趋势把握上更为积极主动；而光大保德信、长盛基金、富国基金、国泰基金和金鹰基金相对的趋势调整较少。在 30 家基金公司中，中邮和光大保德信是季度平均仓位一直处于较高水平。

目 录

基金行业主要数据	3
类别基金结构变化——净赎回 1030 亿份, 基民转股民趋势加剧.....	3
股票方向基金规模分布——50 亿以下规模基金数量占到 65%.....	3
基金股票资产占比——占自由流通市值的 23%, 07 年是 32%.....	4
资产配置分析	5
股票仓位——再创历史新高, 谨防基金做空对指数的冲击	5
行业配置——电子、化工、医药和农业相对自然权重在历史高位	6
投资集中度——继续下降, 投资者对个股信心愈加不足	7
基金管理公司规模及盈利能力排名	8

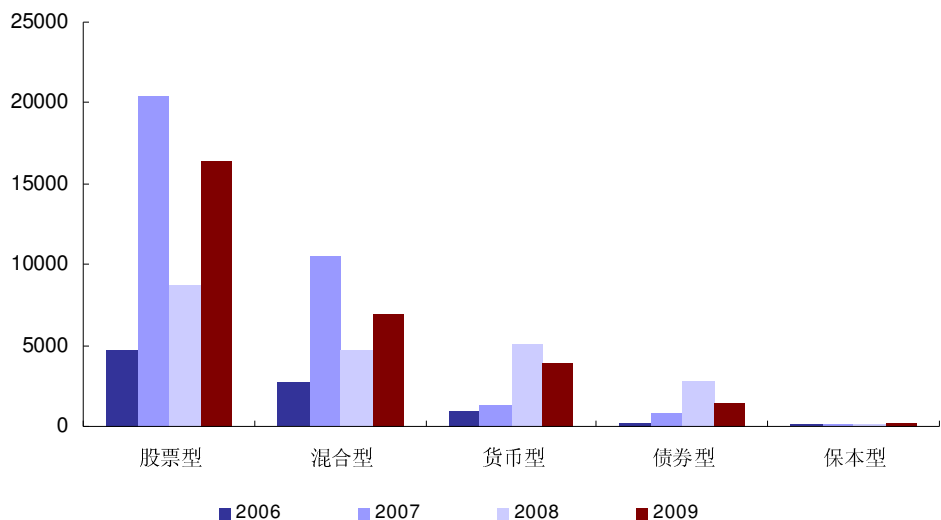
基金行业主要数据

类别基金结构变化——净赎回 1030 亿份，基民转股民趋势加剧

截止 2009 年 12 月 31 日，全市场已成立运作的基金总数为 570 支，总规模 2.68 万亿元，同比 2008 年末上升 38.02%，较 2009 年三季度增长了 19.02%（四季度上证指数涨幅为 18%，资产升值是主要贡献）。开放式基金资产规模占 95.54%，封闭式基金占比 4.46%；股票型+混合型基金占比 86.26%，比 2008 年末的 69.49% 的占比提高约 17 个百分点，接近 2009 年中报 86.88% 的水平。

2009 年四季度期间，各类老基金合计净申购 182 亿份，64 只新发基金流入 1980 亿份，全部基金份额达 2.46 万亿份，较 2009 年三季度 2.34 万亿份上升了 5.21%。从基金申购赎回结构上看，三季度期间股票方向基金出现了较大的赎回，股票型+混合型基金只有 62 只出现了净申购，有 308 只被净赎回，股票方向基金赎回净额为 1030 亿份（三季度净赎回 477 亿份，基民转股民趋势在四季度加剧）；债券型基金只有 28 只出现净申购，99 只被净赎回，赎回净额为 149 亿份；货币市场基金出现了明显的净申购，申购净份额为 1425 亿份。

图 1、类别基金资产规模年度变迁（单位：亿元）



数据来源：wind

数据整理：联合证券研究所

股票方向基金规模分布——50 亿以下规模基金数量占到 65%

截止 2009 年 12 月 31 日，50 亿元以下的基金共有 238 支，这部分基金资产净值占到股票方向基金的 26%（2007 年该值是 6%）；50~100 亿元规模区间内共有 75 只基金，这部分基金资产净值占股票方向基金的 29%（2007 年该值是 22%）；100 亿元以上的共有 54 只，这部分基金资产净值占股票方向基金总规模的 45%（2007 年该值是 71%）。由规模分布变迁来看，2007 年是百亿以上基金的天下，也因此权重股曾辉煌群舞；而 2009 年百亿以下基金数量占到 85%，50 亿以下规模基金数量占到 65%。从配置的角度权重股的地位在弱化。

图 1、股票型&混合型基金（剔除指数，剔除 QDII）规模分布

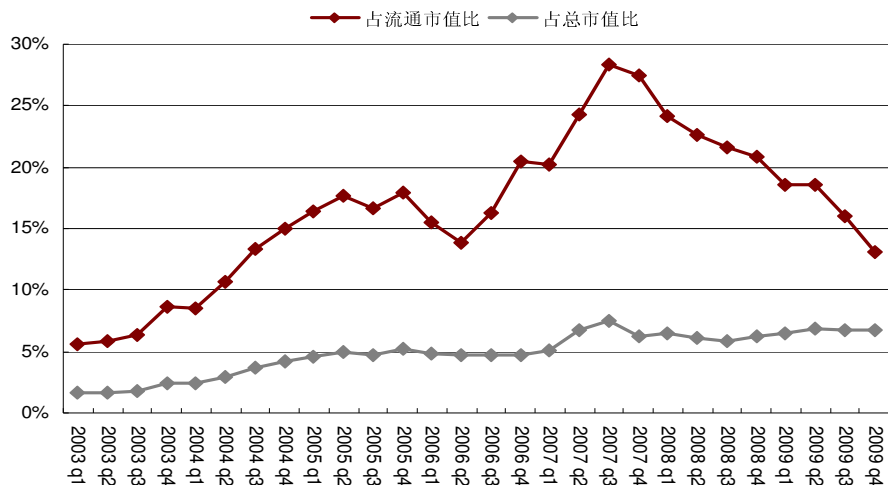
基金规模区间	2009 年 基金个数	2009 年 基金规模（亿元）	2009 年 规模占比	2008 年 规模占比	2007 年 规模占比	2006 年 规模占比
≥200 亿元	10	2552	13%	0%	35%	6%
≥100 亿元, <200 亿元	44	6089	32%	24%	36%	22%
≥50 亿元, <100 亿元	75	5522	29%	42%	22%	28%
≥10 亿元, <50 亿元	158	4473	24%	32%	6%	40%
<10 亿元	80	339	2%	2%	0%	4%

数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

基金股票资产占比——占自由流通市值的 23%，07 年是 32%

全部基金股票资产在 A 股流通市值中的占比近年来呈下降趋势，从 2007 年 3 季度的 28% 降至到 2009 年四季度末的 13%，已经回归到 2006 年二季度的近年低点（主要原因是分母——流通市值的迅速增大，主要贡献在限售股的解禁加盟，IPO 和再融资相对而言是次要贡献）。但是占总市值的比重维持稳定（7%）。若剔除掉流通市值中限售股解禁但未减持（股改限售股和首发原股东限售股）部分，则截止 2009 年 12 月 31 日全部基金股票投资市值占到自由流通市值的 23%，2008 年同期是 26%，2007 年同期是 32%，2006 年同期是 21%，也就是说现在基金在股票市场资金话语权回归到 2006 年。

图 2、各报告期全部基金股票资产占 A 股总市值和流通市值的比



数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

表 2、全部基金股票投资市值与 A 股自由流通市值比较

年份	自由流通市值 (亿元)	全部基金股票投资市值 (亿元)	全部基金股票投资市值/自由流通市值
2009	84702	19670	23%
2008	35867	9231	26%
2007	76567	24732	32%
2006	22554	4797	21%

2005 10046 1737 17%

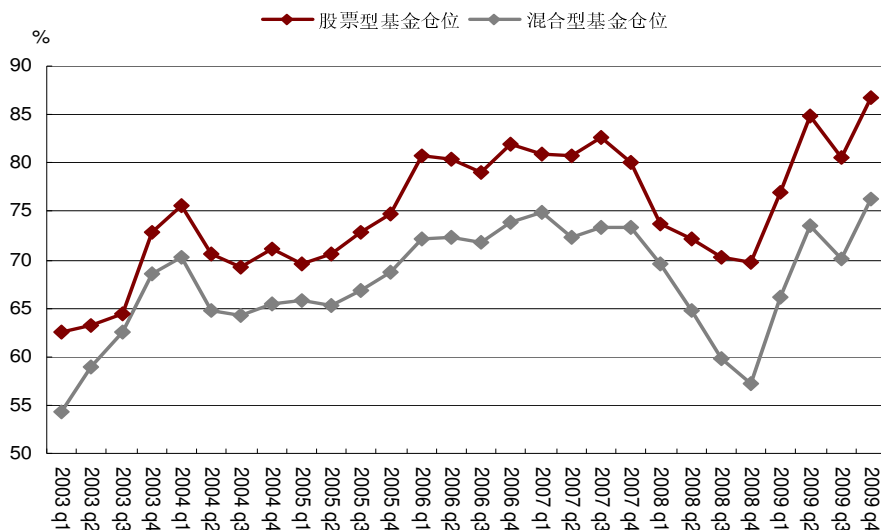
数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所

根据之前我们对 A 股市场存量资金供给类别统计, 非机构资金占比约 7 成, 基金占比接近两成, 而这两成中 85% 又是个人投资者, 这就是说市场近九成的参与者是个人投资者。参与者结构决定整体投资风格, 在基金作为有趋同投资理念和选股方法的机构投资者影响力不断下降的情形下, 市市场受个人投资者偏好影响不容忽视。

资产配置分析

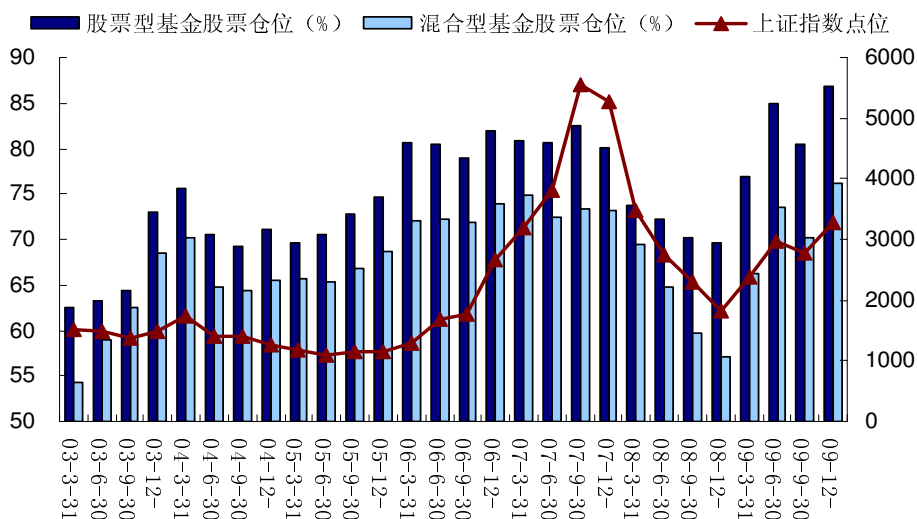
股票仓位——再创历史新高, 谨防基金做空对指数的冲击

图 3、股票型基金（剔除指数）与混合型基金历史仓位变化比较



数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

图 4、股票型基金（剔除指数）与混合型基金股票仓位变化与上证指数涨跌比较



数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所

过往 28 个季度 (2003 年 Q1~2009Q4) 股票型基金 (剔除指数基金) 的最高股票仓位 86.75% (出现在 2009 年 Q4), 最低 63.02% (2003 年 Q1), 平均 74.94%, 中值是 74.20%。2009 年 Q4 股票型基金的仓位再创历史新高。

混合型基金过去 28 个季度的平均股票仓位为 67.74%, 仓位中值为 68.60%, 历史最高仓位水平为 76.20%, 历史最低仓位水平 48.02%。2009 年四季度末混合型基金仓位水平也创造了历史新高。

从历史数据整体分析, 无论是股票型基金还是混合型基金的股票持仓水平变化与上证指数涨跌并没有显著的相关性 (相关系数只有 0.6), 但是我们还是可以通过直观图看到一些局部趋势成立, 上证指数从 05 年四季度到 07 年三季度抬升过程中, 基金股票仓位也是渐升趋势, 而 2007 年三季度到 08 年四季度, 基金股票仓位与上证指数同步下降, 而 08 年四季度到 09 年四季度基金仓位与指数又是同步上升。

单从股票仓位的历史变化看, 目前已经是历史最激进仓位, 未来股票方向基金的仓位水平继续上调的空间和概率远远小于下调的空间和概率。指望基金做多而对指数推波助澜是希望渺茫, 现在倒是要谨防基金做空对指数的负面贡献。最近市场的表现或许就是基金转空后的预演, 也可能反应了基金仓位已经在做下调。

行业配置——电子、化工、医药和农业相对自然权重在历史高位

关于行业配置, 我们选取的对象是剔除掉指数基金和 QDII 后的股票方向基金, 我们选择 2003 年以来的 28 个季度的行业配置数据, 从基金对各大行业配置比重与上期以及与市场当期各行业自然权重进行比较。

2009 年四季度基金行业配置比重最高的前五大行业依次是金融保险、机械设备、采掘业、金属非金属和食品饮料, 相比三季报是食品饮料进而房地产出。前三大行业的配置集中度较三季度略有下降。在基金股票投资市值中行业绝对配置比下降显著的是金融保险 (-2.50%) 和房地产业 (-2.23%), 绝对配置比显著上升的行业是批零贸易 (+0.98%)、金属非金属 (+0.97%) 和石油化工 (+0.90%), 其他行业绝对配置比变化甚微。

相对同期市场自然权重 (A 股流通市值计算), 2009 年四季度超配前五大行业依次是机械设备 (+2.80%)、批零贸易 (+2.62%)、食品饮料 (+2.37%, 历史均值附近)、医药生物 (+2.11%, 接近历史峰值)、金属非金属 (+1.38%); 而低配的是金融保险 (-5.77%, 创历史新低, 限售股解禁增加流通市值是主因)、采掘业 (-3.49%, 创历史新低)、交运仓储 (-2.93%, 接近历史低值, 远低于历史均值)、电煤及水生产供应 (-2.49%)、纺织服装 (-0.72%)。另外电子行业相对同期市场行业自然权重的配置也已创了历史新高。

表 3、2009 年三季度各行业配置与同期标准行业以及历史超低配比较 (%)

代码	行业名称	绝对配置		相对同期市场行业自然权重比变化				
		占 2009 Q4 股票市值比	环比增减 (%)	2009Q4	历史最高	历史最低	历史均值	历史中值
H	批发和零售贸易	6.15	0.98	2.62	5.04	-4.32	-0.12	0.65
C6	金属、非金属	8.25	0.97	1.38	4.05	-4.11	0.26	0.60
C4	石油化学、塑胶塑料	5.25	0.90	1.11	1.51	-3.56	-0.94	-1.08

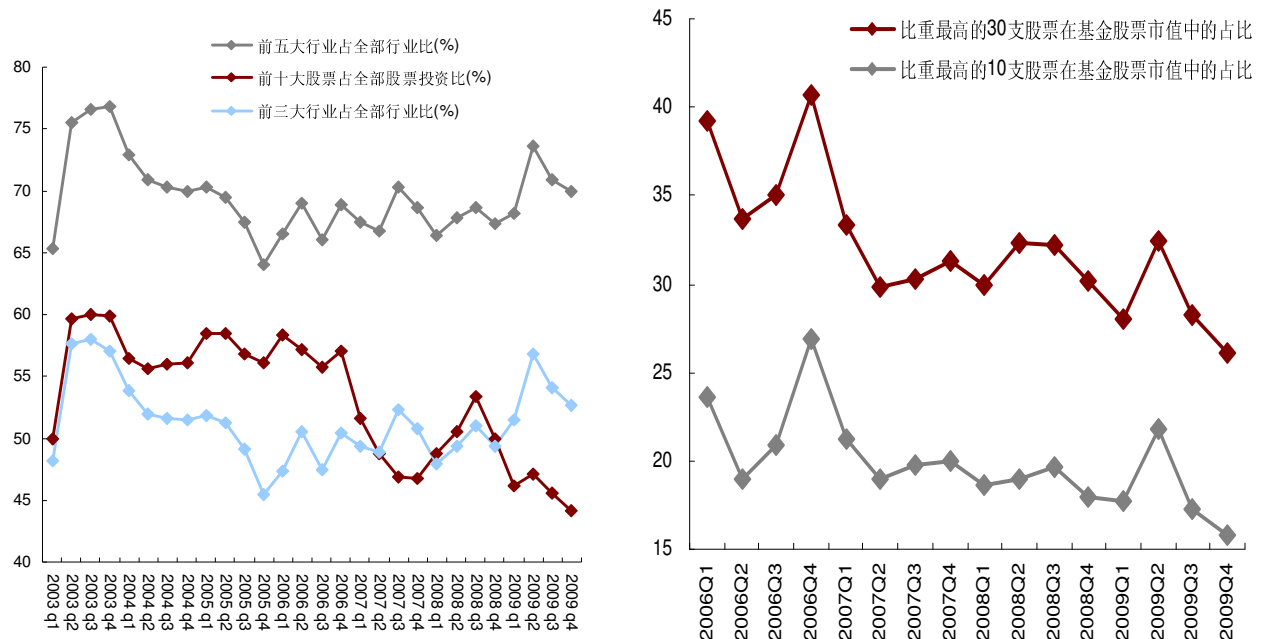
C8	医药、生物制品	5.83	0.79	2.11	2.66	-2.92	-0.11	-0.20
C7	机械、设备、仪表	12.73	0.66	2.80	4.35	-4.27	0.19	0.10
C5	电子	1.31	0.63	-0.35	-0.35	-2.27	-1.41	-1.29
G	信息技术业	4.42	0.58	0.50	1.48	-3.05	-0.44	-0.47
C0	食品、饮料	6.48	0.52	2.37	7.35	-0.32	2.10	1.86
B	采掘业	8.95	0.31	-3.49	6.02	-3.49	2.07	2.13
L	传播与文化产业	0.50	0.14	0.00	0.32	-0.63	-0.19	-0.16
A	农、林、牧、渔业	0.52	0.09	-0.38	-0.33	-1.18	-0.66	-0.62
C1	纺织服装、皮毛	0.52	0.05	-0.72	-0.72	-2.10	-1.40	-1.47
M	综合类	1.60	0.04	-0.47	-0.47	-6.77	-3.53	-3.17
C2	木材、家具	0.08	-0.01	-0.06	0.12	-0.09	-0.02	-0.02
C3	造纸、印刷	0.57	-0.07	-0.05	0.29	-0.83	-0.21	-0.20
C99	其他制造业	0.37	-0.12	-0.22	-0.06	-0.75	-0.40	-0.40
K	社会服务业	1.16	-0.13	0.02	1.25	-1.66	-0.20	-0.17
F	交通运输、仓储业	2.22	-0.25	-2.93	12.46	-3.26	3.50	0.77
E	建筑业	1.65	-0.45	-0.20	0.65	-1.09	-0.51	-0.60
D	电煤及水生产供应	0.96	-0.82	-2.49	4.55	-3.73	-0.47	-2.51
J	房地产业	4.31	-2.23	-0.33	3.46	-3.17	0.22	0.26
I	金融、保险业	21.72	-2.50	-5.77	5.90	-5.77	0.89	0.64

数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

投资集中度——继续下降, 投资者对个股信心愈加不足

统计 2003Q1 到 2009Q4 期间股票方向基金(剔除指数基金和 QDII)的持股与行业配置集中度, 前三大行业配置比在 2009 年 Q2 创造历史高点, 主要是金融保险和房地产, 2009Q3 前三大行业集中度显著下降, 2009 年 Q4 行业集中度继续下降, 但依然略高于历史均值和中值; 前十大重仓股集中度只有 44%, 再创历史新低, 基金集中持有个股的比例(在基金股票市值中占比最高的前 30 支和前 10 支市值占基金股票市值比)也显著下降。

5、股票方向基金(剔除指数基金和 QDII)的投资集中度变化



数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

总体来看, 股票方向基金行业配置集中度逐渐回落到历史均值附近, 个股集中度

显著下降, 创了历史新低。说明基金在 2009 年下半年逐渐增加对个股选择的重视, 自上而下的策略在弱化, 自下而上的策略在强化。

个股投资集中度的分散是从 2008 年四季度一路往下, 2009 年 2 季度有小小反弹, 三季度继续下跌, 创出历史新低——这种趋势性特征有周期类行业向消费类等行业转配影响因素, 但不完全因此 (周期性行业是 2009 年二季度的配置主轴, 个股投资集中度依然在低位), 投资者对个股信心不足也是原因之一。这种趋势曾经在 2007 年 1~4 季度之间出现过, 当时人心恐高。

基金管理公司规模及盈利能力排名

截止 2009 年 12 月 31 日, 在 60 家基金公司中, 华夏、博时、易方达、嘉实、南方、广发和大成这七家公司管理资产规模均过千亿, 七家合计管理公募基金资产规模达到 10697 亿元, 占到整个基金行业公募总资产的 40%。规模后 30 家基金管理公司合计管理资产仅占总行业的 13%。强者恒强的趋势依然保持。

从 2009 和 2008、2007、2006、2005 五个单年度基金管理公司的股票方向 (剔除指数基金和 QDII, 采取分级靠档资产加权平均) 的盈利排序来看, 兴业全球、华夏、易方达、博时、广发、交银施罗德、中银、国海富兰克林、华安、华宝兴业这十家公司盈利的持续领先能力最为突出; 新华、华商、银华、中邮、光大保德信、国投瑞银、东方和国泰基金在 2009 年展现了鲜明的进攻特征, 业绩抢眼。

我们对股票投资能力排在前二分之一的基金管理公司的选时操作进行了比较, 考察区间是 2006 一季度到 2009 年四季度, 考察对象是基金公司旗下剔除指数基金和 QDII 之后的股票型与混合型基金股票仓位季度均值, 结果显示 30 家业绩在 2009 年前四季度领先的基金管理公司中新华基金、摩根士丹利华鑫、兴业全球、国海富兰克林和华夏基金选时操作最为突出, 这些基金管理公司在趋势把握上更为积极主动; 而光大保德信、长盛基金、富国基金、国泰基金和金鹰基金相对的趋势调整较少, 在 30 家基金公司中, 中邮和光大保德信是季度平均仓位一直处于较高水平。

表 4、60 家基金公司股票综合投资能力排名 (按 2009 年三季报管理公募基金资产规模降序排列)

基金公司	份额合计 (亿份)	资产合计 (亿元)	2009	2008	2007	2006	2005	总经理	成立日期
华夏基金	1,927	2,652	18	1	4	7		范勇宏	19980409
易方达基金	1,248	1,594	24	8		11	3	叶俊英	20010417
嘉实基金	1,570	1,563		13		10		赵学军	19990325
博时基金	1,359	1,503	25	14	9			肖风	19980713
南方基金	1,102	1,220			12			高良玉	19980306
广发基金	975	1,105	11		8	4	1	林传辉	20030805
大成基金	1,132	1,060	16			5		王颢	19990412
华安基金	837	929	19	17			2	俞妙根	19980604
交银施罗德	785	924	10	15				莫泰山	20050804
银华基金	562	747	3					王立新	20010528
富国基金	610	652	21	12				窦玉明	19990413
工银瑞信	692	627		10				郭特华	20050621
华宝兴业	513	620	9		11		8	裴长江	20030307

汇添富基金	560	615		16				林利军	20050203
鹏华基金	497	596	12			6	6	邓召明	19981222
融通	522	595			14			吕秋梅	20010522
国泰	604	594	8					金旭	19980305
上投摩根	544	585			6	1		王鸿嫔	20040512
景顺长城	528	537				2		许义明	20030612
诺安基金	508	511	20			8		奥成文	20031209
长盛基金	449	485	22				5	陈礼华	19990326
中邮创业	488	483	4				5	周克	20060508
海富通基金	510	458						田仁灿	20030401
建信基金	444	437	15					孙志晨	20050919
兴业全球	312	435	13	2	1			杨东	20030930
长城基金	445	416	17				7	关林戈	20011227
光大保德信	388	398	5		2			傅德修	20040422
国投瑞银	370	384	6					尚健	20020613
招商基金	334	355				9		成保良	20021227
泰达荷银	262	302				3	4	缪钧伟	20020606
中银基金	294	290	27	6	13			陈儒	20040812
长信基金	310	275			7			蒋学杰	20030428
申万巴黎	257	237						毛剑鸣	20040115
友邦华泰	233	221						陈国杰	20041118
中海基金	227	205						陈浩鸣	20040318
国海富兰克林	146	183	26	5	15			金哲非	20041115
万家基金	179	150						李振伟	20020823
泰信基金	157	136						高清海	20030508
信诚基金	132	134	23	11				王俊锋	20050930
华商基金	119	134	2					王锋	20051220
农银汇理	119	132						许红波	20080318
银河基金	123	130		4				裴勇	20020614
宝盈基金	132	114						陆金海	20010518
东方基金	103	104	7		5			单宇	20040611
国联安基金	101	102						许小松	20030403
信达澳银	84	100	14					王重昆	20060605
汇丰晋信	76	99						李选进	20051116
益民基金	86	76	29					祖煜	20051212
新华基金	57	71	1					孙枝来	20041209
东吴基金	75	70		7				徐建平	20040902
华富基金	69	59						谢庆阳	20040419
天治基金	80	55						赵玉彪	20030527
中欧基金	46	47						刘建平	20060719
金鹰基金	46	47	30	9				詹松茂	20021225
天弘基金	67	45						胡敏	20041108
诺德基金	44	45						杨忆风	20060608
金元比联	31	33						易强	20061128
摩根士丹利华鑫	23	33	28		3			于华	20030314
浦银安盛	19	18						刘斐	20070805
民生加银	13	14						张嘉宾	20081103

数据来源: wind

数据整理: 联合证券研究所

数据截止: 2009/12/31

图 5、业绩排名前三分之一的基金管理公司选时特征比较 (股票仓位占比%)

	仓位变动标准差	2009Q4 股票仓位	历史最高	历史最低	历史平均	历史中值
新华基金	11.26	87.02	91.67	46.74	82.44	86.72
摩根士丹利华鑫	10.43	83.73	83.73	48.12	69.55	71.54
兴业全球基金	10.40	86.16	91.22	58.83	78.02	82.98
国海富兰克林	10.00	83.39	83.64	55.14	71.46	75.62
华夏基金	8.47	83.13	83.13	56.52	71.60	74.74
交银施罗德	8.45	91.77	92.40	60.11	82.79	85.16
华商基金	8.33	88.39	89.88	61.16	86.02	88.83
东方基金	8.29	75.45	90.51	64.57	77.99	75.75
易方达基金	8.05	85.52	85.98	57.46	76.20	78.89
博时基金	8.04	79.97	80.25	50.37	71.61	73.70
中银基金	8.01	75.19	94.08	62.68	75.49	75.90
诺安基金	7.67	83.98	84.36	59.06	75.42	78.53
信诚基金	7.67	86.85	88.81	61.12	73.52	73.52
大成基金	6.77	90.71	90.71	66.80	80.65	81.32
鹏华基金	6.44	85.30	85.30	64.01	76.55	78.75
长城基金	6.24	82.99	82.99	58.76	71.60	72.59
银华基金	6.20	83.27	83.39	59.78	76.40	78.16
广发基金	6.11	84.27	84.88	63.63	78.58	81.41
华安基金	6.06	84.41	84.41	59.62	71.97	72.17
国投瑞银	6.03	78.90	88.60	64.57	76.85	77.67
益民基金	5.92	83.46	84.54	64.99	77.83	80.04
建信基金	5.83	88.43	90.74	70.74	82.80	82.57
信达澳银	5.65	82.36	94.48	74.97	87.11	88.54
中邮创业	4.93	95.00	95.00	74.54	88.24	89.14
华宝兴业	4.84	82.46	82.46	65.89	75.71	76.32
金鹰基金	4.77	78.71	78.71	62.68	70.36	69.93
国泰基金	4.31	81.87	84.14	71.60	77.64	77.99
富国基金	4.23	82.84	84.10	68.94	78.31	79.03
长盛基金	3.91	81.37	81.37	66.55	76.22	76.51
光大保德信	3.04	88.59	93.15	82.56	87.75	88.28

数据来源: wind

数据整理: 联合证券研究所

数据截止: 2009/12/31

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 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.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@lhzq.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 2010 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。