

航天航空是重点，寓军于民是趋势

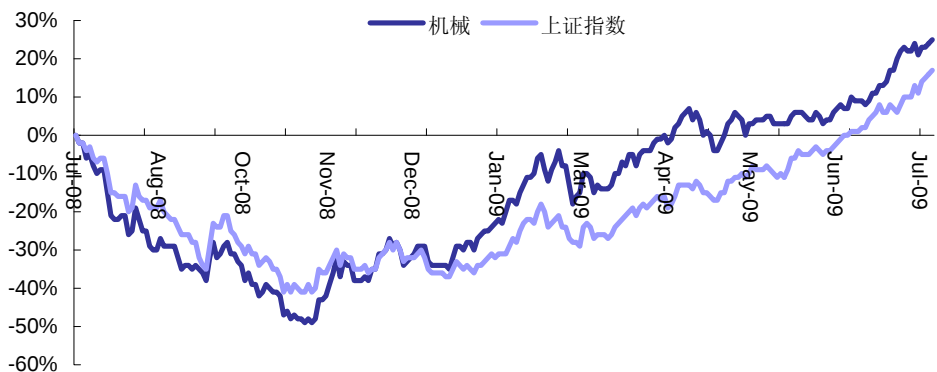
行业评级

增持/ 首次评级

相关研究

- 我国的安全形势、人均军费水平、综合国力等多种因素决定了未来一段时间内我军的军费将稳步增加。而随着部队官兵待遇的逐渐改善、我军武器装备总体水平偏低，亟需提升的状况又使得未来军费开支有望向武器装备领域倾斜。
- 信息化既是我国国防“三步走”战略中的重要组成部分，也是我国积极防御的军事战略方针下，立足于打赢信息化条件下的局部战争的要求，因此，未来一段时间，信息化将是我军建设的重中之重。信息化离不开卫星等空间基础设施，因此必须要有强大的航天力量予以支持。未来 10 年将是我国“十一五”五大航天工程的密集实施期，与此相关上市公司将受益。
- 现代空军正朝着航空、航天、信息化三种力量一体化的方向发展。现阶段我国空军是“天基平台支援下的攻防兼备型空军”的定位，其要求在战略上能在与国家陆海疆域相对应的全空疆实行信息化条件下的攻势防御，并能对敌起飞基地、发射平台及其附近海域目标进行有限反击。但当前我国空军整体装备水平、自主创新能力偏低，同上述定位仍有一定得差距，因而将成为未来我军重点发展的另一领域。
- 国际军工巨头以及我国国防工业 30 多年的发展历史表明，只有寓军于民，实现国防建设与经济建设有机结合、资源共享，才能做到军民良性互动、协调发展。而原国防科工委于 2007 年 3 月发布的《国防科工委关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》和 11 月发布的《军工企业股份制改造实施暂行办法》又从政策上对军工企业吸收社会资源、实现加速发展、体制改革以及资产整体上市等给予了支持，对军工企业的发展起到了积极的推动作用。
- 航天航空不仅是我国未来的重点发展领域，而且有着较强的资产注入预期，我们建议重点关注火箭股份、洪都航空、航空动力、中国卫星、中航重机、哈飞股份等公司，首次给予行业“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分析师
吴凯
+755-82080067
wukaiys@lhzq.com

目 录

研究思路.....	3
军费开支将稳步提升.....	3
安全形势：机遇与挑战并存.....	3
各国军备竞赛升温.....	4
军费相对水平仍较低.....	4
整体装备水平有待提高.....	5
整体装备落后于世界先进水平.....	5
装备费有进一步提升空间.....	6
航天航空是发展重点.....	6
航天产业是信息化的基础.....	6
信息化空天军.....	7
寓军于民是发展趋势.....	8
国外发展经验.....	8
我国发展历程.....	9
我国军工体系模式：“小核心、大协作”.....	9
投资标的：航天航空类公司.....	10
国内外公司估值比较.....	10
较大的外延式发展机遇.....	11
重点关注公司.....	12
风险提示.....	12

研究思路

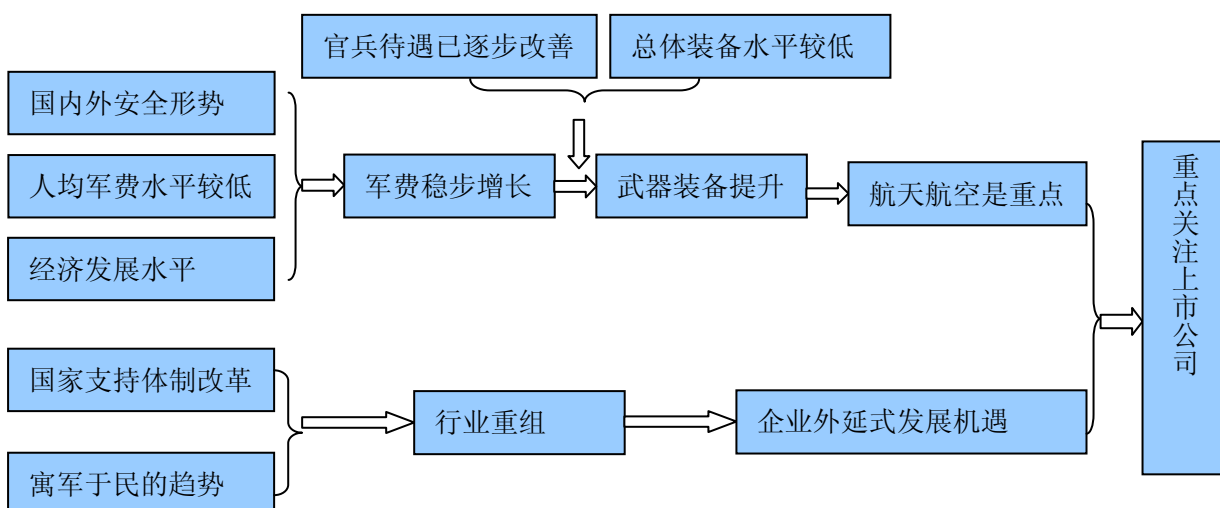
中国的安全形势、人均军费水平、综合国力等多种因素决定了未来一段时间内我军的军费将稳步增加。而随着部队官兵待遇的逐渐改善、我军武器装备总体水平偏低，亟需提升的状况又使得未来军费开支有望向武器装备领域倾斜。

当今的军事发展方向以及我国积极防御的国防政策决定了信息化是我军建设的重点，信息化离不开卫星等空间基础设施，因此必须要有强大的航天力量予以支持，与此相关的军工类公司将受益。

我国空军整体装备水平、自主创新能力偏低，同“天基平台支援下的攻防兼备型空军”的定位仍有一定的差距，因而将成为未来我军重点发展的另一领域。

寓军于民是我国军工行业的发展趋势，在这个趋势中有较强资产注入预期的企业，将会随着优质资产的注入，盈利能力以及安全边际得到大幅改善。我们将依据上述思路对军工类企业进行投资分析。

图 1、研究思路



数据来源：联合证券研究所

军费开支将稳步提升

安全形势：机遇与挑战并存

求和平、谋发展仍是时代的主要潮流，世界性的全面大规模战争在较长一段时间内可以避免。但是霸权主义和强权政治依然存在，地区动荡扩散，热点问题增多，局部冲突和战争此起彼伏。

虽然台海局势发生了重大积极的变化，中国的安全环境有所改善，但仍面临长期、复杂、多元的安全威胁与挑战。

面对如此局面，以及中国自身经济实力的不断增强，依据我国积极防御的国防政策，国防费用也将随之逐步升高。

表 1、中国国防政策

奉行的国防政策

我国奉行积极防御的国防政策

国防政策基本内容

- 1、维护国家安全统一、保障国家发展利益
- 2、实现国防和军队建设全面协调可持续发展
- 3、加强以信息化为主要标志的军队质量建设
- 4、贯彻积极防御的军事战略方针
- 5、减持自卫防御的核战略
- 6、营造有利于国家和平发展的安全环境

数据来源：2008 国防白皮书，联合证券研究所

各国军备竞赛升温

由于国际安全形势中的不稳定因素，军事安全对国际关系的影响力上升，在综合国力和科学技术发展的推动下，国际军事竞争更加激烈。一些大国加大国防投入、加快军队转型，发展先进军事技术和武器装备，战略核力量、军事航天、反导系统、全球及战场真差监视成为强军重点。一些发展中国家也积极谋求拥有先进武器装备，提升军力发展水平。

树欲静而风不止，各国
竞相提高军费预算

即使在全球金融危机、各国财政状况恶化的背景下，世界主要军事强国的国防预算并没有因此受到太大影响。2009 年美国、德国、法国、俄罗斯等均是强国的军费预算均有所增长。

表 2、2009 世界各国国防预算

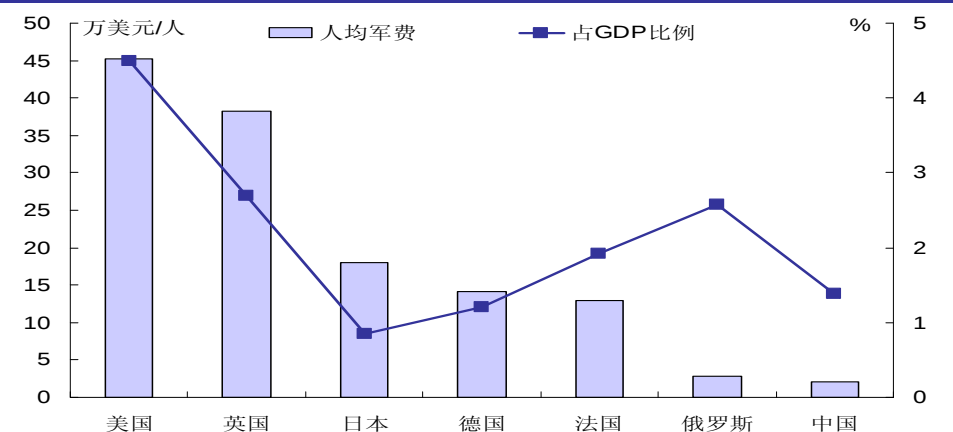
亿美元

国家	总额	同比	用途
美国	5150	7%	武器购买及研发
俄罗斯	341	27%	配备现代化武器装备
印度	290	24%	
中国	703	15%	提高军队官兵待遇
德国	395	6%	
日本	580	-0.10%	用于武器购买及研发领域增加 0.8%

数据来源：联合证券研究所整理

军费相对水平仍较低

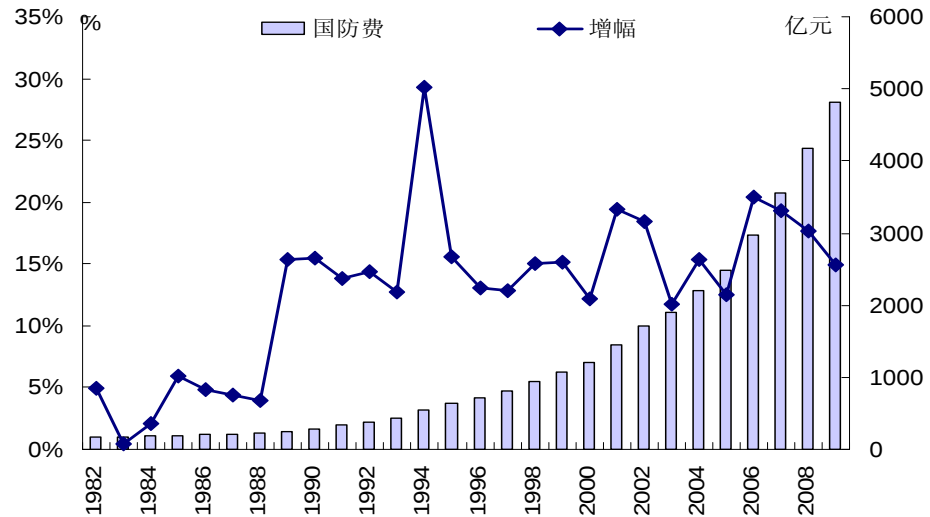
图 2、2007 各主要国家人均军费及占 GDP 比例



数据来源：2008 国防白皮书，联合证券研究所

2007 年，中国人均军费为 2.03 万美元/人，仅为美国的 4.5%，军费总额占 GDP 的比例为 1.38%，为美国的 30.7%，作为联合国五大常任理事国之一，中国的人均军费及其占 GDP 的比例都是最低的。

图 3、中国国防费及其增长率



数据来源：2008 国防白皮书，联合证券研究所

从我国历年的国防费增幅可以看出，1988 年以前处于较低的增长阶段，年增幅约 5%，此后，便进入了较为稳定的增长区。

我国的国防预算增速或将保持在 15% 的水平

2009 年我国国防预算为 4806.86 亿元，较 08 年增长 14.9%，虽然增幅较 08 年有所下降，但仍处于 1988 年以来的平均增幅水平。我们认为，未来一段时间内，我国的国防预算增速也将保持在 15% 的水平。

整体装备水平有待提高

整体装备落后于世界先进水平

美国拥有 400 多颗卫星，其中军用卫星超过 100 颗，而中国仅有 20 颗卫星，且绝大部分为民用。

海军主战舰艇方面，虽然中国没有航母及巡洋舰这样的大型舰艇，在舰艇数量方面也大大落后于美国，但我们在潜艇方面具有一定得优势，拥有“杀手锏”武器——导弹核潜艇和攻击性核潜艇，同时，导弹驱逐舰和导弹护卫舰也能确保我国近海领域安全，符合我国目前的国情和积极防御的国防政策。当然，我们也不排除中国未来一段时间建造航母的可能性。

中国海军拥有“杀手锏”武器

空军方面，首先，主战飞机较为陈旧。目前中国各型作战飞机 3000 余架，但多为 J-7 及 J-8 等二代战机，J-10、苏-27、苏-30 等三代战机仅数百架。其次，自主创新能力仍有待于进一步提高。虽然我们拥有预警机，但是性能同发达国家的相比仍有一定差距；在战斗机制造领域，虽然我们可以生产 J-10 这样的先进型飞机，但发动机等关键部件仍需外购。我们认为，同中国海军相比，中国空军还有更长的路要走。

空军装备、研发能力有待进一步加强

在我国积极防御的国防政策及现阶段综合国力背景下，我国发展成为美国这样的超级军事强国可能性极小，但是，我们认为，美国的军事装备发展方向至少对我们今后的发展提供了很强的参考价值，我军在上述三领域的武器装备水平上仍有较大的提升空间。

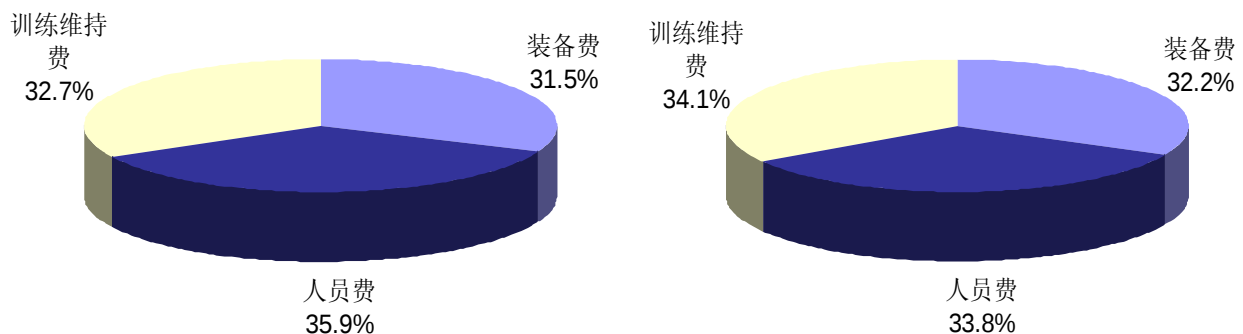
装备费有进一步提升空间

比较 1997 年与 2007 年我国军费构成情况，虽然装备费、人员费及训练维持费各占三分之一的状况并没有多大改变，但我们认为在深层次已经发生了巨大的变化。

1997~2007 年我军在武器研发、更新换代的同时，主要侧重点是部队官兵待遇的改善。从 1997 年部队总人数的 300 万到 2007 年的 230 万，中国部队人数减少了 23.3%，但人员费用占总开支比例并没有发生太多变化，因此，在这一时期，我军的人均待遇以及训练费应是在逐步提高的。

随着我国部队官兵待遇的逐步改善，我们认为，未来一段时间，我国军费开支向武器装备方面倾斜的可能性较大。而在天基、空军、海军三个领域中，又以航天航空为发展的重点。

图 4、1997（左）与 2007（右）年我国军费开支比较



数据来源：国防白皮书，联合证券研究所

航天航空是发展重点

航天产业是信息化的基础

对战争力量及战争形态影响最广泛、最深刻的高新技术，是信息技术。信息已经嬗变为一种新的制胜要素，甚至是决定性的要素。高度发展的军事信息技术和信息化的武器装备，将在未来战争中发挥巨大作用。战争对抗的重心也将随之转变，争夺制信息权的斗争将成为普及于战争总体、贯彻于战争始终的中心内容。以往作战，夺取战场主动和转换战场形势，主要是通过大量歼灭敌人的有生力量；未来作战，则必须首先打击、破坏敌人信息网络上薄弱而要害的节点，瘫痪对方的作战体系，尔后再及其他。

我国实施国防和军队现代化建设“三步走”的发展战略，有计划有步骤的推

动国防和军队现代化建设。而信息化既是“三步走”战略中的重要组成部分，同时也是我国积极防御的军事战略方针下立足于打赢信息化条件下的局部战争的要求，因此，未来一段时间，信息化将是我军主要的建设领域之一。

表 3、我国国防“三步走”战略

第一步	2010 年前，努力实现新时期军事战略方针提出的各项要求，打一个好基础
第二步	2020 年前基本实现机械化并使信息化建设取得重大进展
第三步	2050 年基本实现国防和军队现代化

数据来源：2008 国防白皮书，联合证券研究所

信息化军队必须有坚实的空间保障予以支持，空间基础设施主要包括全球定位系统、全球国际卫星通信系统和对地观测卫星系统，而这些的实现，离不开相关材料、电子制造、卫星发射等一些列行业的支持。

航天产业是我国重点发展领域，未来几年将是航天器发射密集期

表 4、未来我国航天器发射计划

	时间	数量	艘、颗 型号
航天飞船	2010~2011 年	1	天宫一号
	2011 年	1	神舟八号
	2011 年	1	神舟九号
探月工程	2010~2011 年	1	将发射嫦娥二号
	2012~2013 年	1	将发射嫦娥三号
	2018 年	1	将发射月球采样返回器
气象卫星	2009 年	1	风云 3 号
	2010 年	1	风云 2 号 F
	2012 年	2	风云 2 号 G、风云 4 号试验卫星
	2014 年	1	风云 2 号 H
	2015~2020	15	10 颗风云 3 号系列卫星，5 颗风云 4 号卫星
北斗导航系统	2009 年 4 月	1	第二颗北斗导航卫星
	2009~2010 年	约 10	将再发射 10 颗左右
	2011~2015 年	约 15	将形成由 30 多颗卫星组成的星座

数据来源：国家航天局，新华网，中国的气象卫星，物理教学参考，联合证券研究所

我国航天领域“十一五”规划提出的载人航天、北斗定位系统、高分辨对地观测系统、探月工程以及新一代运载火箭研制等 5 大工程都是我国信息化发展的基础性工程。当然，其同样具有民用的价值和意义。

信息化空天军

现代空军是国防和高技术局部战争中一支重要的战略力量，正朝着信息化空天军的方向发展，即将航空、航天、信息化三种力量一体化的空军。20 世纪六七十年代，世界军事领域发生信息化军事变革，空中力量率先并大幅度推进武器装备信息化，将防区外打击、隐身攻击、精确作战、信息作战和网络中心战等全新作战样式推上战争舞台。空中力量充当着联合作战、非接触作战、非线性作战、信息作战、无人化作战和网络中心战的主导力量，战争“空中化”已经成为战争信息化的重要标志。

航空航天一体化是制敌机动的先决条件，能使联合部队在陆地、海洋、空中和空间四维战场上控制敌人的行动。航空航天飞行领域为无缝的作战环境，空中与空间的环境差异不会导致航空航天力量在航空和航天飞行领域分开使用。空间

的侦察、监视、预警、通信和气象等卫星是空中力量的倍增器，是夺取战争主动权的重要保证，航空和航天两大系统相辅相成。

当今世界各国的空军，从构成的攻防力量成分和空军战略性质看，可分为：进攻型空军、国土防空型空军、攻防兼备型空军。中国空军的模式应是天基平台支援下的攻防兼备型空军。这种模式的空军，在战略上能在与国家陆海疆域相对应的全空疆实行信息化条件下的攻势防御，并能对敌起飞基地、发射平台及其附近海域目标进行有限反击。

寓军于民是发展趋势

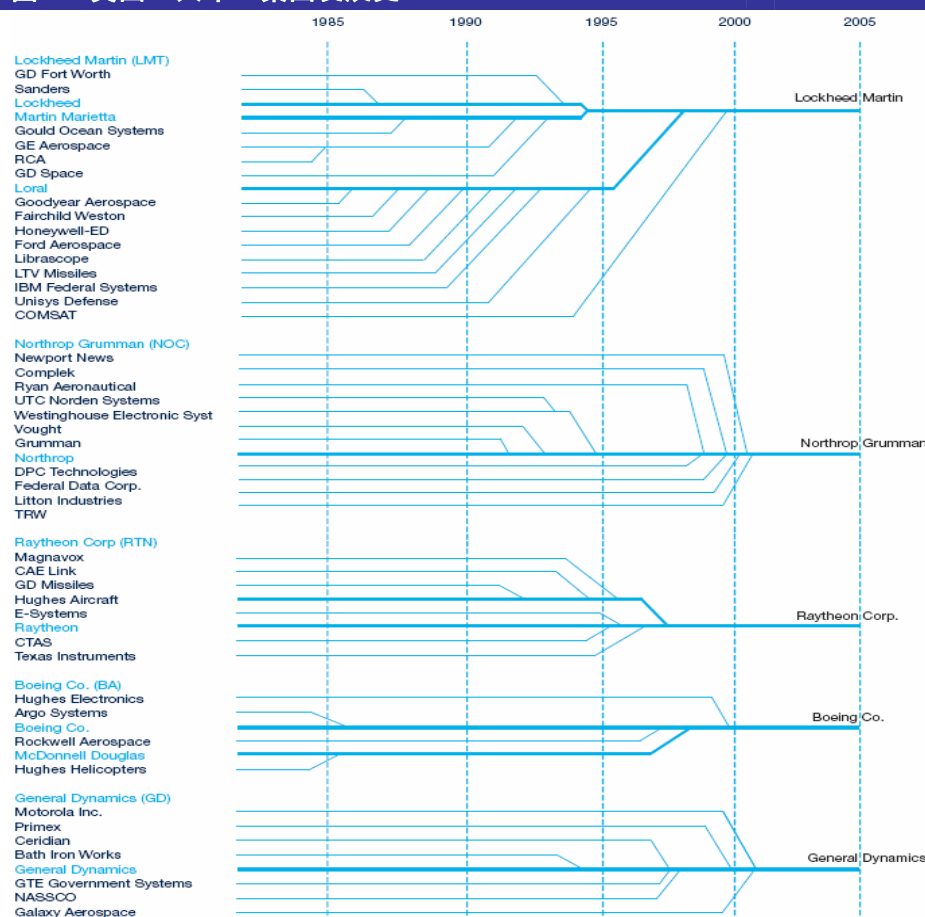
国外发展经验

2008年8月，美国防务媒体和研究机构 Defense News 公布了最新的全球军工企业 100 强排名，在 100 家企业中有 41 家来自美国，12 家来自俄罗斯，英国 10 家，日本 9 家，法国 5 家、以色列 4 家、德国 3 家，美国企业依然处于领头羊的位置，中国军工企业通发达国家相比，仍有较大的差距。

纵观美国 5 大军工集团洛克希德·马丁、波音、诺斯罗普·格鲁曼、雷神、通用动力的发展史可知，其都是通过不断的吸收重组，并很好的将军品、民品相结合从而成为军工业巨头的。

唯有寓军于民才能使弱者变强，强者恒强

图 5、美国 5 大军工集团发展史



数据来源：PWC, Deutsche Bank Securities Inc. estimates and company information, 联合证券研究所

我国发展历程

寓军于民是指国防建设与经济建设有机结合、资源共享，寓强大国防实力于雄厚国民经济之中，促进和带动国民经济发展。同时，在国家工业体系和布局中，统筹兼顾经济发展和国防需要，做到军民良性互动、协调发展。

国防科技工业 30 多年的发展表明，军转民、军民结合和寓军于民是我国国防工业体系发展的必然趋势，我国军工体系将逐渐由过去主要为国防建设服务转变到为国民经济和现代化建设服务；由过去的自成体系、自我封闭型体制转变到多层次多领域的开放合作型体制；由过去的单一军品型结构转变为军民结合型的多品种结构，从而使整体经济实力和科研创新能力显著增强。

寓军于民是我国国防工业体系的发展趋势

原国防科工委于 2007 年 3 月发布的《国防科工委关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》和 11 月发布的《军工企业股份制改造实施暂行办法》对军工企业吸收社会资源、实现加速发展、体制改革以及资产整体上市等都起到了积极的推动作用。

我们认为，在这一历史大背景下，国内各大军工集团首先会将其拥有的资源进行整合，然后有计划、有步骤的让优质资产进入资本市场，这样既解决了集团发展所需的资金问题，又为现有上市公司带来的新的发展机遇。

表 5、国防科技工业体制改革的历史回顾

1977 年	邓小平提出国防改革四点内容：1、国防建设必须服从和服务于国民经济建设大局。2、国防工业必须调整改革，实行重大战略转变。3、军民结合、以民养军是改革开放的需要。4、军工体制必须彻底改革。
1982 年	六机部与交通部部分企业合并，组建了船舶工业总公司，实行董事会领导下的总经理负责制。
1993 年	中央撤销航空航天部，组建航空工业总公司、航天工业总公司；撤销机电部，组建机械部、电子部；在国务院序列中继续保留国防科工委，仍属军队建制，由国务院、中央军委双重领导。至此，原六个独立的军工部门，均被改组为国务院直属的、由国防科工委归口管理的专业总公司，初步实现由政府行政部门向经济实体的转变。
1997 年	国务院成立了新的国防科工委，将原国防科工委管理国防工业的职能、各军工总公司以及国家航天局、国家原子能机构承担的政府职能，统归新的国防科工委。
1999 年	将核、航空、航天、兵器、船舶工业等五大军工总公司，改组为十大军工集团公司。各集团公司在国家计划中单列户头，自主经营；行业管理由新的国防科工委负责，实现了国务院对国防科技工业的集中统一管理。
中共 16 大	确定了“深化国防科技工业体制改革，坚持寓军于民，建立健全竞争、评价、监督和激励机制，增强自主创新能力，加快国防科技和武器装备发展”的改革目标。
中共 17 大	做出了“调整改革国防科技工业体制”的重大决策，从顶层设计上明确了国防科技工业走军民融合式发展道路的根本途径、基本思路和组织架构。
2007 年	3 月，国防科工委发布了《国防科工委关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》。11 月，国防科工委于出台的《军工企业股份制改造实施暂行办法》
2008 年	国务院大部制改革中，原国防科工委被取消，重新组建国防科工局，隶属于工业和信息化部。

数据来源：人民网，联合证券研究所

我国军工体系模式：“小核心、大协作”

在寓军于民的进程中，我国军工体系将逐步形成“小核心、大协作”的模式，其是指：将重大项目的系统设计、关键技术和系统集成等研制生产能力，作为军工高科技企业集团发展的主体，形成“小核心”；一般配套和加工能力要立足

全社会布局，形成基于国民经济基础的“大协作”。这种科研生产体系突出了主营业务，强化了军品基业，提高了资源的利用率，形成了整体上的优化。

在此模式下，一方面，原有军工体系中的非系统级生产企业将通过集团公司资产运作平台陆续进入资本市场，并借助资本市场的力量进一步做大做强；另一方面，具有技术优势的一些民营企业也将逐步进入配套产品供应商的行列。

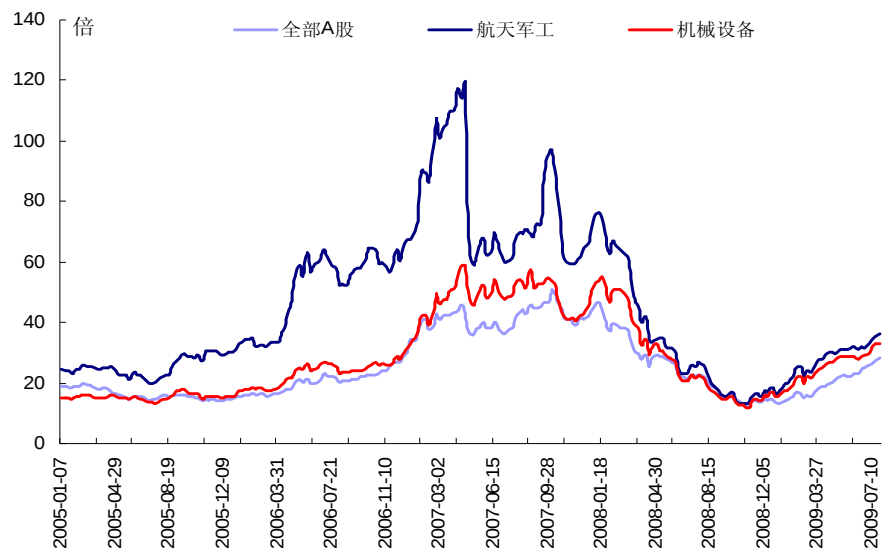
我们认为，在现阶段，诸如涉及国家机密的产品的研发、总装等“小核心”类资产进入资本市场的可能性较小，但“小核心”类产品的配套子系统、零部件等可军民两用的“大协作”类资产进入资本市场的可能性较大。

投资标的：航天航空类公司

行业估值水平比较

纵向看，目前整个军工版块（wind 航天军工版块）36 倍的市盈率仍处于历史的较低位，横向看，虽然较整个 A 股 28 倍的市盈率高 29%，但是同整个机械设备 33 倍的市盈率仍较接近。

图 6、历史 PE 走势



数据来源：Wind，联合证券研究所

国内外公司估值比较

中国航天航空类企业的估值明显高于美国，这主要是因为美国军工企业已进入稳步发展阶段，因此，总体市盈率水平较低。而我国军工企业仍处于发展的初级阶段，而且有更好的发展前景，同时，资产注入的预期也较为强烈，所以市场给予了较高的市盈率。

美国波音公司市盈率水平的变化也证明了这点。在波音收购洛克韦尔国际公司宇航与防御部门这一阶段，公司的 PE 超过了 50 倍，而在 1997 年兼并世界第三大民用飞机制造商和最大的军用机制造商麦道公司这一阶段，公司的 PE 更是超过了 200 倍，但此后，波音公司进入稳定发展阶段，公司的市盈率水平也随之进入稳定阶段。

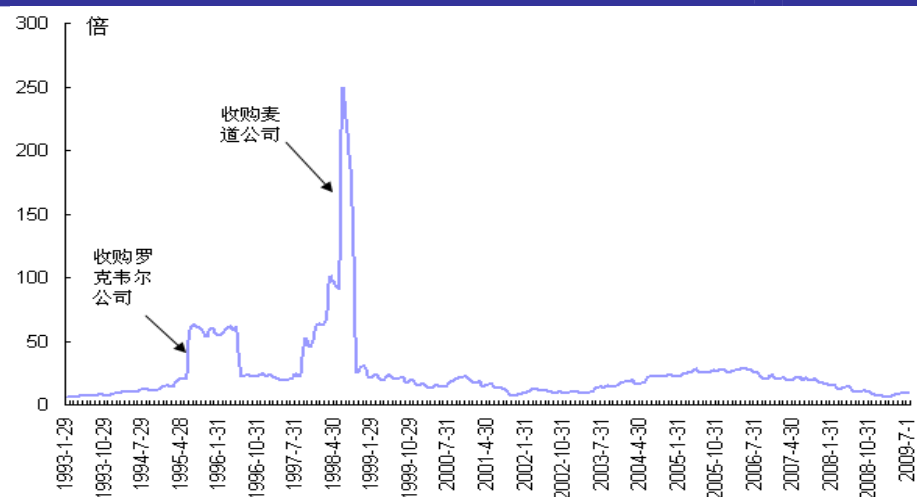
表 6、中、美航天航空类上市公司估值比较

元, 美元

	上市公司	最新价	08PE	09PE	PB
中国	哈飞股份	18.29	60.9	55.6	4.8
	洪都航空	33.68	115.4	104.3	6.6
	成发科技	25.38	55.2	37.4	6.0
	中航重机	19.24	68.1	43.6	3.9
	西飞国际	13.48	38.6	88.1	1.7
	中航精机	12.69	48.7	59.7	3.3
	航空动力	22.11	53.9	55.3	6.4
	中国卫星	20.30	36.3	33.2	4.0
	火箭股份	10.86	22.8	19.9	3.1
	航天电器	13.07	44.9	36.2	3.8
	海特高新	11.55	52.5	47.3	4.1
	平均值		54.3	52.8	4.3
美国	上市公司	最新价	08PE	09PE	PB
	波音	41.95	8.6	9.1	--
	洛克希德马丁	75.36	10.0	10.2	10.4
	诺斯洛普格鲁曼	46.26	8.2	9.3	1.3
	雷神	45.75	10.8	9.7	2.0
	通用动力	53.71	8.6	8.8	2.1
	L-3 通讯公司	73.54	10.4	10.1	1.5
	洛克威尔克林斯	41.85	10.0	11.0	4.7
	阿联特科技	79.84	10.0	9.7	4.3
	古德里奇	49.32	9.2	10.6	2.9
	联合技术	53.38	11.2	13.1	3.2
	平均值		10.1	11.1	3.4

数据来源: Wind, Bloomberg, 联合证券研究所 注: 股价取 7 月 23 日

图 6、波音公司 PE 走势



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

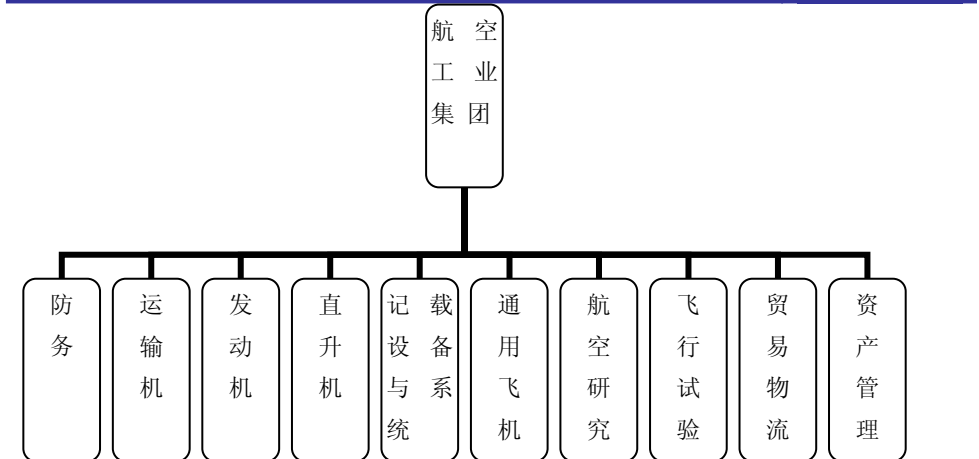
较大的外延式发展机遇

2008 年 11 月, 以原航空工业第一、第二集团组建的中国航空工业集团公司正式成立, 成为中国军工集团资源整合的先行者。而“推动市场化改革、专业化

整合、资本化运作”就是其“两融、三新、五化、万亿”的发展战略中的重要组成部分。航空工业集团下设 10 大板块，而其拥有的资产，也可能通过旗下对应的上市公司进入资本市场。

航空工业集团拉开了军工体系资产重组的帷幕

图 7、中国航空工业集团业务板块



数据来源：航空工业集团，联合证券研究所

虽然航天科技集团和航天科工集团资源整合的行动并没有航空工业集团那么迅速，但也并非停滞不前。其中中国卫星有可能成为航天科技集团下小卫星研制以及卫星应用资产的整合平台；而火箭股份也有望成为其大股东航天时代电子公司电子、元器件类资产的整合平台。

表 7、军工企业资产注入预期表

上市公司	预计注入的资产	所属集团公司
西飞国际	民用飞机	航空工业集团运输机公司
哈飞股份	直升飞机	航空工业集团直升机公司
洪都航空	教练机	航空工业集团防务事业部
中航重机	重型机械及关键基础件制造	航空工业集团通用飞机公司
航空动力	飞机发动机	航空工业集团发动机公司
中国卫星	小卫星研制以及卫星应用资产	航天科技集团
火箭股份	航天时代电子公司电子、元器件类资产	航天科技集团

数据来源：联合证券研究所

重点关注公司

根据上述思路，我们建议重点关注火箭股份、洪都航空、航空动力、哈飞股份、中国卫星和中航重机等公司。

后期我们将推出相关公司的深度研究报告，敬请关注。

风险提示

1、国内外经济、政治、安全形势将对我国的国防政策产生巨大的影响，从而给国家对军工企业的投入以及企业的盈利能力带来不确定影响。

2、军工企业寓军于民、资产重组不仅是一个漫长的过程，而且存在不确定性，从而会影响我们的判断。

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@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。