

黑白配是正道

——2010 年家电行业投资策略

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《彩电行业在春天中起舞》

2009/10/29

《家电行业 09 年中报回顾与展望_中
报向好 下半年更好》

2009/09/14

《业绩提升和风险偏好驱动估值回
升》

2009/08/14

《家电行业 09 年下半年投资策略 多
方因素 共促成长》

2009/06/23

《节能空调补贴政策助力行业升级》

2009/05/22

《未来 3 年的彩电行业 渐进持续的
改善》

2009/03/23

《产业振兴规划对家电行业的可能影
响》

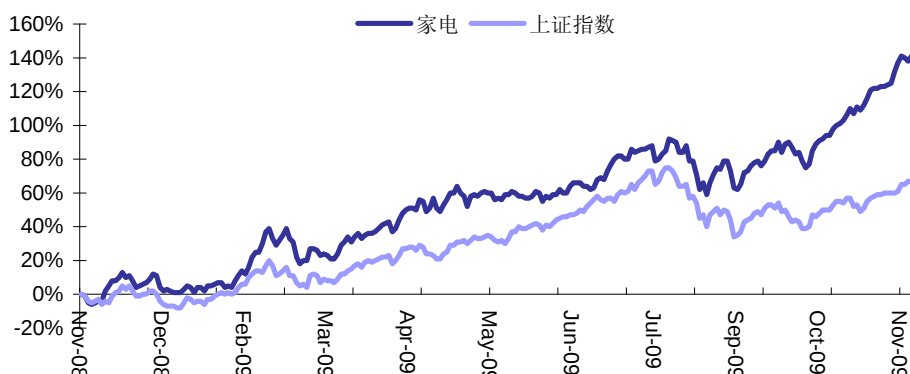
2009/02/13

《两岸携手发展平板显示产业 上调
彩电行业评级》

2008/12/22

- **2010 年家电行业有三条投资主线：**把握彩电行业的趋势性投资机会；把握超越行业成长的白电企业；把握受益于出口反弹的企业。
- **需求爆发、成本趋降、竞争格局稳定，**这是我们看好彩电行业趋势性机会的三个关键理由。预计 2010 年国内液晶电视销量同比增长 47%，销售额同比增长 35%，且向上弹性仍很大，驱动因素在于：普及初期的弹性；政策加大力度（家电下乡限价取消后农村需求的爆发、以旧换新在全国的推广、平板电视节能补贴实施）。同时高端产品占比提升也有助于提升均价。
- **白电内销：平稳成长、前高后底、弹性仍在。**通过分区域分因素的测算，我们预计 2010 年空调、冰箱、洗衣机内销量同比增长为 10%、13%、16%，除洗衣机的增速相对稳定之外，2010 年空调和冰箱将呈现前高后底的态势。但是，2010 年白电内销成长仍有超预期成长的可能，弹性在于：（1）农村普及的加速度；（2）明年上半年新房成交情况；（3）城市高端白电产品占比提升幅度；（4）政策进度。
- **白电出口：反弹而非真正复苏。**预计 2010 年白电出口同比增长约 15%，空调出口增速还有超预期的可能。但是，从中长期考量，我国家电出口必将从前期的快速成长期进入稳定成长期。
- **竞争格局稳定、盈利能力可稳定并提升。**2010 年城市白电市场虽可能略有变化，但基本稳定是基调，这有利于企业盈利能力的稳定和提升；农村冰洗市场将进一步集中，部分品牌的市场份额有很大提升空间。
- **从长期成长前景看估值提升。**消费时代、农村需求爆发、城市升级持续，这是都支撑家电的中长期成长前景，加上竞争格局的稳定，家电行业的估值将处于提升趋势。
- **重点关注品种：**海信电器、青岛海尔、美的电器、格力电器、深康佳、ST 科龙、小天鹅、美菱电器、苏泊尔等。

最近 52 周股价表现



分析师
陈伟彦
+755-82492946
chenwy@lhqz.com

投资逻辑演变

09 年 Q3 以来家电板块获取了很高超额收益,但其投资逻辑经历了几次转变:

09Q3 投资逻辑: 确定性成长 + 估值修复。

09 年 8 月中旬后,市场出现大幅调整,市场对未来成长的确定性和估值高企很为担忧,而家电行业当时估值明显低于市场水平,且“家电下乡”等政策刺激的作用逐渐体现,行业成长和龙头企业成长的确定性很强,家电行业的价值由此获得了市场的广泛认可,也在 3 季度获得了 30% 的超额收益。(参见我们的 8 月 14 日的行业报告《业绩提升和风险偏好驱动估值回升》)

09 年 Q4 的投资逻辑: 消费板块 + 业绩超预期

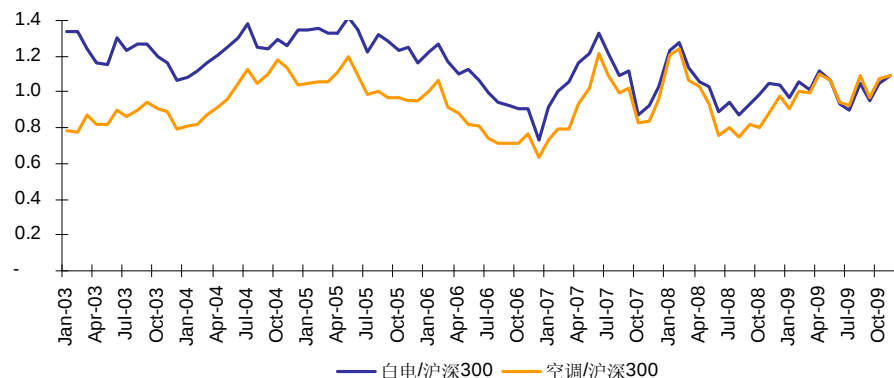
经过 3 季度的估值修复后,家电行业的估值已基本完成,相对估值接近历史平均水平(需提请关注的是,从相对估值看,家电行业的估值并未明显透支),但家电行业 10 月和 11 月仍获取了很高的超额收益,这主要得益于市场在再次调整过程中,家电行业作为消费板块之一获得了市场的认可,另外一个原因就是家电上市公司 3 季报的超预期表现。

2010 年的投资逻辑: 寻找超越行业成长的企业

我们之所以认为 2010 年家电行业的投资需寻找超越行业成长的企业主要基于两点主要原因:

- 1、估值提升的短期压力。经过 09 年 10/11 月的上涨之后,家电行业尤其是空调行业的相对估值已略超过历史平均水平,虽然家电行业的估值仍可能提升:
 - (1) 家电行业估值仍略低于行业景气最高点的历史最高水平;
 - (2) 随着市场对消费板块的认可,和家电行业长期景气周期的来临,行业估值还有提升空间。但由于估值提升取决于诸多不确定因素,我们目前暂不将估值提升作为推荐行业的重要理由。

图 1、家电行业相对估值水平



数据来源: WIND, 联合证券研究所。

- 2、除彩电行业可快速成长之外,2010 年全年白电行业虽仍可保持成长,但

增速将较为平稳，且将呈前高后低的走势。这样，超额收益更多来自于可超越行业成长的企业。

2010 年家电行业主要发展趋势:

1、内销同比增速：液晶电视> 白电>小家电。预计明年白电内销量同比增速约 15%左右，其中洗衣机行业成长最为确定。空调和冰箱将呈现前高后低的态势，能否获取更高增长取决于明年上半年房地产市场成交量情况和政策进度情况。

2、出口反弹，而非真正复苏。由于低基数和国外经济逐步复苏，预计明年出口可实现 10-15%的同比增长。但出口从长期看将从之前的高增长进入到稳定增长期。明年出口更多是反弹，而不是真正复苏。

3、竞争格局：城市格局是稳定>变化，而农村冰洗市场集中度将进一步提升。部分一线和二线品牌的市场份额有较大提升空间。

4、毛利率可稳定、并略有提升。虽然成本下降效应逐步消失，但高端产品占比提升和高集中度将使明年家电行业的毛利率可基本稳定，且还有一定提升空间。

彩电行业：在春天中起舞

在 2010 年家电行业中，我们最看好彩电行业的趋势性投资机会。我们从 09 年 10 月底开始明确看好彩电行业的趋势性机会，虽然 11 月彩电行业的股价上涨幅度已很大，但离我们设定的两年市值翻倍尚有较大差距，考虑到彩电行业的趋势性改善和业绩弹性，我们仍看好明年彩电行业的表现。

关于彩电行业的具体观点，我们在 09 年 10 月 29 日的深度报告《彩电行业在春天中起舞》中已有明确表述，此处仅将主要观点做如下总结：

1、彩电行业面临趋势性投资机会，未来 2 年将出现彩电收入 250 亿元、市值 200 亿元的彩电企业，盈利能力也处于趋势性上升通道，驱动因素是：需求爆发；成本趋降；竞争格局稳定。

2、驱动需求爆发的关键因素是：平板电视普及率仅 13%（城市 28%，农村低于 1%）、价格收入比大幅下降，加上三大效应叠加（更新高峰+政策强化+数字高清推广），我国平板电视进入加速普及期。

表 1、09 年末我国平板电视普及率预测

	一二级市场	三四级市场	城市	农村	全国
家庭数（亿）	1.3	0.6	1.9	2.2	4.2
户均彩电拥有量（台）	1.4	1.4	1.4	1.0	2.4
彩电保有量（亿台）	1.8	0.9	2.6	2.2	4.9
平板电视保有量（亿台）	0.4	0.1	0.5	0.0	0.5
平板电视普及率（按保有量计算）	23%	14%	20%	0%	11%
平板电视普及率（按家庭计算）	32%	19%	28%	0%	13%

数据来源：联合证券研究所测算。

备注：以上测算不考虑一户两台以上平板电视的情况，剔除了彩电出货量中的商用需求部分。

3、我们预计 2010 年液晶电视国内销量达 3600 万台，同比增长 47%，价格同比下降 8%，销售额同比增长 35%，且向上弹性仍很大：需求短期爆发、LED 液晶电视和互联网电视快速成长推动均价上升。

表 2、2006-2012 年中国彩电市场分产品成长

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销量占比：							
CRT TV	85%	76%	64%	34%	15%	7%	4%
LCD TV	12%	22%	32%	62%	80%	89%	91%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销售额占比：							
CRT TV	48%	38%	25%	10%	4%	1%	1%
LCD TV	42%	54%	66%	81%	89%	92%	93%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销量同比：							
CRT TV	-6%	-9%	-10%	-50%	-50%	-50%	-30%
LCD TV	214%	83%	53%	83%	47%	22%	9%
合计	2%	2%	6%	-5%	13%	11%	6%
价格同比：							
CRT TV	-9%	-10%	-8%	-25%	-10%	-5%	-5%
LCD TV	-3%	-27%	0%	-35%	-8%	0%	0%
合计	15%	2%	17%	2%	10%	7%	2%
销售额同比：							
CRT TV	-15%	-19%	-18%	-63%	-55%	-53%	-34%
LCD TV	205%	33%	53%	19%	35%	22%	9%
合计	17%	4%	25%	-4%	23%	18%	8%

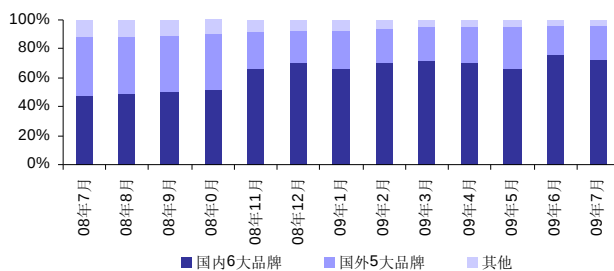
数据来源：联合证券研究所预测。

4、政策是强化而非弱化。年底家电下乡可能取消限价、以旧换新在 09 年 Q4 试点后明年可能全面推广、平板电视节能补贴明年也可能出台，与彩电行业相关的政策明年是强化而非弱化，而这也是明年彩电需求超预期成长的重要因素。

5、未来两年液晶面板价格趋于稳定下降，彩电企业对上游的议价能力增强。驱动因素在于：近期 4 条国内液晶面板 8 代线开工或确定规划，液晶面板产能扩产速度快于需求成长速度；国内彩电企业采购规模大幅提升。

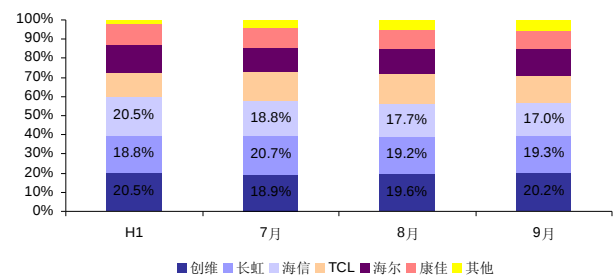
6、竞争格局稳定。彩电行业目前的市场格局较为稳定，在一二级市场能获取与外资品牌至少分庭抗礼的地位，在三四级和农村市场国内品牌处于绝对优势。

图 2、城市液晶电视市场格局（国内外主要品牌）



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

图 3、09 年农村彩电市场格局



数据来源：家电下乡信息系统，联合证券研究所。

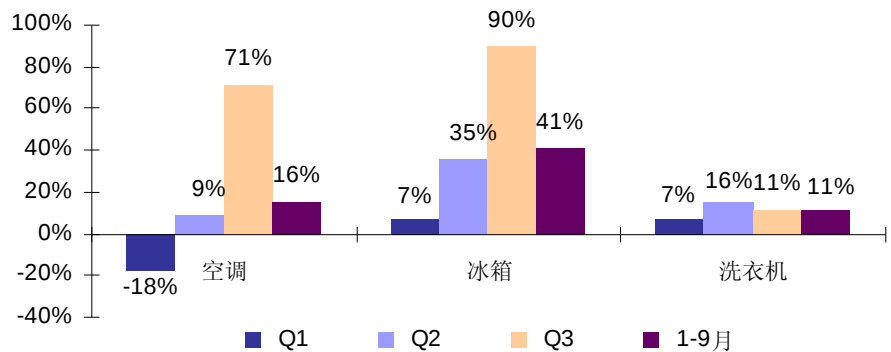
2009 年白电需求：内销快速复苏 出口缓慢复苏

内销：从谷底快速复苏

前所未有的危机。08 年底和 08 年初，受金融危机对消费信心的影响，家电行业面临前所未有的危机：内销量大幅下滑、行业库存高企。08Q4 和 09Q1 空调内销量同比分别下降 22%、18%。

前所未有的机遇。除洗衣机需求一直比较平稳外，09 年国内白电市场经历了从最低谷的快速复苏。从 2 季度开始，随着经济复苏，在家电下乡和节能补贴等政策的刺激下，白电需求开始复苏，3 季度实现了多年未有的爆发式增长，3 季度空调和冰箱内销量快速成长，同比增速分别达到 71%和 90%。09 年 10 月，空调内销量 333 万台，同比增长 95%。

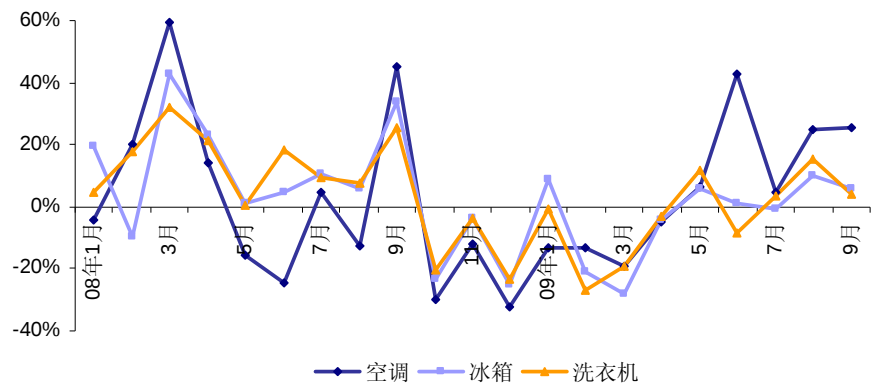
图 4、09 年白电内销量季度同比增速



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

城市市场逐步反弹。09 年白电城市需求复苏滞后于经济复苏，09 年上半年，除空调零售量由于 08 年低基数而实现正增长（6%）外，冰箱和洗衣机零售量同比下降 4%、7%。自 8 月开始，城市冰洗零售量开始正增长。但全年仍略下滑，09 年 1-9 月空调、冰箱、洗衣机城市零售量同比增长 8%、-1%、-3%。这之前城市冰洗需求的稳定成长是相违背的，也是暂时的。

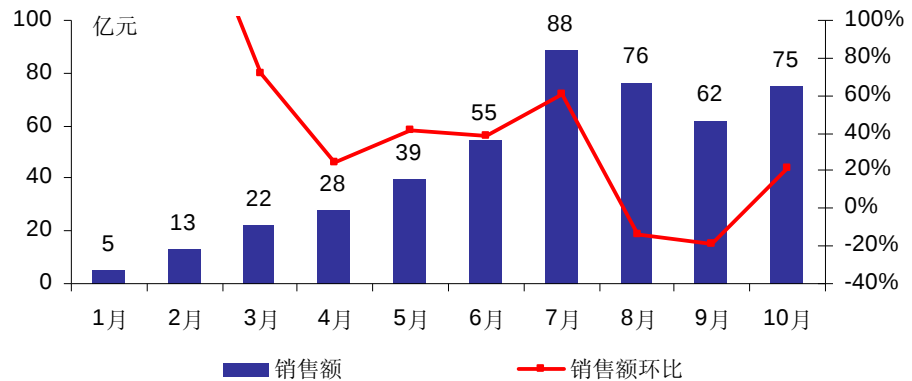
图 5、08-09 年城市白电零售量月度同比增速



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

家电下乡快速崛起，但远未达预期。09年家电下乡是影响行业需求的重要因素，7月之前，家电下乡销售环比持续快速成长，7月达到顶点，原因在于：（1）家电下乡自年初推广以来，5、6月后全国推广才真正开始；（2）冰箱和空调的传统旺季。但是，家电下乡的销售情况远未达到政府之前的乐观预期（月均120亿元）。不过我们也看到，家电下乡的快速成长始于6、7月后，上半年并未透支。

图 6、09 年家电下乡月销售额

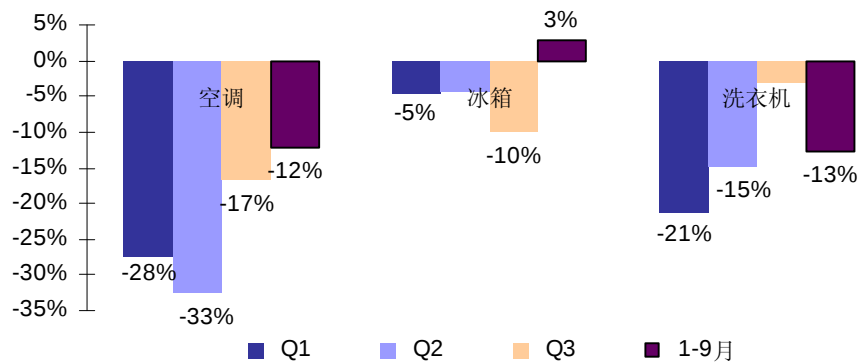


数据来源：家电下乡信息管理系统，联合证券研究所。

出口：缓慢复苏

出口大幅下降、降幅收窄。09年白电出口大幅下降，09年1-9月空调、冰箱、洗衣机出口量同比下降28%、7%、13%，但从趋势看，下半年开始降幅开始收窄，尤其是空调和洗衣机。09年10月空调出口量还实现了27%的同比增长。

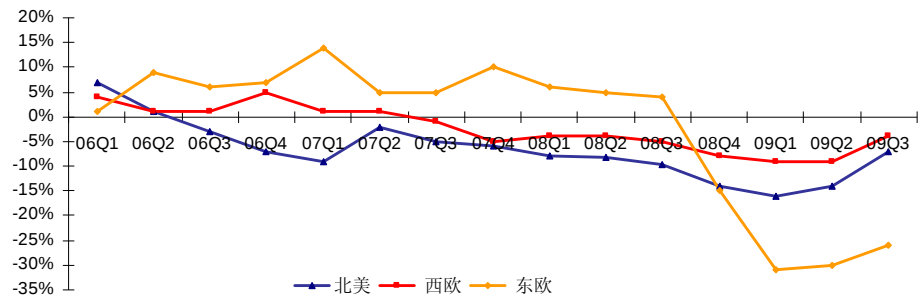
图 7、09 白电出口量季度同比增速



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

欧美家电需求降幅收窄，但仍在下降通道。09年Q3北美家电（白电+小家电）销量同比下降7%，西欧为-4%。东欧继续同比大幅下降26%。北美和西欧的降幅收窄，但均仍在下降通道。

图 8、06-09 年欧美家电销量季度同比增速



数据来源：伊莱克斯，联合证券研究所。

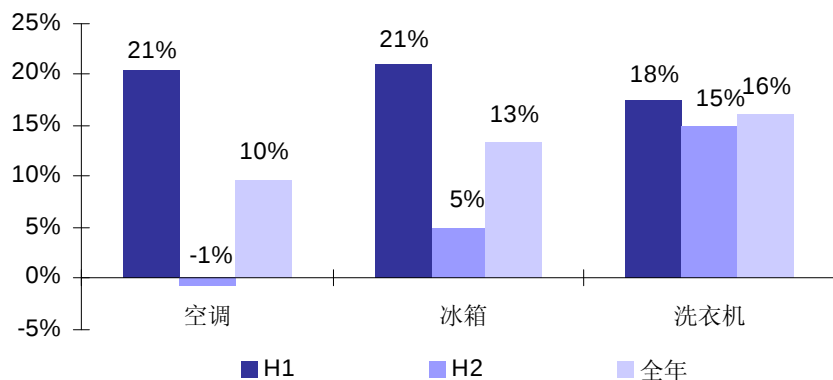
2010 年白电需求：前高后底、弹性仍在

考虑到今年白电内销的快速成长，市场目前最为关注明年白电国内需求的同比增速。我们认为：**2010 年白电内销量同比将稳定成长，预计空调、冰箱、洗衣机的同比增速分别为 10%、13%、16%。**

- 1、洗衣机成长相对稳定、确定，且上下半年分布也较均衡。
- 2、空调冰箱同比增速将呈明显的前高后低态势
- 3、预计白电城市需求同比增长约 10%，农村市场基本持平。

4、2010 年白电内销增长的超预期因素在于：上半年新房销售情况、以旧换新和冰洗节能补贴等政策进度。

图 9、2010 年白电内销量同比增速预测



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

我们的测算逻辑：(1) 测算 09 年白电国内需求的各影响因素占比；(2) 分别估计各影响因素明年的变化程度；(3) 不考虑企业和渠道的库存变化对企业全年出货的影响。

表 3、2010 年白电国内需求同比增长预测

	空调 09 年占比	10 年同比	冰箱 09 年比	10 年同比	洗衣机 09 年占比	10 年同比
农村需求	15%	20%	45%	5%	25%	5%
城市新房拉动	29%	30%	16%	30%	22%	30%
城市新置	25%	-5%				
城市更新	22%	-5%	39%	15%	53%	15%
商用需求	10%	10%				
全部	100%	10%	100%	13%	100%	16%

数据来源：联合证券研究所。

2010 年白电成长的弹性

我们以上是基于中性假设，家电需求的短期弹性一向很大，分析影响弹性变化的关键因素是判断需求趋势的关键。我们认为：影响明年白电国内需求成长弹性的几个关键因素是：

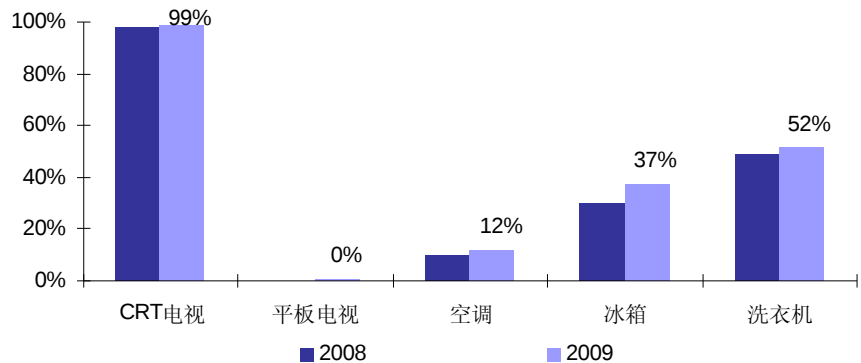
- (1) 农村普及是否趋缓？
- (2) 明年上半年新房成交情况？
- (3) 城市高端白电产品占比提升幅度？
- (4) 政策进度：家电下乡取消限价、以旧换新全国推广、冰洗节能补贴？

农村普及：仍有加速可能

市场担忧农村家电市场的持续成长前景，我们认为：

- 1、09 年只是农村家电成长的开始，未来 3 年都处于快速成长期。
- 2、农村冰箱需求只是在 09 年 3 季度有所透支，09 年上半年并未明显放量，明年全年仍有一定成长空间。我们预计同比增长为 5%，随着家电下乡政策执行力度加大和农民收入的提升，还有向上的弹性。
- 3、普及的加速度：平板电视>空调>冰箱>洗衣机
- 4、根据我们的测算，09 年末农村冰箱普及率为 37%，考虑到消费习惯等原因，农村冰箱的普及水平将大于洗衣机，在 60%之前都将处于快速普及期。
- 5、农村空调处于快速普及期，虽然从全国看，我国农村空调并未进入全面普及期，但城市郊区、发达地区农村等已进入空调快速普及阶段。预计明年农村空调同比还将快速成长，且超预期的可能较大。

图 10、农村家电普及率



数据来源：联合证券研究所。

备注：以上为每百户家电拥有量

表 4、2009 年家电下乡产品销量

	H1	7月	8月	9月	10月	1-10月
冰箱	542	226	177	121	121	1186
彩电	185	49	62	71	99	466
洗衣机	153	30	40	44	74	341
空调	24	93	60	35	31	243

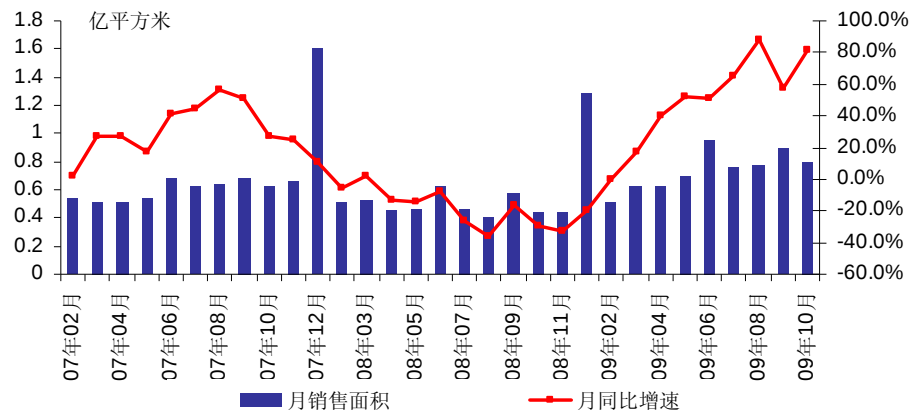
数据来源：家电下乡信息管理系统，联合证券研究所。

房地产：关键因素 最大变数

从以上分因素的测算中可以发现，新房销售是明年白电内需中增长最快速的因素。09 年 7-10 月，我国商品房销售面积同比增长 72%，住宅销售套数约 290 万套，同比多销售 120 万套，这对明年上半年的家电需求是很大支撑。

明年上半年的新房成交量直接影响明年下半年家电需求。我们目前对明年上半年新房销售的预计是同比持平，09H2-10H1 新房销售同比增速为 30%。明年上半年新房销售是家电需求的一大变数，我们也将持续跟踪。

图 11、我国商品房销售面积

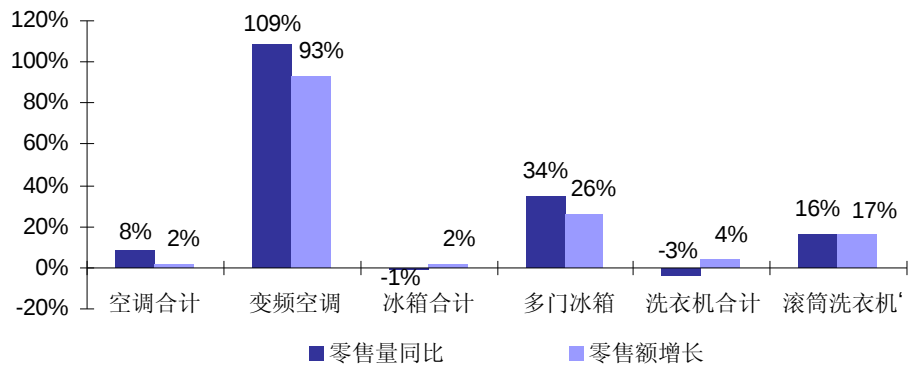


数据来源：国家统计局，联合证券研究所。

高端产品 高毛利率 高占比

09 年高端白电快速成长。新技术永远是推动家电行业成长的最大动力，而技术革新程度直接绝对更新需求动力，在家电行业中，**更新需求最强烈的是：平板电视>变频空调>多门冰箱>滚筒洗衣机。**09 年 1-9 月变频空调零售量同比增长 109%，远快于行业 8% 的增速。多门冰箱也获得俩奥 34% 的增长，滚筒洗衣机的成长相对平稳，但增速也达 16%，均远高于行业水平。

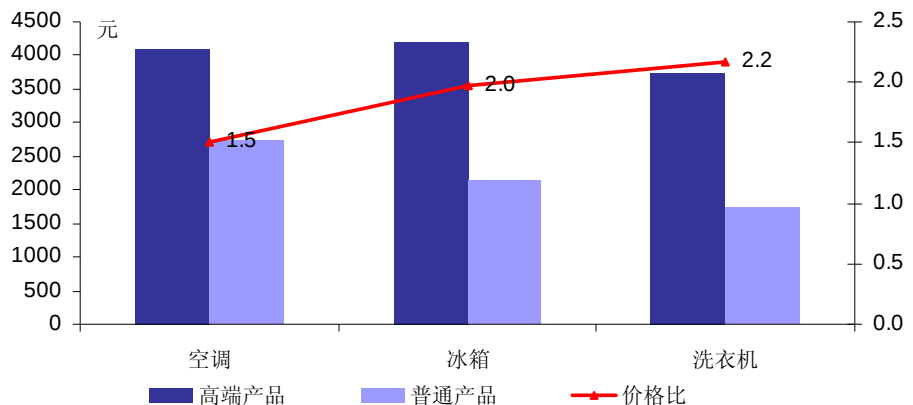
图 12、09 年 1-9 月城市高端白电零售情况



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

高端白电提升整体均价。高端产品的价格远高于普通产品，滚筒洗衣机是波轮洗衣机的 2.2 倍，三门冰箱是双门冰箱的 2.0 倍，对开门冰箱是双门冰箱的 4.1 倍，变频空调是定频空调的 1.5 倍。高端产品有助于行业均价的提升。

图 13、09 年 1-9 月城市白电分产品零售价格



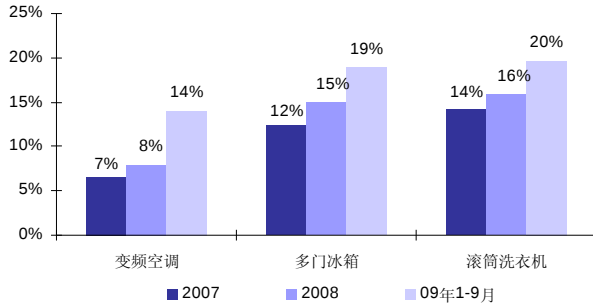
数据来源：中怡康，联合证券研究所。

备注：高端和普通产品，空调指变频空调和定频空调；冰箱指三门冰箱和双门冰箱；洗衣机指滚筒洗衣机和波轮洗衣机。

高端白电占比快速提升，潜在空间仍很大。近几年，高端白电占比快速提升，09 年 1-9 月变频空调零售量占比为 14%，零售额占比 20%，高端冰箱的零售量占比虽仅 20%，但零售额占比接近 40%。不过高端白电的潜在提升空间仍然巨大，

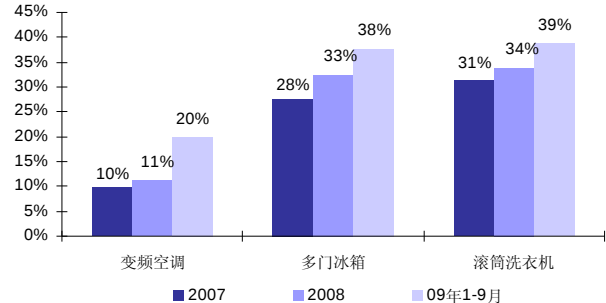
目前均低于 20%，未来几年都处于快速提升期。而且，“以旧换新”政策将促进城市高端白电的更更新需求。

图 14、城市高端白电零售量占比



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

图 15、城市高端白电零售额占比



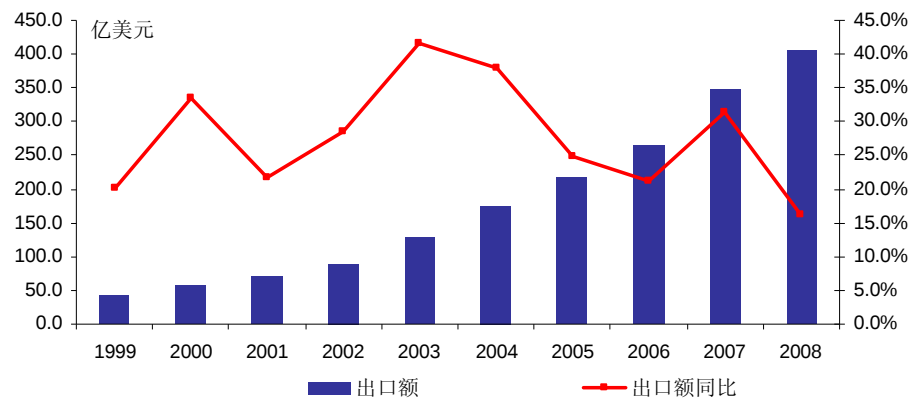
数据来源：中怡康，联合证券研究所。

2010 年白电出口：反弹、而非真正复苏

09 年白电出口大幅下滑，2010 年白电出口可实现正增长，我们预计增速为 15% 左右，其中空调出口超预期成长的可能较大。但从中长期看，我国家电出口将从前期的高增长进入稳定成长期，主要理由如下：

- 1、全球家电产业向中国转移趋缓。中国家电产业已在全球占据绝对优势，未来持续的产业转移将趋缓。
- 2、此次金融危机后，即使欧美经济复苏，欧美家电需求也将进入平稳期
- 3、新兴市场的家电需求成长空间巨大，但未来几年对整体拉动较小。

图 16、1999-2008 年我国家电出口



数据来源：中国机电进出口商会，联合证券研究所。

竞争格局：城市稳定、农村集中

竞争格局的稳定性是影响家电行业盈利能力的关键，09 年家电行业的集中度继续提升，格力美的的空调市场份额继续大幅提升，预计未来空调市场格局将基本稳定，双寡头的稳定格局有利于行业盈利能力的提升。海尔在冰洗行业的市场份额也基本稳定。

表 5、05-09 年家用空调内销市场格局

	2005	2006	2007	2008	09 年 1-10 月
格力	22%	28%	31%	35%	39%
美的	20%	21%	22%	24%	26%
海尔	13%	10%	9%	10%	9%
志高	7%	7%	5%	5%	5%
海信科龙	8%	7%	6%	5%	4%
奥克斯	5%	3%	6%	4%	4%
格兰仕	4%	4%	2%	2%	3%
松下	4%	3%	3%	3%	3%
长虹	4%	2%	3%	2%	2%
三菱电机	1%	1%	2%	2%	1%
其他	22%	13%	11%	8%	6%
总计	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：产业在线，联合证券研究所。

预计 2010 年城市白电市场格局将呈现如下变化：

- 1、稳定为主。整体市场格局基本稳定，稳定>变化
- 2、美的旗下冰洗品牌、海信科龙旗下冰箱品牌的市场份额将有提升。

农村趋于集中。农村居民的重品牌、重品质的消费观念是超出之前市场预期的，09 年家电下乡的品牌格局可以充分说明这一点，但农村冰洗市场仍有进一步集中的空间，而且 2010 年将明显加速，中小品牌将加速退出，二线的专业品牌和综合品牌仍有机会，但时间已不多。

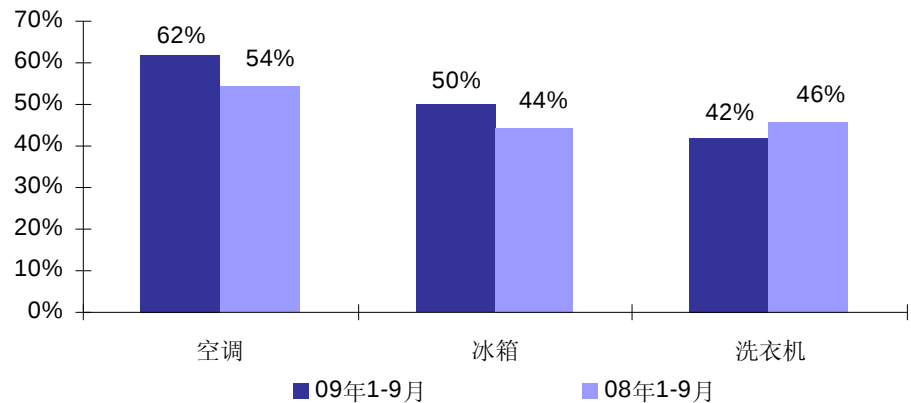
表 6、09 年 9 月家电下乡市场格局

品牌	冰箱	品牌	洗衣机	品牌	空调
海尔	35.4%	海尔	37.6%	格力	47.2%
美菱	8.2%	小天鹅	11.1%	美的	30.9%
美的	8.1%	美的	10.4%	海尔	8.3%
新飞	7.1%	松下	5.9%	奥克斯	3.2%
海信科龙	6.4%	三洋	4.9%	松下	3.1%
澳柯玛	4.2%	中日	3.0%	格兰仕	1.5%
星星	4.1%	金帅	1.9%	扬子	1.6%
海信	2.8%	东菱	2.2%	长虹	1.4%
索伊	2.9%	新乐	2.0%	海信	0.9%
其他	20.8%	其他	21.0%	其他	1.9%

数据来源：家电下乡信息管理系统，联合证券研究所。

出口格局变化中。由于金融危机对中小企业的冲击，09 年家电出口集中度明显提升，尤其是空调和冰箱出口行业，CR5 明显提升。预计 2010 年家电出口仍将处于变化中，部分龙头企业的市场份额还有提升空间。

图 17、我国白电出口格局



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

估值与投资策略

从长期成长前景看估值提升

我们认为，家电行业的估值将处于提升趋势，市场将逐步更认可家电行业的投资价值。这主要是由以下因素驱动的：

1、随着刺激消费成为政策重心，加上居民收入水平的持续提升，国内消费的持续快速以至于加速成长将成为必然趋势。

2、家电需求的长期成长前景明朗。未来 5 年农村家电市场都处于快速成长期，这是由农民收入水平的提升和消费升级所决定的；健康、节能等新技术推动城市家电更新需求加速，且还将持续 3-5 年。

3、品牌集中度很高。经历多年市场竞争后，家电行业的品牌集中度已很高，品牌企业对上下游的议价能力增强，盈利能力可稳定并有提升空间。

2010 年投资主线和主要关注品种：

1、看好彩电行业的趋势性机会

成长弹性大、确定性强：海信电器

成长弹性很大、确定性较强：深康佳

成长弹性极大、不确定性很大：四川长虹、TCL 集团

2、寻找可超越行业成长的白电企业

稳定成长、低估值：格力电器

成长弹性大、整合预期：青岛海尔、美的电器

市场份额触底反弹、业绩弹性大：ST 科龙、小天鹅、美菱电器

3、把握出口反弹：苏泊尔、伊立浦

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 3932 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

未经书面授权，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。