

三季度资金供求状况将进一步改善

冶小梅(0755) 82493609
yexm@lhqz.com**戴爽**(0755) 8249 2172
daishuang@lhqz.com

资金供给情况

假定各类型公募基金投资于股市的比例均触及同类产品股票投资比例的上限，我们可以粗算潜在资金供给上限为 2744 亿；现阶段募集到但尚未投入运营的基金资产大于 147 亿；专户理财规模最低有 35 亿元；不断划入的限售股可能影响到社保基金每年新增的股票市场现金投入，社保潜在资金供给这块暂且不好估算；企业年金对股票市场的潜在资金供给约 900 亿；保险机构潜在的可投入资金量为 1650 亿；券商集合理财产品的潜在资金供给为 59 亿元；券商资本金潜在的可投入资金约为 2598 亿元；证券投资信托产品大概有 300 亿的潜在资金供给；QFII 潜在入市资金约为 371 亿元；散户潜在的入市资金规模约为 8622 亿元。综上，可以统计的潜在资金供给规模约为 1.7 万亿。

股票供给情况

依照中登公司最新披露的 5 月份数据，沪深两市已经解禁股票数为 2128 亿股，其中累计减持的已解禁限售股份为 334.5 亿股，按照 6 月底市价粗算已解禁尚未减持的股票市值在 1 万亿左右；三季度 A 股市场将有 2269 亿股各类限售股解禁，按照 6 月底的市价计算，市值合计约 13669 亿元。考虑到《境内证券市场转持部分国有股充实社保基金实施办法》的规定，首发原股东限售股份需要打九折，三季度真实的解禁股规模为 2077 亿股，市值约 12639 亿元；其实限售股中绝大部分都是首发原股东限售股份，占到全部解禁股份的 85%，这部分股票多属于国有性质，减持可能性偏低。另外根据中登公司披露的“累计减持占已解禁限售股的 15.7%”，再结合限售股解禁进程所处的宏观环境，最悲观预计三季度已解禁股中累积减持占比达到 50%，那么按 6 月底的市价粗算下来也不会超过 1.2 万亿市值。创业板企业的平均首发融资额预计在 1 亿元到 2 亿元之间，假定今年上市创业板的公司能够有 150 家，总的融资规模也不超过 300 亿元；至于主板 IPO，短期来看，拟上市的 32 家已过会企业，其 722 亿左右的拟募集资金总量对当前的市场影响不大。所以，可以统计的潜在股票供给低于 1.3 万亿。

资金供求状况相对充裕

综合以上对资金供给和股票供给情况的分析，我们认为三季度的资金供求关系将继续维持较为宽裕的情况。

目 录

1、资金供给情况	3
1.1 基金管理公司——3826 亿元.....	3
1.1.1 公募基金——2891 亿元.....	3
1.1.2 专户理财——35 亿元.....	3
1.1.3 社保基金.....	4
1.1.4 企业年金——900 亿.....	4
1.2 保险机构类——1650 亿元	4
1.3 券商集合理财规模及资本金规模	5
1.3.1 券商集合理财规模——59 亿元	5
1.3.2 券商资本金统计——2598 亿元.....	6
1.4 证券投资信托——300 亿元.....	6
1.5 QFII 资金规模——371 亿元.....	7
1.6 散户资金规模——8622 亿元.....	8
2. 2. 股票供给情况	8
2.1 三季度解禁数据——12639 亿元	8
2.2 已解禁但尚未减持——约 1 万亿	10
2.3 创业板上市发行——300 亿元	10
2.4 主板重启 IPO——722 亿元.....	11

1、资金供给情况

1.1 基金管理公司——3826 亿元

1.1.1 公募基金——2891 亿元

截至 2009 年 6 月 29 日, 全市场已成立且进入投资运营的非货币基金 450 只, 根据一季报数据, 非货币基金的资产净值为 18965 亿元。其中的股票投资市值大约为 12426 亿元, 占基金资产净值总额的 70.69%。假定各类型基金投资于股市的比例均触及同类产品股票投资比例的上限, 我们可以粗算潜在资金供给上限 2744 亿。

表 1、当前基金市场概况及潜在资金供给估算

类型	数量	资产净值 (亿元)	当前股票 仓位测算	当前股票 市值估算	股票仓 位上限	资金上 限(亿元)	潜在可投入 资金(亿元)
股票型	234	11314	80%	9051	95%	10748	1697
混合型	135	5783	66%	3817	80%	4626	809
保本型	7	231	12%	28	30%	69	41
债券型	74	1637	8%	131	20%	327	196
总计	450	18965		13027		15771	2744

数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所 数据截止: 2009 年 6 月 30 日

此外, 现阶段正在或者准备募集但尚未投入投资运作的非货币型新基金有 13 只, 其中包括 6 支股票型基金、4 支混合型基金和 3 只债券型基金, 募集到但尚未投入运营的基金资产约有 147 亿。

表 2、正在募集但尚未投资运作的基金规模统计

基金名称	募集规模	基金经理	投资类型	认购起始日期	认购结束日期
华夏沪深 300	-	方军, 张弘弢	股票型	20090706	20090731
友邦华泰行业领先	-	梁丰	股票型	20090701	20090729
中欧价值发现	约 2 亿	王磊	股票型	20090618	20090720
金鹰行业优势	略大于 20 亿	彭培祥	股票型		20090625
长信恒利优势	-	曾芒, 李枝蓬	股票型	20090626	20090724
汇添富上证综合	91 亿	何仁科	股票型		
长城景气行业龙头	约 20 亿	徐九龙	混合型	20090601	20090626
天治趋势精选	-	吴涛	混合型	20090610	20090710
华富价值增长	约 4 亿	季雷	混合型	20090525	20090710
新世纪泛资源优势	10 亿左右	王卫东	混合型	20090602	20090708
泰信增强收益 A	-	何俊春, 马成	债券型	20090625	20090724
兴业磐稳增利债券	-	李友超	债券型	20090701	20090720
民生加银增强收益 A	-	傅晓轩	债券型	20090616	20090717
合计	147 亿				

数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所 数据截止: 2009 年 6 月 30 日

总体而言, 共同基金潜在的资金供给上限为 2891 亿元。

1.1.2 专户理财——35 亿元

5 月中旬有媒体报道目前已经完成备案的基金一对一专户理财大概就有 70 多份, 如果以每单最低额 5000 万元来计算, 目前的专户规模最低有 35 亿元。

1.1.3 社保基金

根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》的规定,社保资金股票部分的投资主要是采用委托投资方式。截至 2008 年底,十家境内外委托投资管理人管理了 40 个投资组合。每个投资组合分别由不同的基金经理按照既定的投资策略和投资风格进行独立运作。截至 2008 年期末,社保基金资产总额 5624 亿元,其中社保基金直接投资资产 3058 亿元,占比 54%;委托投资资产 2566 亿元,占比 46%。

依据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》(财企[2009]94 号)规定,对股权分置改革新老划断后首次公开发行股票并上市的股份有限公司的国有股依法实施转持。根据现有资料,经初步核定,截至 2009 年 3 月 26 日,股权分置改革新老划断后首次公开发行股票并上市的含国有股公司共 131 家,涉及国有股东 826 家,应转持股份约 83.94 亿股,发行市值约 639.33 亿元。此后,如上市公司派发股票股利、资本公积转增股本等导致净资产不变、股份数量增加,国有股东应转持股份数量相应增加。

据了解,国有股 10%划转暂且是由社保理事会自己管,不会直接划到各基金公司旗下的社保组合。问题是,不断划入的限售股会否影响到社保基金原本每年新增的股票市场现金投入呢?所以关于社保潜在资金供给这块暂且无法估算。

1.1.4 企业年金——900 亿

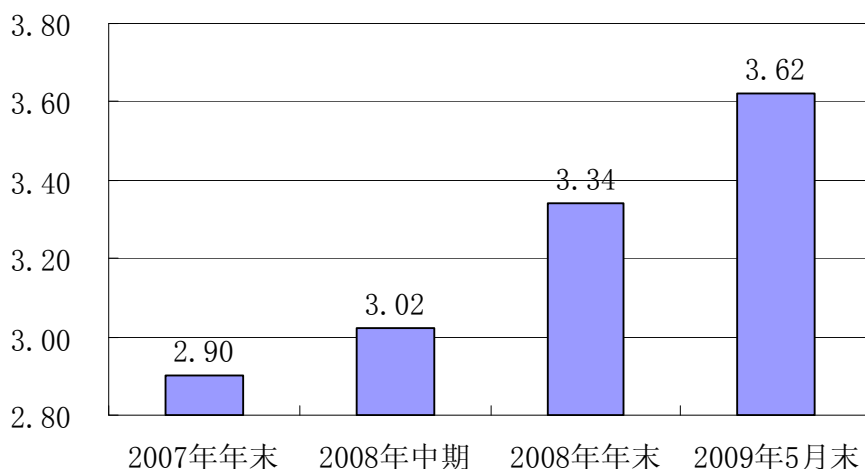
来自人力资源和社会保障部的统计数据显示,截至 2008 年底,基金公司的企业年金管理规模已经达到 432.43 亿元。根据《企业年金基金管理试行办法》规定,企业年金的资产投资比例按照“20%、50%、30%”的原则,即货币类产品的比例不低于净资产的 20%,固定收益类产品的投资比例为基金净资产的 20%~50%,权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例,不高于基金净资产的 30%。

年金业务是基金公司争夺的另一战场。2006 年年金市场总规模为 910 亿元,2007 年迅速增至 1300 亿元,截至 2008 年 8 月底,年金规模超过 1500 亿元。根据国家人力资源和社会保障部有关专家的预测,今明两年企业年金市场将有 3000 亿元左右的增量规模。按照企业年金的资产投资比例中权益类投资不超过 30%测算,股票市场在该领域的潜在资金供给有 900 亿。

1.2 保险机构类——1650 亿元

根据保监会资料,截至 2009 年 5 月底,保险公司总资产 3.62 万亿元。保险公司资金运用余额 3.3 万亿元,其中银行存款占比 31.90%,股票和基金占比 15%,债券占比约 53%。按照 20%的权益投资比例上限计,保险机构潜在的可投入资金量为 1650 亿。

图 1、保险机构 2007 年末以来资产总额变动情况（单位：万亿元）



数据来源：保监会 数据整理：联合证券研究所。

1.3 券商集合理财规模及资本金规模

1.3.1 券商集合理财规模——59 亿元

2009 年一季度共有 41 支券商集合理财产品披露了详细的资产配置数据，资产净值合计为 433 亿元，其中股票投资市值为 153 亿元，平均股票仓位为 35%。

券商集合理财产品可投资于股市的资金比例变动灵活，我们以 95% 作为股票型集合理财产品投资比例上限，80% 作为混合型集合理财产品投资股票上限，20% 作为债券型集合理财产品投资股票上限，按照已公布的最新一期资产配置数据估算，券商集合理财产品的潜在资金供给为 59 亿元。

表 3、券商集合理财产品规模明细及潜在资金供给估算

名称	截至日期	资产净值(亿元)	股票占净值比(%)	基金占净值比(%)	潜在资金供给(亿元)	投资类型	管理人
长江超越理财 2 号	20090331	6.07	0.16	66.26	1.73	FOF	长江证券
东海东风 2 号	20090312	5.60	7.43	22.11	3.67	FOF	东海证券
光大阳光 2 号	20090331	20.33	0.00	94.92	0.02	FOF	光大证券
广发增强型基金优选 4 号	20090331	10.57	34.47	21.84	4.09	FOF	广发证券
国泰君安君得益优选基金	20090331	19.68	0.00	89.12	1.16	FOF	国泰君安
国信金理财经典组合	20090331	9.81	16.88	73.60	0.44	FOF	国信证券
国元黄山 2 号	20090331	6.38	0.00	95.94	0.00	FOF	国元证券
海通金中金	20090331	2.94	0.00	87.68	0.21	FOF	海通证券
华泰紫金 2 号	20090331	20.34	1.77	66.34	5.47	FOF	华泰证券
南京神州 1 号	20090331	6.58	27.30	60.14	0.50	FOF	南京证券
招商基金宝二期	20090331	17.18	0.02	72.90	3.79	FOF	招商证券
国信金理财价值增长	20090331	16.36	92.08	0.00	0.48	股票型	国信证券
上海证券理财 1 号	20090331	2.05	24.71	11.80	1.20	股票型	上海证券
中金大中华股票配置	20090331	2.30	49.20	0.00	1.06	股票型	中金公司
中金股票精选	20090331	17.61	74.21	3.68	3.01	股票型	中金公司
长江超越理财 3 号	20090331	2.86	43.80	0.00	1.04	混合型	长江证券
东方红 2 号	20090331	6.68	14.16	6.71	3.95	混合型	东方证券

东方红 3 号	20090331	23.05	70.82	2.54	1.53	混合型	东方证券
光大阳光	20090331	16.33	70.94	2.71	1.04	混合型	光大证券
光大阳光 3 号	20090331	14.15	63.76	17.63	0.00	混合型	光大证券
广发理财 3 号	20090331	20.66	74.74	3.68	0.33	混合型	广发证券
国信金理财 4 号	20090331	7.71	67.11	27.04	0.00	混合型	国信证券
华泰紫金 3 号	20090331	16.44	61.00	18.23	0.13	混合型	华泰证券
华泰紫金鼎步步为盈	20090331	8.97	2.72	52.94	2.18	混合型	华泰证券
华泰紫金鼎造福桑梓	20090331	1.80	56.59	10.00	0.24	混合型	华泰证券
平安年年红 1 号	20090331	2.35	42.34	26.94	0.25	混合型	平安证券
申银万国 1 号	20090331	8.54	58.22	0.00	1.86	混合型	申银万国
中投汇盈核心优选	20090331	4.47	59.27	0.00	0.93	混合型	中国建银
中信股债双赢	20090331	19.35	83.44	6.60	0.00	混合型	中信证券
中信理财 2 号	20090331	26.76	70.69	5.24	1.09	混合型	中信证券
中银国际中国红 1 号	20090331	2.66	1.48	20.33	1.55	混合型	中银国际
长江超越理财增强债券	20090331	1.66	13.08	6.01	0.12	债券型	长江证券
东海东风 1 号	20090614	0.97	0.00	56.48	0.19	债券型	东海证券
光大阳光 5 号	20090331	12.94	2.16	24.36	2.31	债券型	光大证券
国都 1 号安心受益	20090321	4.47	0.21	59.55	0.88	债券型	国都证券
国元黄山 1 号	20090408	5.45	7.22	88.96	0.70	债券型	国元证券
海通季季红	20090331	4.67	0.00	37.72	0.93	债券型	海通证券
华泰紫金 1 号	20090331	4.96	3.25	36.35	0.83	债券型	华泰证券
平安年年红债券宝	20090331	1.59	0.00	0.00	0.32	债券型	平安证券
中金短期债券	20081231	7.66	0.13	44.39	1.52	债券型	中金公司
中信债券优化	20090331	42.48	0.00	68.30	8.50	债券型	中信证券
总计					59.24		

数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所 统计截止日: 2009 年 6 月 30 日

1.3.2 券商资本金统计——2598 亿元

根据中国证券协会的最近公布的统计数据, 截止 2008 年年报, 107 家证券公司的总资产规模为 1.2 万亿元、净资产为 3585 亿元、净资本为 2887 亿元, 受托管资金总额为 919 亿元。

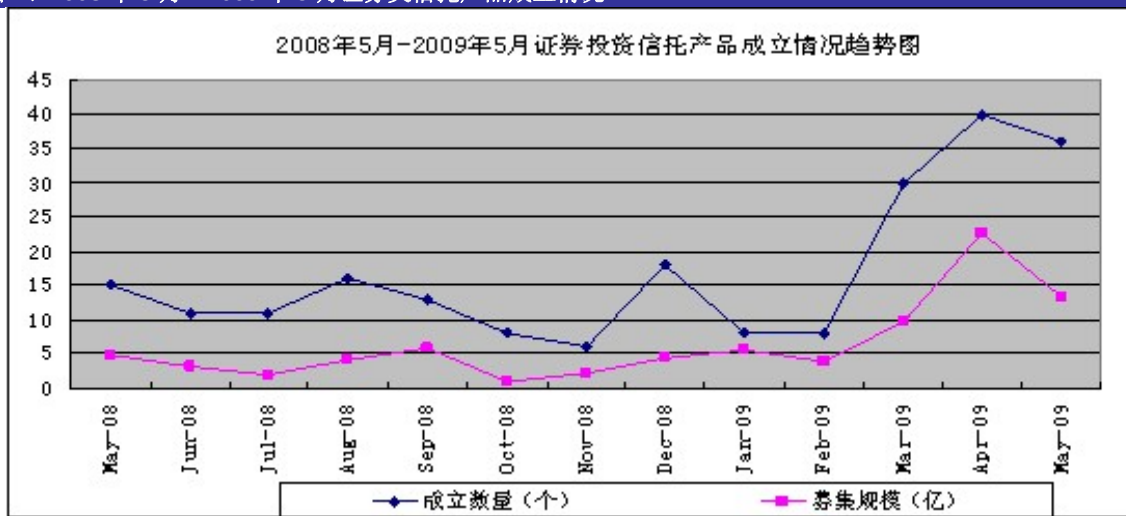
证券公司可入市资金按照净资本 100% 的上限估计, 资金规模为 2887 亿元。从目前披露的几家券商年报来看, 各证券公司的持仓比例普遍不高, 平均只有 10% 左右, 以此比例测算, 券商资本金潜在的可投入资金约为 2598 亿元。

1.4 证券投资信托——300 亿元

截至 2009 年 6 月 30 日, 已投入运作和正在募集的证券投资信托产品总计 721 支, 其中 352 支有规模数据透露, 这部分信托产品实际募集规模 351 亿, 估计证券信托产品的总规模在 700 亿元左右。

根据最近两个月证券投资信托产品的净值表现与上证指数的比较, 推测证券投资信托产品整体股票仓位偏低, 预计不超过五成, 若按照 95% 股票配置上限测算, 有 300 亿左右的潜在资金供给。

图 2、2008 年 5 月—2009 年 5 月证券类信托产品成立情况



数据来源：普益财富 数据整理：联合证券研究所

1.5 QFII 资金规模——371 亿元

截止到 2009 年 6 月底，获批 QFII 共计 83 家，其中有 53 家已有额度记录。根据 Wind 资讯的统计，53 家 QFII 的总额度为 106.7 亿美元，经过汇率调整(按 1 美元=6.81 人民币计)，QFII 额度为 727 亿人民币。

统计数据显示，2009 年一季度末 40 家 QFII 持股总市值为 264 亿元人民币，QFII 平均仓位为 44%，潜在入市资金余额为 371 亿元。

表 4、部分 QFII 机构持股情况 (亿)

QFII 机构	英文名	资格获准日	最新额度	持股
巴克莱银行有限公司	BARCLAYS BANK PLC	20040915	0.75	0.63
比尔及梅林达—盖茨基金会	BILL & MELINDA GATES FOUNDATION	20040719	1	4.91
大华银行有限公司	UNITED OVERSEAS BANK LIMITED	20060805	0.5	0.07
淡马锡富敦投资有限公司	TEMASEK FULLERTON ALPHA PTE LTD	20051115	1	0.15
德意志银行股份有限公司	DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT	20030730	4	1.57
东方汇理银行	CALYON S.A.	20041015	0.75	1.31
法国爱德蒙得洛希尔银行	LA COMPAGNIE FINANCIERE EDMOND DE ROTHSCHILD BANQUE	20060410	1	1.80
法国巴黎银行	BNP PARIBAS	20040929	2	1.13
富通银行	FORTIS BANK SA/NV	20040929	5	4.08
高盛公司	GOLDMAN, SACHS & CO	20030704	3	1.93
高盛国际资产管理公司	GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL	20050509	2	0.34
哥伦比亚大学	COLUMBIA UNIVERSITY	20080312	1	0.42
荷兰商业银行	ING BANK N.V.	20030910	3.5	2.37
荷兰银行有限公司	ABN AMRO BANK N.V.	20040902	1.75	0.73
恒生银行有限公司	HANG SENG BANK LIMITED	20040510	1	147.55
花旗环球金融有限公司	CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED	20030605	5.5	0.77
加拿大鲍尔公司	POWER CORPORATION OF CANADA	20041015	0.5	0.18
加拿大丰业银行	THE BANK OF NOVA SCOTIA	20060410	1.5	0.78

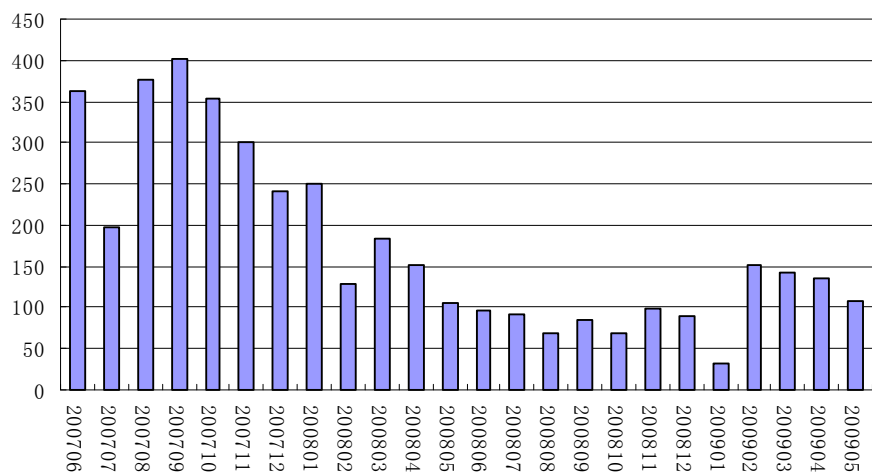
景顺资产管理有限公司	INVESTCO ASSET MANAGEMENT LIMITED	20040804	2.5	1.61
雷曼兄弟国际公司(欧洲)	LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE)	20040706	2	1.06
马丁可利投资管理有限公司	MARTIN CURRIE INVESTMENT MANAGEMENT LTD	20051025	1.2	9.85
美林国际	MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	20040430	3	1.46

数据来源：联合证券研究所。

1.6 散户资金规模——8622 亿元

根据中登公司的最新统计数据，2009 年 4 月份 A 股新增个人开户数为 135 万户，继续维持在高位，从下图中可以看到，2009 年 2 月份以来 A 股新增个人开户数目有非常明显的增长。

图 3、A 股月度新增个人开户数目（单位：万个）



数据来源：联合证券研究所。

根据 6 月前三周 A 股开户数来看，6 月新增 A 股开户数会与四月相当。

由于各家券商的客户资产规模以及持仓比例属于非公开信息，我们只能参照本公司的客户资产规模以及所占市场份额进行估算。根据我们的测算结果，当前的散户资金规模约为 4.79 万亿，股票持仓比例约为 82%，按照最高持仓比例 100% 计算，潜在的入市资金规模为 8622 亿元。

2.2. 股票供给情况

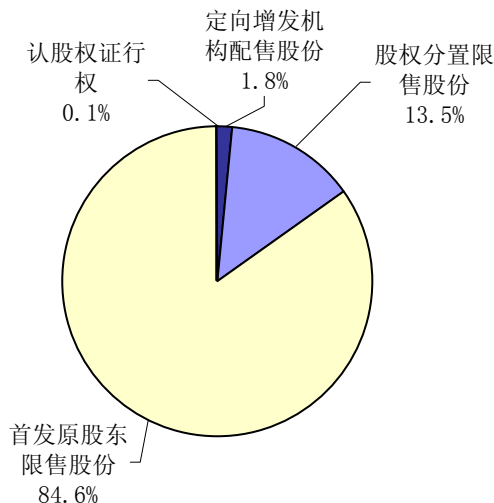
2.1 三季度解禁数据——12639 亿元

三季度 A 股市场共有 2269 亿股各类限售股解禁，按照 6 月底的市价计算，市值合计约 13669 亿元，其中绝大部分都是首发原股东限售股份，占到全部解禁股份的 85%，这部分股票多属于国有性质，减持可能性偏低。

考虑到近期发布的《境内证券市场转持部分国有股充实社保基金实施办法》的规定：股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市

的含国有股的股份有限公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的 10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有。因此首发原股东限售股份需要打个九折，三季度真实的解禁股规模为 2077 亿股，市值约 12639 亿元。

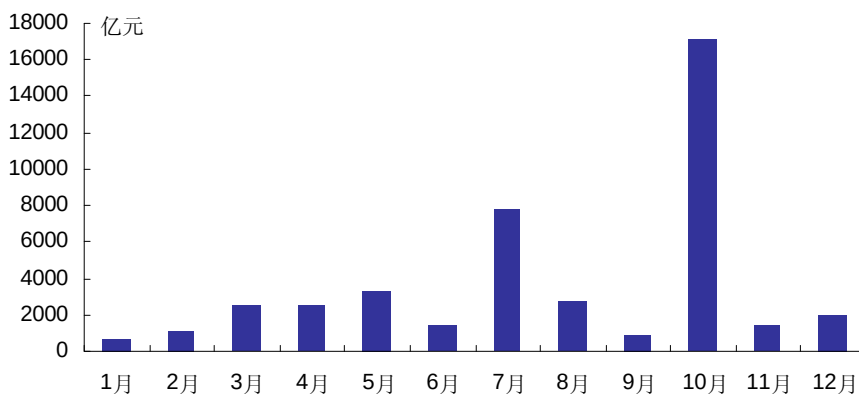
图 4、2009 年三季度解禁股类型分析



数据来源：联合证券研究所整理

按解禁的时间序列分析，2009 年三季度解禁股的规模要高于二季度，但是明显小于四季度。

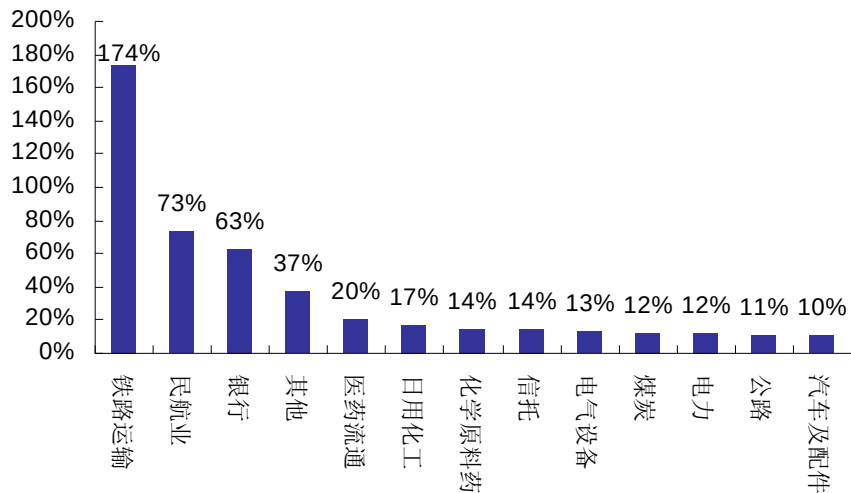
图 5、2009 年限售股解禁时间序列分析



数据来源：联合证券研究所整理

从解禁市值与行业流通市值的比例可以作为观察行业限售股解禁冲击的一项指标，依照此指标计算，三季度受解禁股冲击最大的行业为铁路运输、民航以及银行业，受冲击最小的行业为生物制品、有色以及计算机行业。

图 6、2009 年三季度解禁股冲击行业分析



数据来源：联合证券研究所整理

2.2 已解禁但尚未减持——约 1 万亿

依照中登公司最新披露的 5 月份数据，沪深两市累计产生限售股 4732.6 亿股，其中已经解禁的 2128.1 亿股，仍有 2592.9 亿股限售股尚未解禁；累计减持的已解禁限售股份为 334.5 亿股，占已解禁限售股的 15.7%。按照 2009 年 6 月 30 日的市价粗略估算，已经解禁但尚未减持的股票市值在 1 万亿左右。

表 5、2009 年 2 月披露限售股解禁数据（亿股）

	上海市场			深圳市场			沪深合计		
	大非	小非	合计	大非	小非	合计	大非	小非	合计
累计产生股改限售股份数量	2,945.1	532.1	3,477.2	1,021.2	234.2	1,255.4	3,966.3	766.3	4,733
未解禁股改限售股份存量	1745.2	103.7	1848.9	649.6	94.3	743.9	2,394.8	198.1	2,593
当月解禁数量	192.9	14.69	207.6	34.9	4.15	39.00	227.8	18.83	246.6
累计解禁数量	1188.3	428.4	1616.7	371.6	139.9	511.5	1,559.9	568.2	2,128
累计解禁占比 %	40.4%	80.5%	46.5%	36.4%	59.7%	40.7%	39.3%	74.2%	45.0%
当月减持数量	2.58	3.75	6.33	2.27	1.94	4.21	4.85	5.69	10.54
累计减持数量	68.6	152.4	220.9	41.4	72.2	113.6	110.0	224.5	334.5
累计减持占比	5.77%	35.6%	13.7%	11.1%	51.6%	22.2%	7.1%	39.5%	15.7%

数据来源：联合证券研究所整理

我们根据中登公司披露的“累计减持占已解禁限售股的 15.7%”，再结合限售股解禁进程所处的宏观环境，最悲观预计三季度已解禁股中减持占比也不会超过 30%，按 6 月底的市价粗算下来也不会超过 7000 亿元。

2.3 创业板上市发行——300 亿元

5 月 14 日，《证券发行上市保荐业务管理办法》和《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》正式发布，标志着创业板主要配套制度文件已基本完备。

从目前的准备情况看，从创业板细则出台，到上市公司在创业板挂牌上市，中间尚有一段路程要走，初步估计创业板会在八月份左右推出。

从资金供求方面来分析，创业板企业的平均首发融资额预计在 1 亿元到 2 亿元之间，而在推出初期，其融资规模可能更小。假定今年上市创业板的公司能够有 150 家，总的融资规模也不超过 300 亿元，相比于全部 A 股目前 7.7 万亿的流通市值而言创业板上市发行并不会对市场资金供求带来实质上的冲击。

2.4 主板重启 IPO——722 亿元

我们认为主板重启 IPO 对市场的影响日渐式微：首先，IPO 重启可能给市场带来冲击的预期从 5 月末到现在得到了很好的消化；其次，IPO 作为一个负向因素并没有赢得表现的时间，相反，随着经济复苏的意识深入人心，民间资本、海外资本的风险偏好增强正逐渐取代上半年自上而下释放的流动性，成为一种自下而上的对流动性的补充；再次，本次发行制度改革能够有效抑制资金在一二级市场间大规模的流动从而维护股市的稳定。短期来看，拟上市的 32 家已过会企业，其 722 亿左右的拟募集资金总量对当前的市场影响不大。

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。