

南天信息

000948

增持/ 首次评级

股 价	2010-01-24
RMB15.16	

基础数据

总股本（百万股）	211
流通 A 股（百万股）	136
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2068

财务数据

市净率 (X)	2.95
TRACING P/E (X)*	35.48
EPS（元）	0.22
股息率（%）	1.45

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师

龚浩

021-50106003

Gonghao@lhqz.com

张熙

021-50106026

zhangxi@lhqz.com

2010 年迎来快速增长

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1917.8	1045.8	1885	2773	3353
(+/-%)	15.1	-16.6	-1.7	47.1	20.9
归属母公司净利润(百万元)	102.0	47.0	73.0	126.5	170.8
(+/-%)	211.3	-20.3	-28.4	73.2	35.1
EPS(元)	0.48	0.22	0.35	0.60	0.81
P/E(倍)	31.3	67.9	43.3	25.3	18.7

■ 南天信息横跨电子信息与医药两个行业。其中在电子信息行业公司从事软件开发与集成、金融专用设备以及 IT 服务等业务。2008 年来自这两个领域的收入分别为 12.6 亿、6.5 亿元。

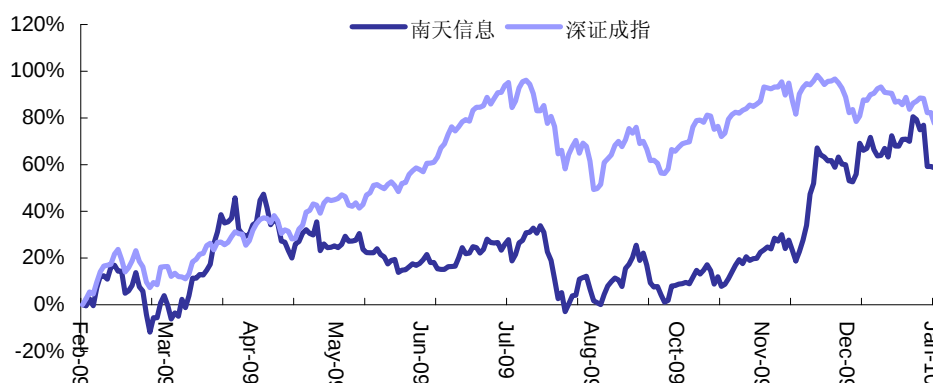
■ 公司实际控制人为云南省工业投资控股集团有限公司，我们推测工投集团有可能以南天信息为平台，着力整合相关云南省内的电子信息产业和医药产业。将来围绕上述两行业可能会有进一步的整合动作。

■ 2010 年公司硬件业务将恢复高速增长，支持移动支付的 POS 机将成为主要的推动力。软件及系统集成增长平稳。IT 服务业务是公司下一步发展的重点，预计未来服务收入占比将持续提升，公司盈利能力进一步优化。收购云南植物药公司进一步充实了公司医药业务，粗略估计收购对公司 2010 年业绩增厚在 0.06 元左右。

■ 公司的核心竞争力在于客户关系。以硬件产品切入银行市场，在建立良好客户关系基础上不断引入新的产品线，业务内容也由单纯的卖硬件设备扩大到软件定制、系统集成、IT 设备运维以及业务流程外包，盈利能力不断得到提升。

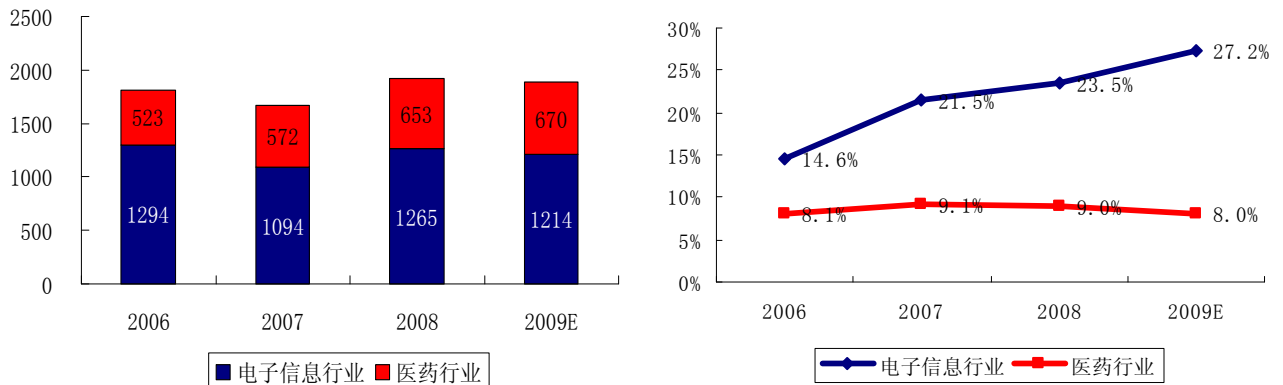
■ 预计公司 2009—2011 年的收入分别为 18.9 亿、27.7 亿和 33.5 亿，同比增长-1.72%、47.11%和 20.92%，净利润为 7300 万、1.27 亿和 1.71 亿元，对应每股收益分别为 0.35、0.6 和 0.81 元。结合 DCF 模型及行业可比公司估值水平，我们认为公司合理价值在 20—22 元，首次给予“增持”评级。

最近 52 周股价表现



南天信息横跨电子信息与医药两个行业。其中在电子信息行业公司从事软件开发与集成、金融专业设备以及 IT 服务等业务。2008 年来自这两个领域的收入分别为 12.6 亿、6.5 亿元（见图 1）。

图 1 南天信息分业务收入及毛利率情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

在 07 年度报告中，南天信息谈及公司未来发展战略，提出在电子信息行业“努力成为中国实力最强的行业信息化解决方案及服务的提供商”¹。同时，充分利用云南的医药资源，将控股子公司——云南医药建设成为产供销一体化的综合性医药企业。

2009 年 6 月 4 日，云南医药以 1.2 亿元的价格取得云南植物药公司 100% 的股权。云南植物药公司以植物原料药的提取和制剂生产经营为主业，目前已开发了一系列植物原料药及制剂产品，包括原料药、中药制剂和化学药制剂在内的 121 个药品生产批文，其中云南红药胶囊、灯盏花颗粒是国家中药保护品种。公司 08 年及 09H1 相关财务指标如表 1 所示。

表 1 云南植物药公司财务数据（单位：百万元）

	2009H1	2008
主营业务收入	34.01	62.27
营业利润	3.65	7.62
利润总额	5.74	7.60
净利润	4.88	6.55

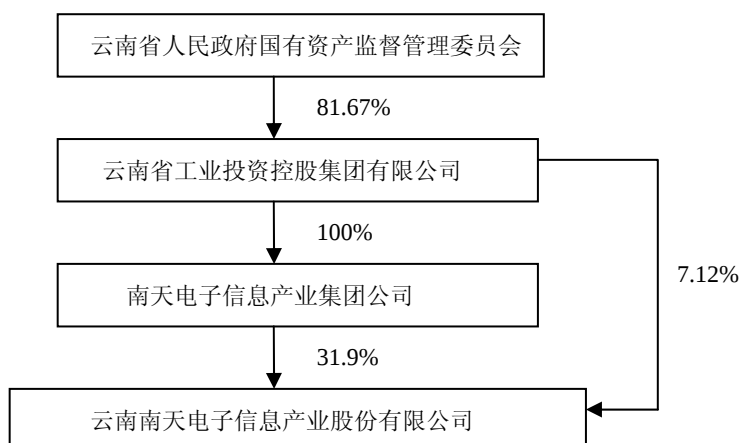
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司的大股东为南天电子信息产业集团公司，共持有公司 31.9% 的股份。09 年 11 月，南天信息发布公告称公司第二大股东国资公司通过国有股行政变更将其所持的 7.12% 股权变更为云南省工业投资控股集团有限公司（下称“工投集团”）持有。此外，工投集团还全资持有公司大股东南天信息产业集团，因此是公司的实际控制人（见图 2）。

工投集团的战略定位是成为云南省资源配置和战略性调整的龙头，引导全省工业经济实现产业结构优化和升级，实现国有资产的保值增值。高新技术产业和医药产业是工投集团重点经营的领域，此番南天信息股权变更及对云南植物药公司的收购，我们推测工投集团有可能以南天信息为平台，着力整合相关云南省内的电子信息产业和医药产业。将来围绕上述两行业可能会有进一步的整合动作。

¹ 2007 年公司年报第 35 页，第 5、6 段。

图 2 南天信息分股权结构图



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司主营业务

公司主营业务包括电子信息与医药两大行业，其中电子信息行业又包括软件、硬件和服务业务（见表 2）。

表 2 分业务收入情况（单位：百万元）

分行业	分业务	2007		2008		2009E	
		收入	增速	收入	增速	收入	增速
电子信息行业	应用软件及系统集成	557	11.7%	603	8.3%	578	-4.1%
	自主开发、生产金融专业设备	488	-28.5%	590	20.9%	559	-5.2%
	服务及其他	50	-56.4%	72	45.4%	77	6.5%
医药行业	医药产品	572	9.3%	653	14.2%	670	2.6%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2010 年硬件业务迎来高速增长期

硬件业务主要包括 PR 系列存折打印机、银行自助服务终端（BST）、自动取款机（ATM）、销售点终端（POS 机）、磁条读写器、密码键盘产品（BP）和地铁检票设备（AFC）等。

整体而言 09 年公司硬件业务的收入呈现前低后高态势。09 半年报数据显示，上半年公司硬件收入仅为 1.24 亿元同比减少 41.2%。下半年销售情况出现好转，预计这种上升的态势将持续到 2010 年。

公司 PR 存折打印机的市场占有率稳定在 60%--70%，09 上半年宏观经济的低迷使得该业务受到较大冲击，但下半年该业务销售收入迅速攀升，12 月更是创下了公司历史上单月销售的最高纪录。PR 打印机的生命周期在 5 年左右，目前国内存折打印机的保有量在 60 万台左右，粗略估计每年国内的更新需求在 8—10 万台，再加上农信社、农商行以及中小银行的新增需求，存折打印机每年的市场需求应在 12—15 万台。广阔的市场空间给公司带来机遇，2010 年存款打印机业务有望实现 20% 的增长。

在银行自助服务终端市场，公司占据 40%--45% 的市场份额。08 年由于奥运会的

缘故，订单出现大幅增长，一部分原本 09 年的需求也提前到 08 年释放。09 年 BST 市场整体出现萎缩，公司来自此领域的收入也出现下降，但市场份额仍保持稳定，毛利率也维持在原有水平。2010 年，BST 市场有望重拾升势，预计公司 BST 业务将出现 15%--20% 的增长。

ATM 机 09 年出货量增长较为稳定，由于前期基数较小，近两年该项目都保持每年翻番的速度增长。银联力主的 EMV 迁移²或给公司带来新的机遇，目前市场上绝大多数 ATM 并不能读取 IC 银行卡，如果全部更换，将给市场带来巨大的想象空间。但公司进入该市场较晚，历史积累较为薄弱，竞争优势不明显。2010 年工作重点仍是开拓新客户，如果公司能够成功拿下一家大银行客户，2010 年 ATM 翻倍增长有望继续维持。

BP 系列产品（包括磁条读写器、密码键盘）的技术壁垒较低，行业内公司众多，竞争激烈，与其他产品相比毛利率水平较低。公司产品的市场占有率维持在 30%--35%。我们预计未来该市场集中度将逐步提高，行业内规模较大、客户关系维护较好的公司将赢得先机。

除传统硬件产品之外，公司有望在地铁检票设备（AFC）以及具有移动支付概念的 POS 设备上取得突破。

地铁检票设备虽然在整体轨道交通建设投资中的占比较小，但具有一定的技术门槛，毛利率极高，目前国内 AFC 市场基本为国外厂商所垄断。由于该行业对设备供应商的技术要求较高，而技术研发并非公司的强项，因此目前南天信息主要采取的策略是与国外大厂商合作，由外商主导，发挥自身长于硬件加工、制造的特点，参与到 AFC 的市场中来。随着全国轨道交通建设逐步提速，公司有望从中分得一杯羹。我们预计 2010 年公司有望拿下 2—3 条轨道 AFC 的订单。

具有移动支付概念的 POS 机是明年公司增长的亮点。运营商就具体采用何种技术标准仍有争论，但先期的试点、选型已经开始，2010 年运营商将进一步加大推广力度，行业趋势已经愈发明朗。09 年中移动进行了第一次选型招标，公司作为入选的三家公司之一，已经少量出货，2010 年中移动将进行再次招标，联通、电信的移动支付方案也已进入实施阶段。我们粗略估计，每年仅中国移动的 POS 机采购量就在 50—60 万台，市场容量在 10 亿元以上。我们预计 POS 机将成为公司明年业绩加速增长的重要推动力量。

软件及系统集成业务保持稳定

软件和系统集成业务的研发、实施力量主要集中在北京。近几年该业务保持稳定增长的态势，09 年受大环境影响出现小幅下滑，预计收入同比下降 4% 左右。2010 年软件与系统集成业务将重拾增长，公司已经取得思科中国区金牌代理资格，与 IBM 的合作也将进一步深化。预计 2010 年该业务收入增速将重回 10% 的水平。

² EMV 规范是由 Europay、Mastercard、Visa 三大国际信用卡组织联合制定的金融集成电路（IC）卡金融支付标准，其目的是为金融 IC 卡、金融终端、支付系统以及金融机构建立一个统一的标准平台。EMV 迁移则是指银行卡由磁条卡向集成电路（IC）卡转移，利用安全性更高的智能 IC 卡来代替磁卡，以有效防范诸如制作和使用假信用卡、信用卡欺诈、跨国金融诈骗等各种高科技手段的金融犯罪。来源：新浪网
http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/20050826/15231920445.shtml，
 最后访问 2010 年 1 月 24 日 10:28。

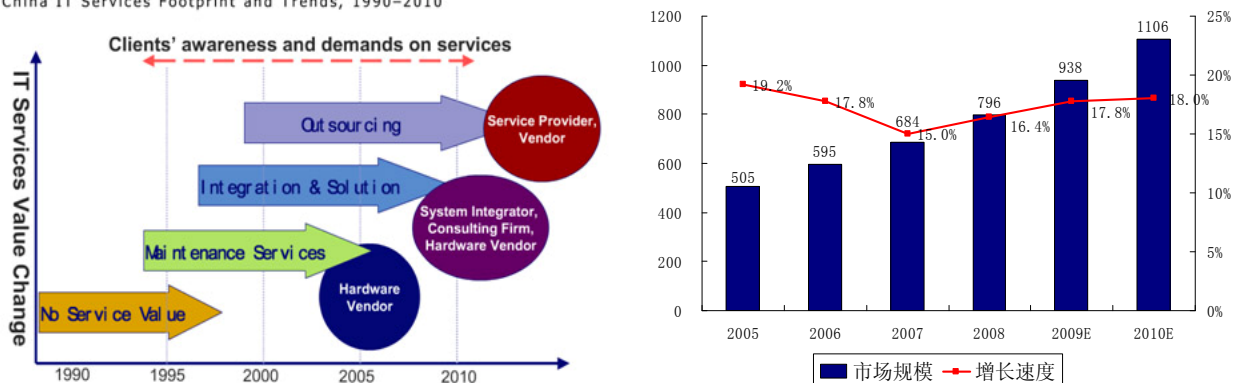
IT 服务是大势所趋

IT 服务是公司未来重点经营的领域，在 07 年报中，公司明确提出公司长期目标是“成为为行业客户提供全方位的信息技术与业务流程外包服务的提供商”。在之前的报告中，我们将 IT 服务分为三个级别：运维服务、专业服务和解决方案³。目前公司主要提供的 IT 服务主要集中在较低级的运维和专业服务，前者典型的例子是公司与银行签订的 ATM 运营维护服务；银行软件外包服务则属于专业服务。

IT 服务是大势所趋（如图 3），金融行业是推广应用的主要领域，公司向 IT 服务转型占据天时地利。

图 3 中国 IT 服务市场的发展阶段及市场空间（单位：亿元，%）

China IT Services Footprint and Trends, 1990-2010



数据来源：IDG、Gartner 2009

2008 年公司服务业务出现大幅增长，原因是奥运会期间银行对设备运维提出了特别的要求，使公司当年受益的同时却透支了 09 年的增长空间，我们预测 09 年公司的服务业务增幅可能维持在 10% 以下。2010 年，服务业务将回到快速增长的轨道，我们推测其背后推动力主要有两个：一是随着客户对运维服务业务模式逐步熟悉和对南天服务能力的逐步认可，公司 IT 设备运维业务将出现高速增长；其次是来自银行软件外包、业务流程外包的订单将快速增长，南天目前已有一支几百人的团队专门从事外包业务，我们预计 2010 年公司 IT 服务收入增速将恢复到 15% 的水平，2011 年则有望达到 40% 的增长速度。

IT 服务将为公司带来稳定的现金流，增强公司在恶略经济环境下的生存能力，同时高端的 IT 服务具有相当可观的毛利率水平，这将有效改善公司盈利能力，有力提升公司估值。

医药业务进一步充实

公司医药业务占比稳定在 35% 左右，毛利率则保持在 9% 的水平，毛利率较低的原因一方面是由于公司药物产品大多属于普药，另一方面公司主要关注于药品流通流域，因此造成该业务毛利率较低。

09 年对植物药公司的收购进一步充实了公司医药业务。粗略估计收购植物药公司对公司 2010 年业绩增厚在 0.06 元左右。我们推测在云南工投集团的主导下，2010 年医药领域将会有进一步整合的动作。

³ 见 2010 年 1 月 7 日报告《公司研究-华胜天成（600410）100106：IT 服务市场前景广阔》

对公司业务模式的探讨

公司以经营金融硬件产品起家，随后不断扩大经营范围，逐步涉及软件、系统集成和 IT 服务业务。我们将南天信息与行业内两类公司作比较，一类是软件公司：用友软件、远光软件；另一类是系统集成公司：华胜天成和东华软件。我们发现，与这两类公司相比，南天信息有着鲜明的特性（见表 3）。

表 3 行业公司营业成本率、营业费用率及管理费用率比较（单位：%）

名称	06			07			08			09H1		
	营业成本	营业费用	管理费用	营业成本	营业费用	管理费用	营业成本	营业费用	管理费用	营业成本	营业费用	管理费用
南天信息	87.3	5.65	6.32	82.8	5.73	7.48	81.5	5.59	7.31	79.8	8.52	9.94
用友软件	9.94	47.67	34.44	11.11	44.71	32.49	12.3	45.14	32.78	15.47	46.37	34.37
远光软件	24.78	17.94	26.06	21.17	18.49	32.42	21.47	16.04	30.93	20.61	20.42	33
东华软件	80.47	3.59	3.17	78.79	3.1	5.58	74.65	3.1	5.87	75.61	3.85	7.51
华胜天成	79.6	7.46	2.82	79.68	9.23	2.71	78.97	8.62	2.18	81.93	7.79	2.38

资料来源：天软、华泰联合证券研究所

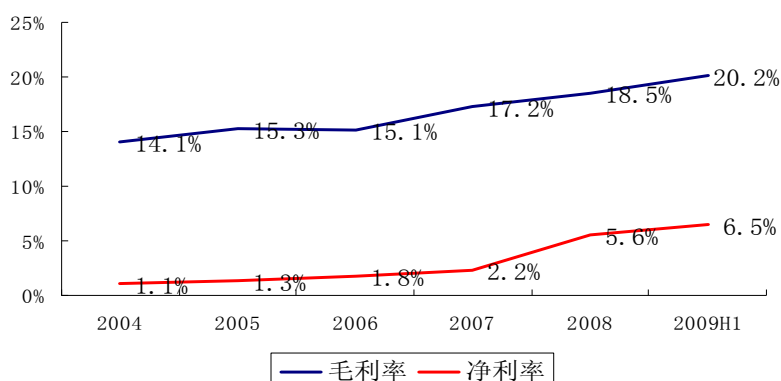
公司营业成本较高，毛利率水平基本维持在 20% 以下，甚至略高于华胜天成、东华软件等系统集成公司，这与公司所经营的硬件业务有关。南天信息主打硬件产品的核心部件基本依赖于国外厂商，例如公司的 PR2 打印机组源于意大利产品，ATM 机芯和出钞模块也依赖于其他厂商。从这个意义上来讲，公司硬件业务更像是设备加工、制造业，因此毛利率水平也较低。

营业费用率与公司的业务模式紧密相关。一般而言，系统集成商的硬件业务所涉及金额较高，营业费用率显著低于软件公司；面向特定行业、采用直销方式销售的厂商有较低的营业费用率。南天信息有相当份额的硬件业务，再加上主要面向金融行业，直销的经营模式使得其销售费用率较低，公司近三年一期的营业费用率保持在 8.5% 以下。

由于研发开支归结于管理费用的缘故，软件公司的管理费用率显著高于系统集成商。南天信息的管理费用大大低于软件公司，这反映出公司的业务模式与系统集成商较为接近，同时反映出公司自主科研能力还有待进一步提高。

我们注意到一个趋势，自 04 年以来公司盈利能力逐步提高，毛利率、净利率水平稳步攀升（见图 4），09 上半年公司毛利率达到 20.2%，净利率 6.5%。

图 4 公司毛利率、净利率水平（单位：%）



数据来源：天软、华泰联合证券研究所

我们认为具有较高毛利水平的新硬件产品不断引入以及服务业务比重的不断提高，是公司盈利能力持续改善的主要原因。

PR 打印机是公司的成熟产品，经过多年的市场竞争，毛利率已稳定在底部。但公司通过这款产品建立了银行的客户关系，并适时引进 BST、ATM 等毛利较高的新产品，进一步丰富了产品线，也提高了整体盈利能力。随着城市轨道交通的兴起，公司又引进了 AFC 设备，由于有较高技术壁垒，该产品毛利率更高。2010 年移动支付成为移动运营商的重点经营的领域，公司的 POS 机在移动初次选型中占据有利地位，该产品将在 2010 年成为公司新的增长点。

IT 服务比重的不断攀升是公司盈利能力改善的另一原因。服务业务收入占比由 07 年的 3% 上升至 09H1 的 4.1%，该业务毛利率在 40%--60% 之间波动，但仍远高于其他业务，未来服务业务将持续高速增长，收入占比将进一步提升。

公司的核心竞争力在于客户关系。以硬件产品切入银行市场，在建立良好客户关系基础上不断引入新的产品线，业务内容也由单纯的卖硬件设备扩大到软件定制、系统集成、IT 设备运维以及业务流程外包，盈利能力不断得到提升。因此怎样围绕客户挖掘更有潜力的应用和服务，在满足客户需求的基础上引导客户尝试新的业务，进一步丰富公司产品线，提高盈利能力，是公司成长的关键。

盈利预测与估值

由于各大运营商加大了移动支付推广力度，公司的 POS 机业务将直接受益，我们预计 2010 年公司硬件业务将出现 120% 的高速增长；软件及系统集成业务保持稳步增长；服务业务继续回暖，2010 年增长率将达 15%；药品业务由于收购了云南植物药公司，增长将维持在 22% 的高位。

新产品、新业务的引入将进一步提高公司的盈利能力，我们预计毛利率将由 09 年的 20.4% 提高到 10 年的 22.3%。公司管理费用率将提高至 9% 以上，销售费用率在 7.2%。

公司 2009—2011 年的收入分别为 18.9 亿、27.7 亿和 33.5 亿，同比增长 -1.72%、47.11% 和 20.92%，净利润为 7300 万、1.27 亿和 1.71 亿元，对应每股收益分别为 0.35、0.6 和 0.81 元。

我们用现金流贴现模型对公司价值进行估计，关键假设见表 4，模型显示，公司每股价值约为 20.71 元，对应 10 年的市盈率约为 34.5 倍。较高的市盈率源自较高的增长速度和持续改善的盈利能力。

表 4 DCF 估值核心假设（单位：%、百万元）

2009-2018 收入年均复合增长	15.2%
2009-2018 平均 EBIT/Sales	6.74%
所得税率	10%
2009-2018 资本开支合计	882.3
WACC	10.68%
永续增长率	3%

资料来源：华泰联合证券研究所

表 5 将行业内主要公司估值做一横向对比，可以看出南天信息 2010 年 25 倍市盈

率处于行业低位。结合 DCF 估值，我们认为公司合理价值在 20—22 元，首次给予“增持”评级。

表 5 信息服务板块重点关注公司估值（单位：元）

	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE
南天信息	0.60	0.81	25.3	18.7
用友软件	0.62	0.83	43.8	32.7
恒生电子	0.55	0.67	39.2	32.2
川大智胜	0.92	1.34	43.0	29.6
东软集团	0.92	1.22	40.8	30.7
华胜天成	0.52	0.71	34.8	25.5
东华软件	0.92	1.15	28.0	22.4

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1605	1443	2047	1992
现金	819	660	860	704
应收账款	305	313	488	544
其它应收款	19	23	35	43
预付账款	45	57	81	94
存货	406	380	569	591
其他	10	9	14	17
非流动资产	495	521	510	623
长期投资	115	98	107	103
固定资产	254	321	310	450
无形资产	82	76	71	51
其他	43	25	23	20
资产总计	2099	1964	2557	2615
流动负债	936	765	1244	1157
短期借款	397	339	388	503
应付账款	359	218	627	364
其他	180	208	229	289
非流动负债	18	12	10	8
长期借款	8	8	8	8
其他	10	4	2	-0
负债合计	954	777	1254	1165
少数股东权益	70	79	95	117
股本	211	211	211	211
资本公积	674	674	674	674
留存收益	196	222	323	449
归属母公司股东权益	1075	1107	1208	1333
负债和股东权益	2099	1964	2557	2615

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	102	-30	186	-72
净利润	107	82	142	192
折旧摊销	19	23	22	42
财务费用	33	17	17	22
投资损失	-13	-42	-20	-25
营运资金变动	-10	-112	12	-307
其它	-35	1	12	3
投资活动现金流	102	-13	8	-131
资本支出	64	87	3	159
长期投资	-39	-33	8	-4
其他	127	40	19	25
筹资活动现金流	442	-455	-382	-385
短期借款	35	-57	49	115
长期借款	-18	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	426	0	0	0
其他	-51	-397	-431	-500
现金净增加额	450	-498	-189	-588

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1918	1885	2773	3353
营业成本	1562	1500	2155	2577
营业税金及附加	13	15	25	30
营业费用	107	137	197	241
管理费用	140	175	252	305
财务费用	33	17	17	22
资产减值损失	11	4	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	13	42	20	25
营业利润	65	78	141	195
营业外收入	57	15	18	20
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	119	91	158	214
所得税	12	9	16	21
净利润	107	82	142	192
少数股东损益	5	9	16	21
归属于母公司净利润	102	73.0	126.5	170.8
EBITDA	117	119	181	259
EPS (元)	0.48	0.35	0.60	0.81

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	15.1%	-1.7%	47.1%	20.9%
营业利润	78.1%	21.3%	80.3%	37.9%
净利润	211.3%	-28.4%	73.2%	35.1%
获利能力				
毛利率	18.5%	20.4%	22.3%	23.1%
净利率	5.3%	3.9%	4.6%	5.1%
ROE	9.5%	6.6%	10.5%	12.8%
ROIC	16.2%	12.3%	21.7%	18.9%
偿债能力				
资产负债率	45.4%	39.6%	49.0%	44.6%
净负债比率				
流动比率	1.72	1.89	1.65	1.72
速动比率	1.28	1.38	1.18	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.06	0.93	1.23	1.30
应收账款周转率	6	6	7	6
应付账款周转率	4.70	5.20	5.10	5.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.35	0.60	0.81
每股经营现金流	0.49	-0.14	0.88	-0.34
每股净资产	5.11	5.26	5.74	6.33
估值比率				
P/E	32.40	45.2	26.1	19.3
P/B	3.07	2.98	2.73	2.48
EV/EBITDA	24	24	16	11

数据来源: 华泰联合证券研究所.

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@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。