

在希望的田野上期待未来

——美国零售业发展对中国的启示

行业评级

增持

相关研究

《在严冬中寻找春播需要的种子》

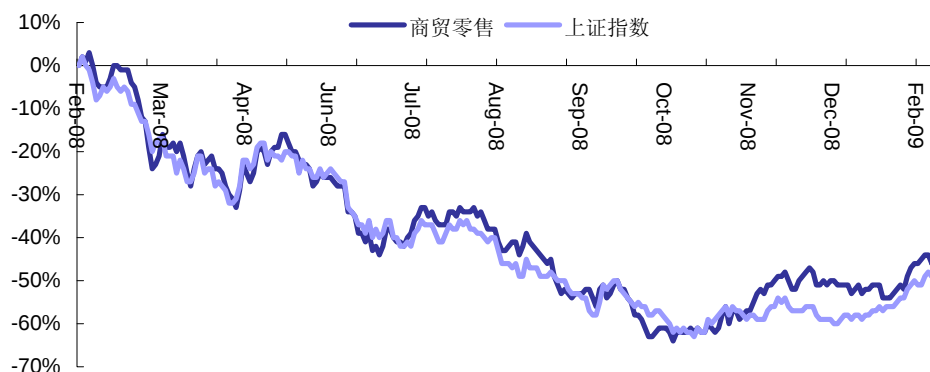
2008/12/31

《浪里淘沙始见金》

2008/12/25

- 通过对美国零售业的研究，我们认为零售行业在经济危机中，具有较强防守性，特别是在行业发展的黄金时期，零售业的防御性更为突出。
- 从美国的经验来看，零售行业发展的高峰期是在人均 GDP 处于 5000-15000 美元时；2007 年我国人均 GDP 约合 2460 美元，仍处于较低水平，这说明我国零售业仍将处于高速发展和升级的黄金时期。此次经济危机将使零售业进入调整周期，但不会影响其未来高成长特性。
- 在美国零售业发展的黄金时期（70 年代），传统的百货商场是当时零售业的主要业态，考虑到我国目前零售业所处阶段，居民消费升级和城市化的推动，我们认为百货仍具有良好的发展前景。
- 美国折扣商店和综合型超市是在 70 年代后的几次经济危机中迅速发展起来，成为目前美国零售业的主流。虽然折扣店和大型综超在中国兴起的时间不长，但根据美国的经验，我们相信其未来具有良好成长性。
- 从美国零售企业成败的经验中，我们可以看到零售企业通过规模效益来实现对供应商的控制力是势在必行的，但企业在扩大规模时不宜盲目的实施多角经营战略。我们认为那些坚持发展产品关联度大的专业化公司龙头更具有长期发展潜力。
- 此外，我们认为具有较强门店管理能力和成本费用控制能力，通过产品创新、服务创新提升对消费者吸引力的公司，将成为未来行业的主导者，存在较好发展预期。

最近 52 周股价表现



分析师

吴红光

0755-8249 2069

wuhg@lhqz.com

李珊珊

0755-8236 4411

liss@lhqz.com

目 录

零售行业增速优于整体经济表现，显现高增长性和良好防守性	3
行业增速优于经济整体表现	3
百货商店抗周期性呈增强态势	4
危机促使零售行业结构发生变化，折价商场和大型综超前景佳	4
零售行业上市公司股票市场表现	6
零售行业股指显现较强抗风险性	6
零售各业态股指表现	7
经济危机中倒闭的零售巨头—凯马特、电路城失败原因分析	8
凯马特 VS 沃尔玛	8
背景资料	8
凯马特 (Kmart) —大型折价商场的始祖	8
沃尔玛 (Wal-mart)	8
沃尔玛与凯马特成败原因分析	9
沃尔玛具有创造巨额现金流量的能力	9
在利润微薄的情况下，沃尔玛保持较低的销售管理费用率	10
电路城 vs 百思买	11
背景资料	11
电路城 (circuit city) —美国前第一大家电连锁零售商沦为破产 ..	11
百思买 (BestBuy)	12
电路城 vs 百思买—电路城破产原因分析	12
投资失策、盲目扩张	12
忽视优势塑造、疏于管理	13
对中国商业零售业的启示	14

零售行业增速优于整体经济表现，显现高增长性和良好防守性

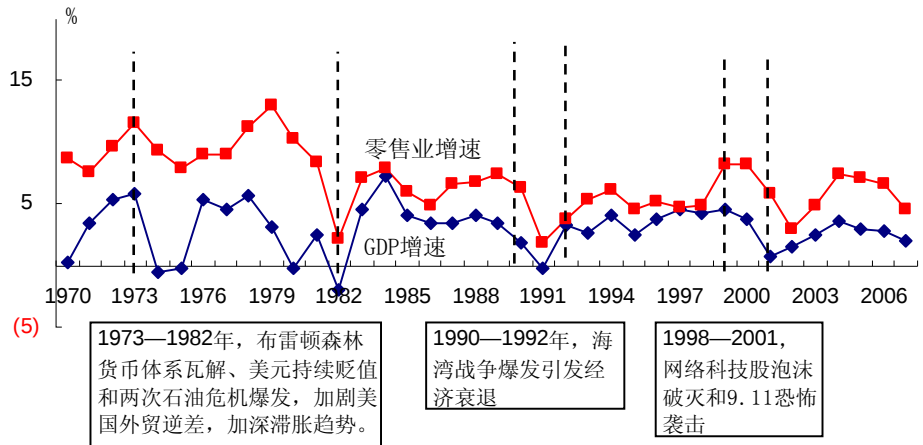
行业增速优于经济整体表现

零售业具有相对高增长
和良好防守性的特征

美国经济在 1970 年后共经历了 3 次主要的经济危机：1973-1982 年石油危机和布雷顿货币体系的瓦解、1990-1991 年海湾战争爆发、1998-2001 年网络科技股泡沫的破灭和 9.11 恐怖袭击。从图 1 可以看到，这几次经济危机对美国零售行业都有一定的冲击，零售业销售增速随着 GDP 增速下降而相应放缓。但美国零售业整体上均超越了 GDP 增长。例如，1982 年美国 GDP 增速下滑至-1%时，零售业销售增速仍保持在 3%左右。这也印证了我们此前一直强调的观点，零售业具有相对高增长和良好防守性的特征。

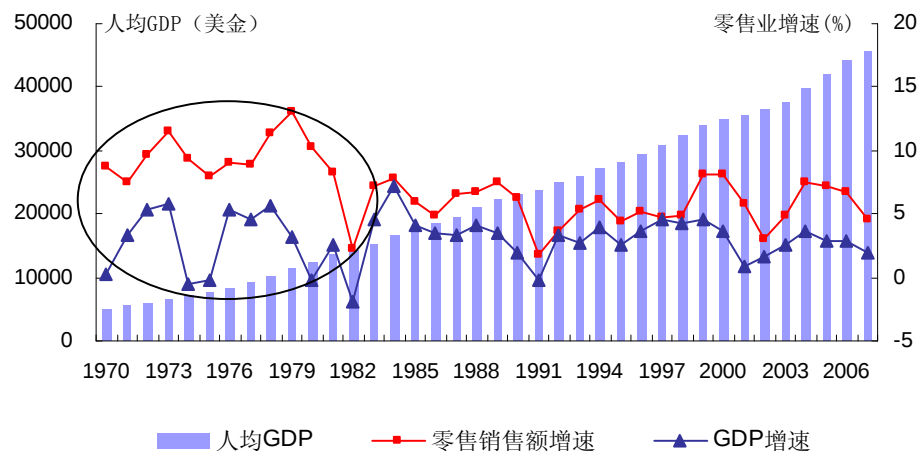
此外，我们发现当人均 GDP 处于 5000-10000 美元时，零售行业处于快速增长期，零售行业销售增速明显高于 GDP 增速，而且其受经济危机的打击要比实体经济小（图 2）。

图 1：美国 GDP 增速 vs 零售业销售额同比增速



数据来源：彭博，CEIC，联合证券整理

图 2：人均 GDP 处于 5000-15000 美元时，零售业增速明显高于 GDP 增速

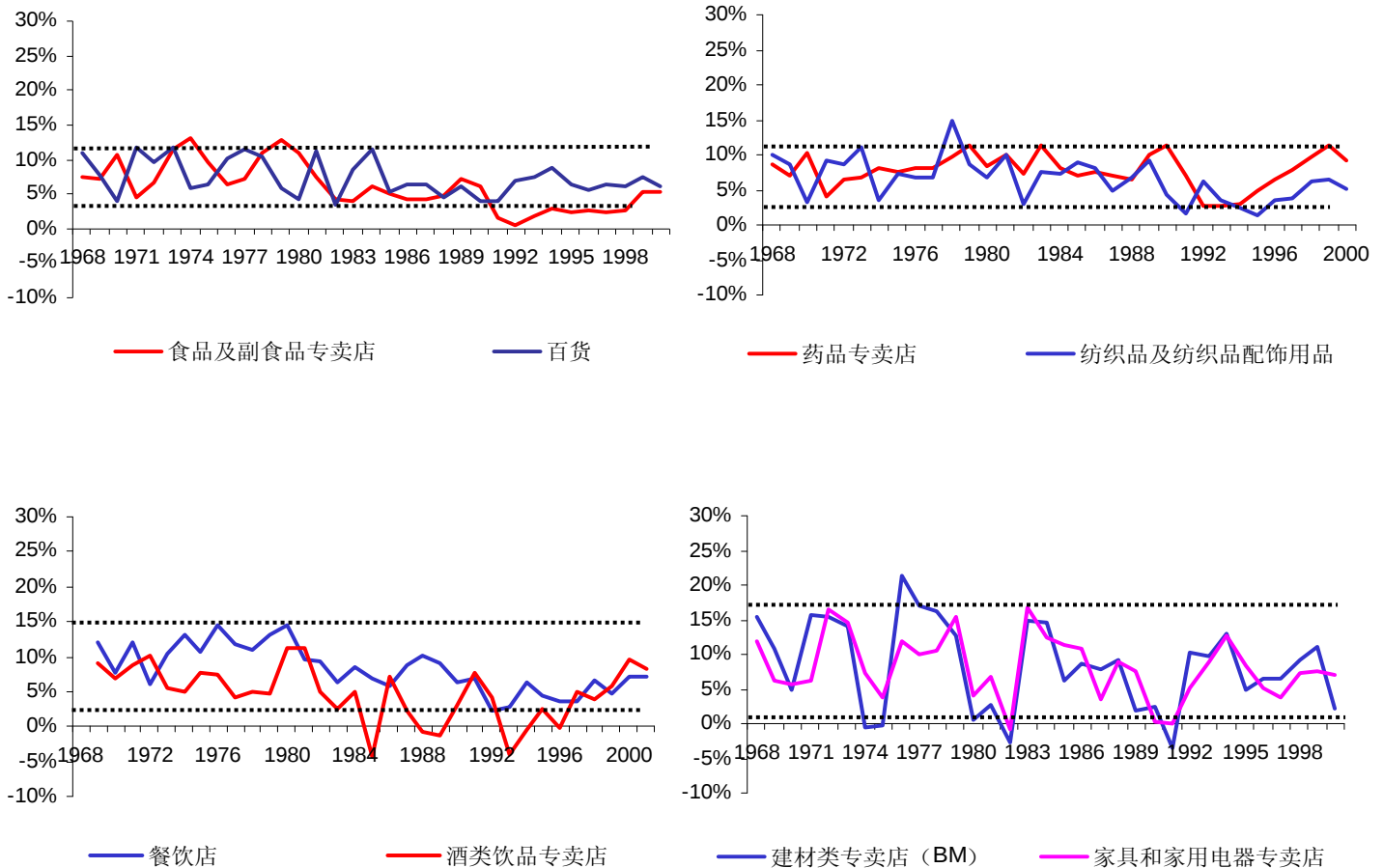


数据来源：CEIC、联合证券整理

百货商店抗周期性呈增强态势

从图 3 我们也可以看到，在各种零售业态中，百货商店（其中包括：传统标准百货、折扣商场和便利店等）受经济周期影响最小，其次是健康药品专卖店，两者销售增速大约在 2.5%-11% 的区间内波动；而且百货商场的波动区间日趋收窄，显示其抗周期能力逐渐增强的态势。

图 3：68-00 年美国零售业态销售额增速—综合型商场和药品专卖店增速变化幅度最小，大约在 2.5%-11% 间波动



数据来源：美国商务部、CEIC、联合证券整理

注：百货商场包括：传统标准百货、折价百货和便利店等

危机促使零售行业结构发生变化，折价商场和大型综超前景佳

20 世纪 70 年代，美国零售主要业态集中于传统百货商场。1978 年美国最大的 10 家零售商中有 6 家是传统的百货公司，其的销售比重在 10 大零售商中的比重高达 55.9%，利润比重达 75.1%。

前 10 大零售商占美国
零售总额 11.1%

表 1：1978 年美国十大零售商主要集中于百货、超市和折扣店 3 种业态

排序	公司名称	主要业务	销售额（亿美元）	净利润（亿美元）
1	西尔斯	百货商店	179	9.2
2	赛夫韦	超市	125	1.4
3	凯马特	折扣商场	118	3.4
4	J. C. 彭尼	百货商店	108	2.7
5	克罗格	大型综合超市	78	0.8

6	A&P	超市	72	0.04
7	乌沃特	百货商店	61	1.3
8	联合百货	百货商店	54	1.9
9	蒙哥马利	百货商店	50	1.1
10	幸福百货	百货商店	46	0.8

数据来源：2000 年上海商业周刊

而到了 2007 年，前 10 大零售商中只有一家传统百货公司，销售比重下降到 6%，利润比重下降至 2.65%，下降幅度高达 72.4 个百分点。而折扣商场的龙头沃尔玛的销售额超过 3787 亿美元，占 10 大零售商销售总额的 40.8%。

另外，传统超市上榜比例也出现了较为明显的下降，由 1978 年 2 位上榜下降到 2007 年 0 位；而大型综超的上榜数量和名次都有所上升。

前 10 大零售商占美国零售总额的 26%，其中沃尔玛销售总额比重达 10.6%

表 2：2007 年美国十大零售商呈多业态分布；百货商场的地位大大降低

排序	公司名称	主要业务	销售额（亿美元）	净利润（亿美元）
1	沃尔玛	折扣商店	3787.99	127.31
2	家庭仓储	家庭装修连锁	773.49	43.95
3	Caremark	连锁药店	763.29	26.22
4	克罗格	大型综合超市	702.35	11.8
5	Costco	仓储俱乐部	644.0	10.82
6	Target	大型综合超市	633.67	28.49
7	Walgreen	连锁药店	537.62	20.41
8	西尔斯	百货商店	507.03	8.26
9	LOW's	家庭装修连锁	482.83	28.09
10	SuperValu	有机食品超市	440.48	5.93

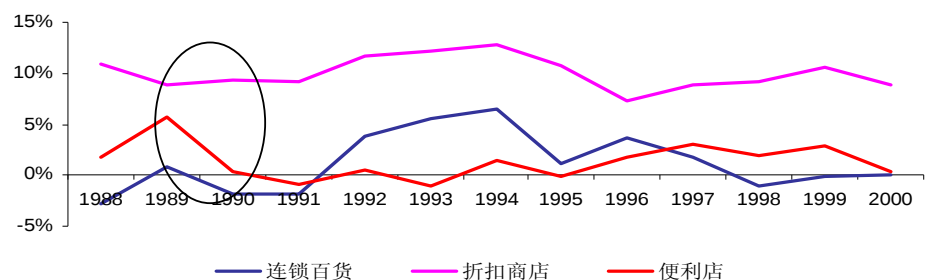
数据来源：《STORES》

折价商店和大型综超价格优势突出

传统百货商店的出现是适应西方工业革命大量生产、大量销售和城市化进程而产生的。与过去的小店相比，百货商店的经营规模大，商品种类齐全、辐射范围广。但是由于百货商店多位于城市繁华地带，租金较高，加上装修豪华，使得经营费用大大加大，所出售商品不具备价格优势，这种情况在经济萧条时期尤为突出。所以像大型折价商场和位于郊区的大型综合型超市一出现就受到消费者的青睐。

90 年代后，折扣商场保持稳定的高速增长

图 4：连锁百货、折扣商场和便利店销售增速变化

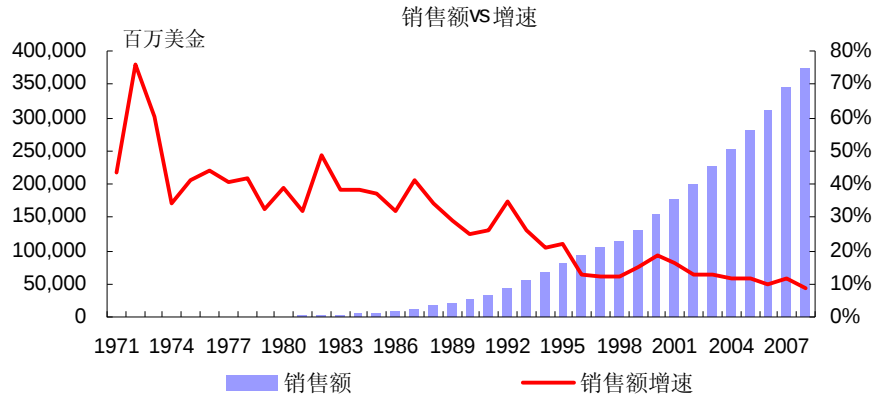


数据来源：CEIC、联合证券整理

危机带来机会

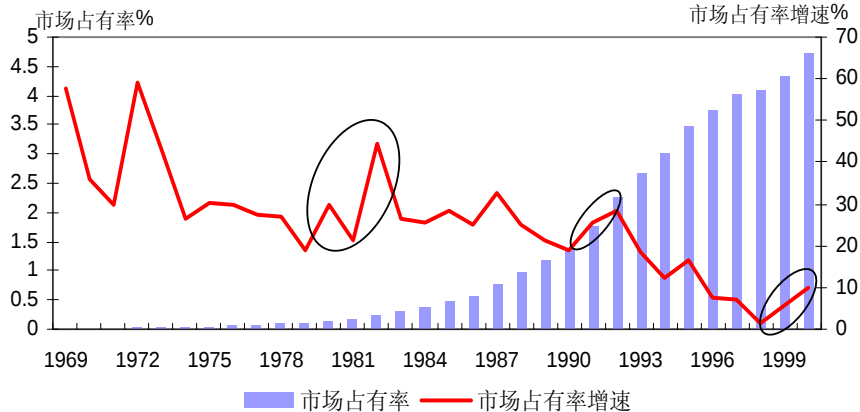
所以，在正确的营销策略下，经济危机反而能给折价商场、仓储式商场和大型综超带来更大的发展机会。例如，沃尔玛每日低价(Everyday Low Price)和提倡购买性价比比较高的美国货的营销方式使其在经济危机中变更符合消费者消费习惯的转变，经济危机对沃尔玛的销售影响甚小，而且每次经济危机期间，它的市场占有率呈加速增长态势（图 5、图 6）。

图 5：74 年后三次经济危机对沃尔玛销售影响甚小



数据来源：公司年报、联合证券

图 6：70 年后三次经济危机期间，沃尔玛市场占有率都呈加速增长的态势



数据来源：沃尔玛年报、美国商务部、联合证券整理

因此我们得出的结论是，零售行业在经济危机中，具有较强防守性，特别是在行业发展的黄金时期，零售业的防御能力更为突出。零售业发展的高峰时间是在人均 GDP 处于 5000-15000 美金时；目前我国的人均 GDP 水平仍然很低，按 70 年汇率测算，不到 500 美元，这说明我国零售业仍将处于高速发展和升级的黄金发展时期。此次经济危机将使零售业进入调整周期，但不会影响其未来高成长特性。

在美国零售业发展的黄金时期（整个 70 年代），传统的百货是零售业的主要业态，考虑到我国目前零售业所处阶段，居民消费升级和城市化的推动，我们认为百货仍具有良好的发展前景。

此外，美国折扣商店和综合型超市是在 70 年代后的几次经济危机中迅速发展起来，成为现在美国零售业业态的主流。我们认为综合超市和折扣商场的未来具有较好的发展前景。

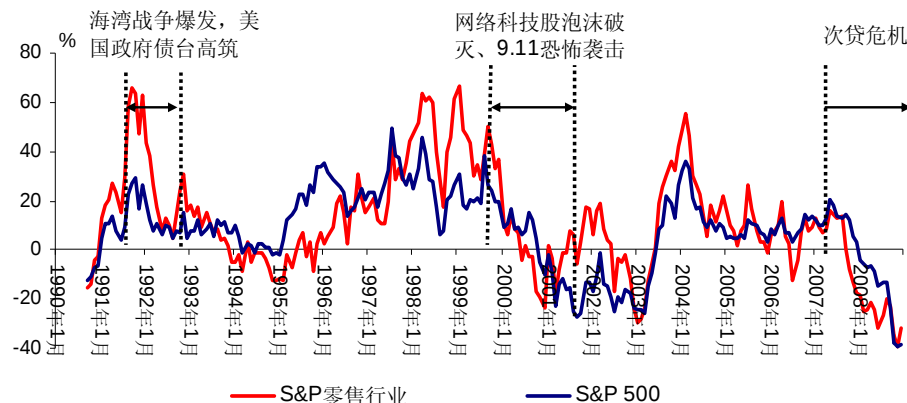
零售行业上市公司股票市场表现

零售行业股指显现较强抗风险性

当我们对标准普尔 500 和标准普尔 500 零售行业股指季度环比增速进行

对比后可以看到，零售业股指在经济危机中具有较强的抗跌能力。在 1989-1992 经济衰退、2000-2001 经济萧条的大部分时间里，行业股指的环比增速要强于大盘。而且在随后的低位反弹中，其反弹幅度也较大（图 7）。

图 7：标普 500 vs 标普零售行业月度指数环比增速



数据来源：彭博、联合证券整理

零售各业态股指表现

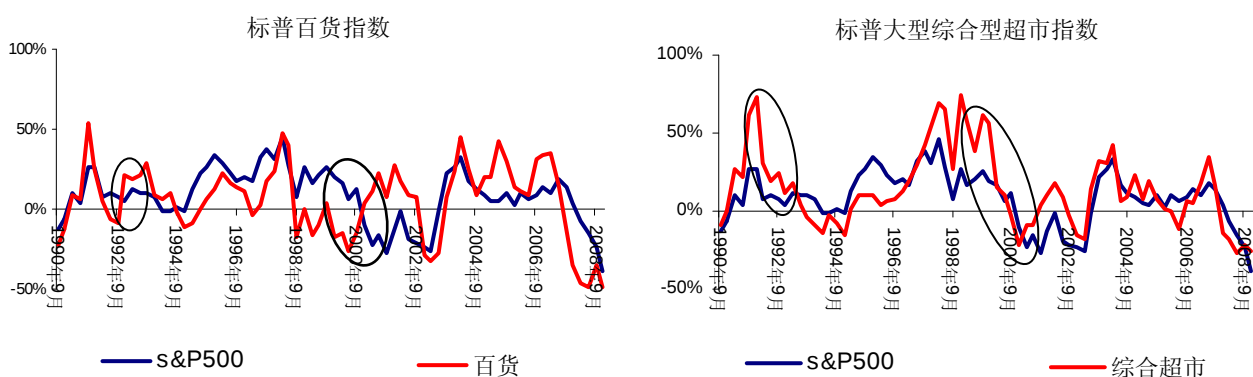
百货在下行周期后期走势优于大盘

经济危机时，传统百货指数环比增速止跌要早于大盘走势，而且随后反弹幅度较高。例如在 2000-2001 年经济衰退中，百货股指跟随大盘从 2000 年的 1 季度开始下滑，到了 2000 年的 3 季度开始止跌反弹，并在 01 年 1 季度左右超出大盘走势，而大盘 9 个月后才开始止跌反弹。因此在下行周期的后期，百货较有可能获得超额收益（图 8）。

大型综合型超市显现较强的抗跌能力

在下行周期的早期，大型综合超市指数的走势要远远优于大盘，随着市场的进一步走弱，行业股指与大盘差异逐渐缩小。但总的来说，大型综合型超市在经济衰退中显现较强的抗跌能力。

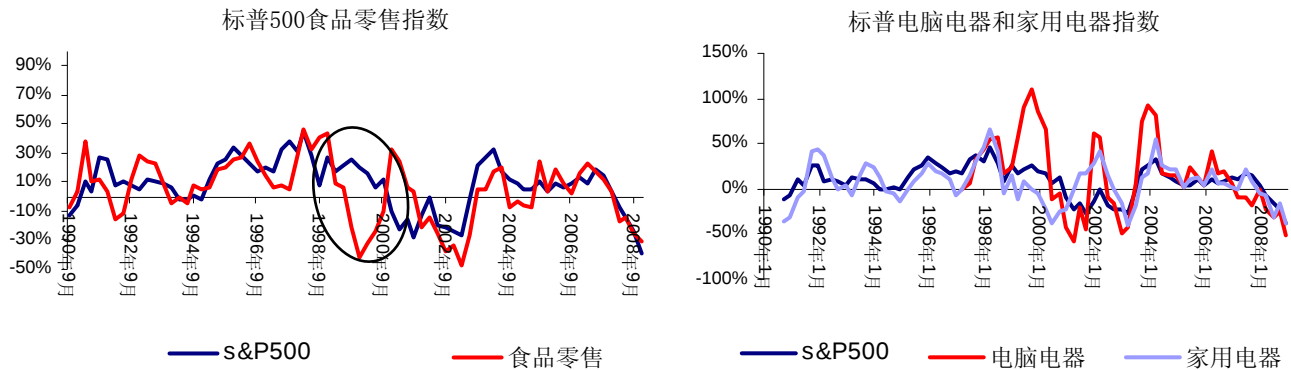
图 8：标普 500 百货和大型综合型超市指数环比增速



数据来源：彭博、联合证券整理

当市场处于下行周期时，食品零售和家用电器零售股指环比增速下调幅度较大，但类似于百货指数，其环比增速止跌要早于大盘，后期反弹幅度较大。电脑电器用品周期性较强，行业股指与大盘走势几乎一致，且其波动幅度较大。（图 9）

图 9：标普 500 食品零售、电脑和家用电器零售股指数环比增速



数据来源：彭博、联合证券

总的来说，美国零售股票市场走势与其基本面基本一致，显现较强的抗风险性。其中大型综超股指在经济衰退中具有较强的抗跌性；百货、食品零售和家用电器环比增速止跌要早于大盘，而且随后的反弹幅度较大；电脑电器连锁店周期性强，波动幅度大。

经济危机中倒闭的零售巨头—凯马特、电路城失败原因分析

凯马特 VS 沃尔玛

背景资料

凯马特 (Kmart) —大型折价商场的始祖

S.S.Kresge Company 是凯马特的前身，由 Sebastians.Kresge 于 1899 年在底特律创办。1962 年 3 月公司在 Michigan 州开办了第一家 Kmart 折扣店，比山姆·沃尔玛的第一家折扣店仅早开了几个月。

上世纪的 70 年代是公司快速发展时期。1976 年，公司通过收购和新设，1 年内开设了 271 家分店，新增 1.7 亿平方尺销售面积，完成了美国零售史上最大一次扩张。1977 年 3 月 S.S.Kresge 公司的股东投票通过正式改名为凯马特集团公司。

进入 80 年代，S.S.Kresge 已经拥有了全美最大的折价销售网，到 1985 年 Kmart 已拥有 2178 家 Kmart 商店，227 家老的 Kresage 和 Jupiter 商店。同时，公司开始多元化发展，尤其是向折价专业经销方向发展，开设了折价服装经营网与家庭用品折价经营网，另外还开设了 898 家联营书店。

进入 20 世纪 90 年代，Kmart 的经营状况不断恶化，1996 年 Kmart 在全球的销售为 317 亿美元，净利润仍为-2.2 亿美元，在全球排名从第 6 降至第 8 位。

到 2001 年 8 月 1 日，公司在美国已累计应付帐款 24.6 亿美元，而公司当时去除存货后的流动资产只有 11.6 亿美元。同年，Kmart 公司的食品杂货供应商 Fleming 宣布暂停供货。随后公司于 2002 年申请破产保护。

沃尔玛 (Wal-mart)

沃尔玛公司由山姆·沃尔顿于 1962 年在阿肯色州成立。沃尔玛在建立初期以“农村包围城市”的经营模式和低价策略，在郊区大幅扩张。1972 年公司在

纽约上市股票，由于充足的资金支持，其在 70 年代公司销售额平均增速高达 46%。到 1980 年其分店达到 276 家，营业面积 1250 万平方英尺，销售收入达到 12.48 亿美元，净利润 410 万美元。

进入 80 年代，公司开始全面推行城市战略，开始通过兼并迅速向其他地区扩展，以每年新增 100-150 家分店的速度，从 9 个州发展到 29 个州，特别是进入了西海岸和东北部各州。另一方面，公司开始以超级折价中心（super centre）和会员制的仓储式商场(sum's club)等新的零售形式进入人口稠密的郊区。

20 世纪 90 年代是沃尔玛高速发展时期，公司于 1991 年以 326 亿美元的销售收入成为全美第一大零售公司。目前沃尔玛在全球开设了 7262 家商场，员工总数 190 多万人，分布在全球 14 个国家，是美国最大的私人雇主和世界上最大的连锁零售企业。《财富》杂志公布的 2008 年度世界 500 强企业排行榜中，沃尔玛公司排行榜首。

沃尔玛与凯马特成败原因分析

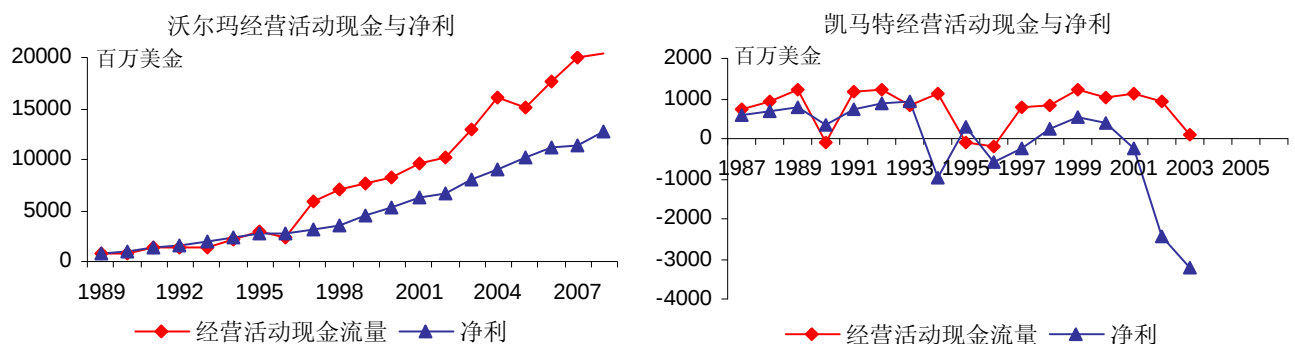
沃尔玛具有创造巨额现金流量的能力

零售企业的核心竞争力
体现在其创造现金流能力

欧美零售业是以赊账方式进货后销售、占取价差的商业模式，因此存货和应付帐款分别在零售企业流动资产和流动负债中占有最大金额。如果零售企业不能有效管理销售存货、取得现金，庞大的流动负债将是沉重压力。因此欧美零售企业的核心竞争力主要体现在其创造强大现金流的能力。

沃尔玛创造现金流能力远远强于凯马特。从图 10 可以看到，沃尔玛的经营活动现金流的增长速度远高于净利润增长速度。在 2000 年以后，沃尔玛每赚 1 美元的利润，可以为公司带来 1.6 美元的经营活动现金流量。而凯马特进入 90 年代后，经营活动现金流大幅下滑。

图 10：沃尔玛利用其与供货商的谈判能力扩大净利与经营现金流的差距

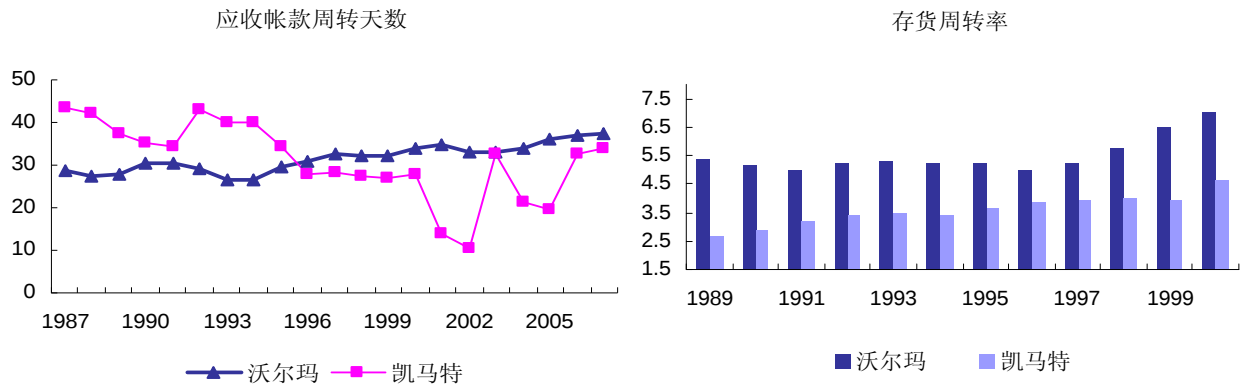


数据来源：彭博、联合证券整理

我们认为沃尔玛能创造惊人现金流量的主要原因如下：

1. **应收帐款和存货控制得当。**从图 11 可以看到，沃尔玛在销售收入保持高速增长的情况下，仍能保持相对稳定的应收帐款周转率。相对于沃尔玛，凯马特在 96 年以前的应收帐款周转天数要长 5-20 天。直到 95、96 年由于关闭和出售大量美国和亚洲门店后，其应收帐款周转天数才低于沃尔玛。另外沃尔玛的平均存货周转率大约在 5.8 左右，是凯马特的 2 倍。

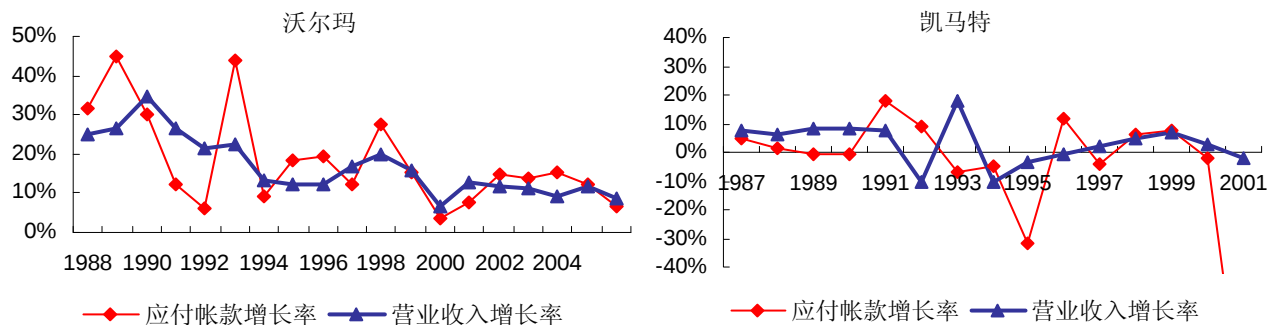
图 11: 沃尔玛在对管理应收帐款和存货的能力要明显高于凯马特



数据来源: 彭博、公司年报

2. 保持较高的应付帐款增长率。应付帐款增长率体现了零售企业对上游供应商的谈判能力; 体现它如何利用规模优势拉长应付负债的支付期限, 从而获得供货商提供的无息资金, 降低资金成本。从图 13 可以看到, 92 年以后沃尔玛应付帐款增长率基本高于营业收入增长率, 维持在 15% 左右。而凯马特应付帐款增长率一直处于较低水平, 92 年以后开始出现负增长, 01 年更大幅下滑至 -90%。

图 12: 从 92 年后, 沃尔玛应付帐款增长率基本高于营业收入增长率

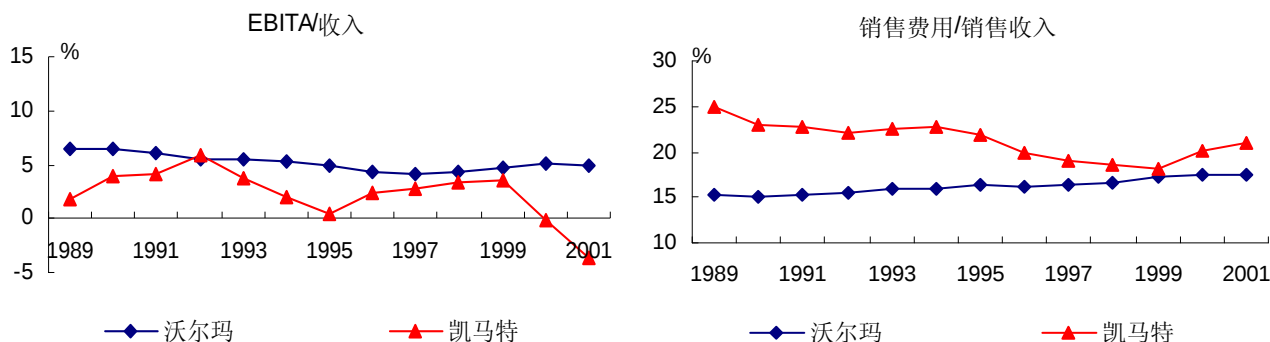


数据来源: 彭博、联合证券整理

在利润微薄的情况下, 沃尔玛保持较低的销售管理费用率

在 80 年代末, Kmart 的销售收入是沃尔玛销售收入的 1.1 倍, 达 291.5 亿美元, 但 Kmart 的经营利润率却只是沃尔玛的 1/3。若将经营利润率拆分为毛利率和销售管理费用率可以看到, 1989 年 Kmart 的毛利率是沃尔玛的 1.2 倍, 但是他的销售费用占收入比率却高达 24.9%, 是沃尔玛的 1.6 倍。明显的, 沃尔玛的相对竞争优势来自其销售和管理费用比率低上。

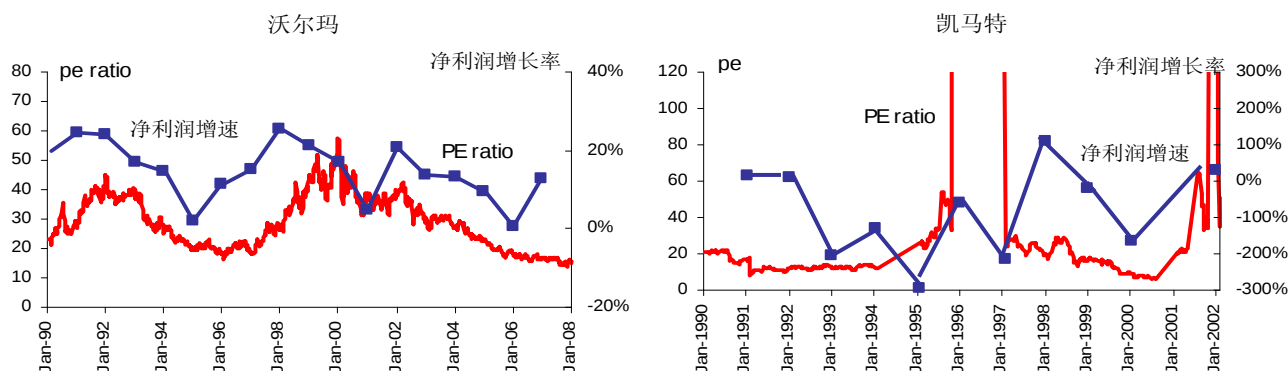
图 13: 沃尔玛保持销售管理费用低于竞争对手 2%-10%



数据来源: 彭博、公司年报

凯马特一直把低价策略看成制胜的法宝, 在 90 年代与沃尔玛的竞争是也是更多的聚集在降价上。但是高昂的管理费用致使它不具备成本优势, 而没有成本优势的低价竞争, 其结果必然是销售收入增加, 利润却逐年下降, 导致竞争力的不断衰弱。再加上, 公司没有很好的控制应收帐款和存货, 以致资金出现短缺, 最终导致公司破产。

图 14: 沃尔玛、凯马特估值走势与净利润增长对比



数据来源: 彭博、联合证券整

电路城 vs 百思买

背景资料

电路城 (circuit city) — 美国前第一大家电连锁零售商沦为破产

2008 年 11 月 10 日, 美国第二大电器产品零售连锁企业——电路城 (Circuit City), 根据破产法第 11 章, 向其总部所在地弗吉尼亚州里士满法庭申请破产保护。在向法院提交的破产申请中, 该公司首席财务官布鲁斯·贝赞可承认, 供货商信心衰减、流动性问题及全球金融危机是导致公司破产的主要原因。

电路城是全球 500 强成员企业, 是北美地区最大的电器与数码产品专业店零售商之一。它在美国及加拿大分别有 721 家和 770 家门市, 旗下拥有 3C 店、专业数码连锁、通讯连锁及音像制品连锁等多种业态, 其分布在世界各地为顾客提供服务的员工超过 40000 名。1999 年之前, 电路城一直是美国第一大家电连锁零售商, 此后被百思买公司 (BestBuy) 超越。

百思买 (BestBuy)

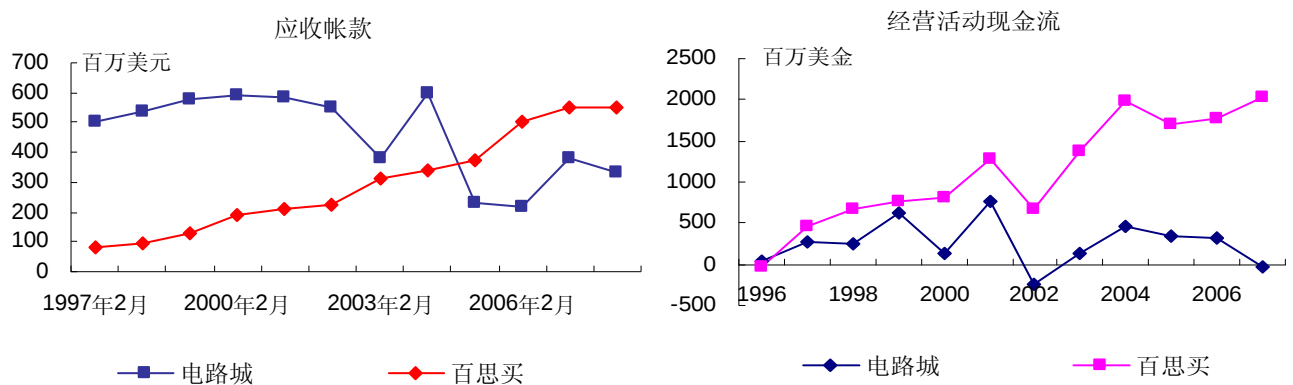
百思买公司起始于一家名叫音乐之声的音频配件门店。公司于 1966 年成立于明尼苏达州，1983 年更名为百思买。1989 年，它取消了佣金制的销售模式，引入了自助式折扣店的经营理念，从而彻底改变了传统的家用电器零售手段，并在购物过程中为消费者提供了更多的自主权和空间。1999 年百思买超越电路城成为美国第一大电子连锁零售商。截止至 2008 年 3 月，公司在全球拥有 1314 间店铺，收入达 4000 多亿美元，是全球最大的家用电器和电子产品的零售和分销集团。

电路城 vs 百思买—电路城破产原因分析

投资失策、盲目扩张

投资决策和策略的一再失误，导致资金链出现断层，是电路城陷入危机的直接原因和导火线。电路城自 70 年代开始就频繁的进行资本操作；90 年代，公司更大举进入二手车市场和开展信用卡业务。频繁的资本运作给公司积累了大量的应收帐款，以致经营现金流远低于竞争者百思买（图 15）。至到 2005 年，当百思买的营业收入是电路城的 2.5 倍时，它的应收帐款才超过电路城。

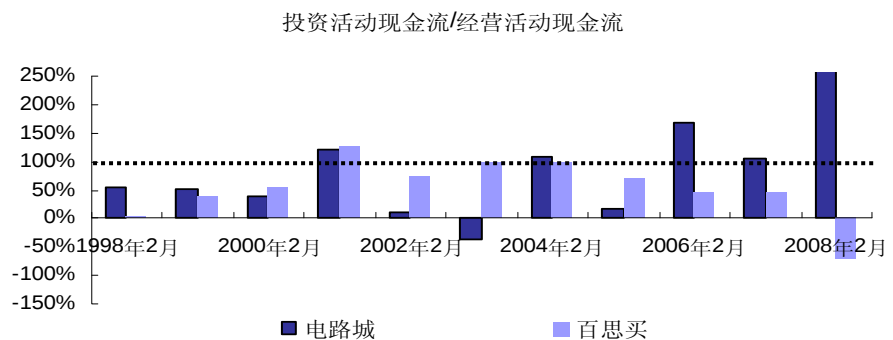
图 15：频繁的资本运作致使电路城积累大量应收帐款，以致其经营现金流较低，呈下滑趋势



数据来源：彭博咨询、联合证券整理

在电路城经营活动现金流呈下滑趋势下，管理层并没有根据公司基本面的实际情况，把融资投入到流动资金的周转上，而是把大量融资投入到店面装修和翻新上。在 1998-2008 年 10 年间，电路城的投资活动现金流/经营活动现金流比例有 5 年超过了 100%（图 16）。

图 16：相对于百思买，电路城采取更为激进的投资策略



数据来源：彭博咨询、公司年报、联合证券整理

忽视优势塑造、疏于管理

90年代后百思买改变了经营模式，从产品价格导向转变为顾客导向，通过加强老店管理、提高商品内在价值和为客户提供更多的附加值来赢得市场。而电路城公司高层管理人员过于注重资本市场反映而忽视其门店质量提升、服务改善等内部管理因素。以致其可比同店销售增速下滑、管理费用率高企，最终造成竞争力的不断衰弱。

图 17：不断下滑的可比同店销售增长，最终导致竞争力的衰弱

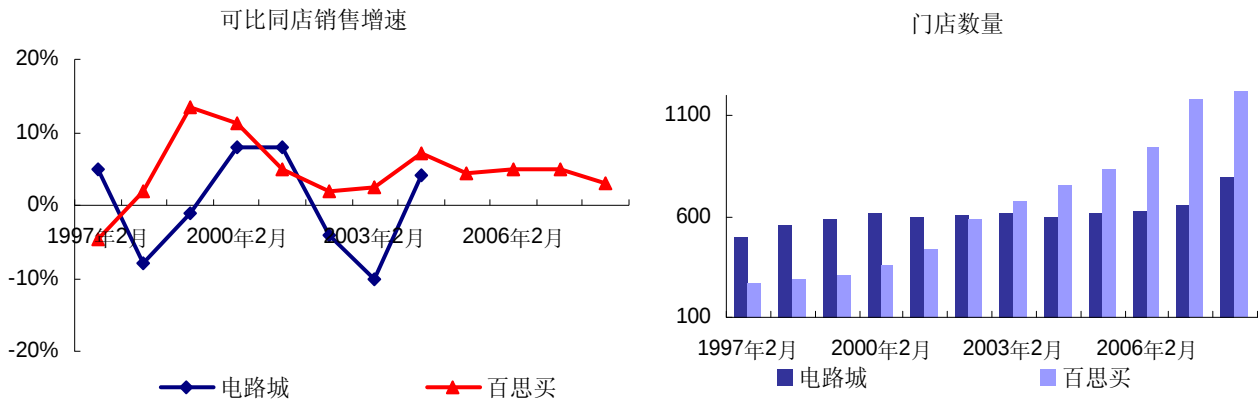
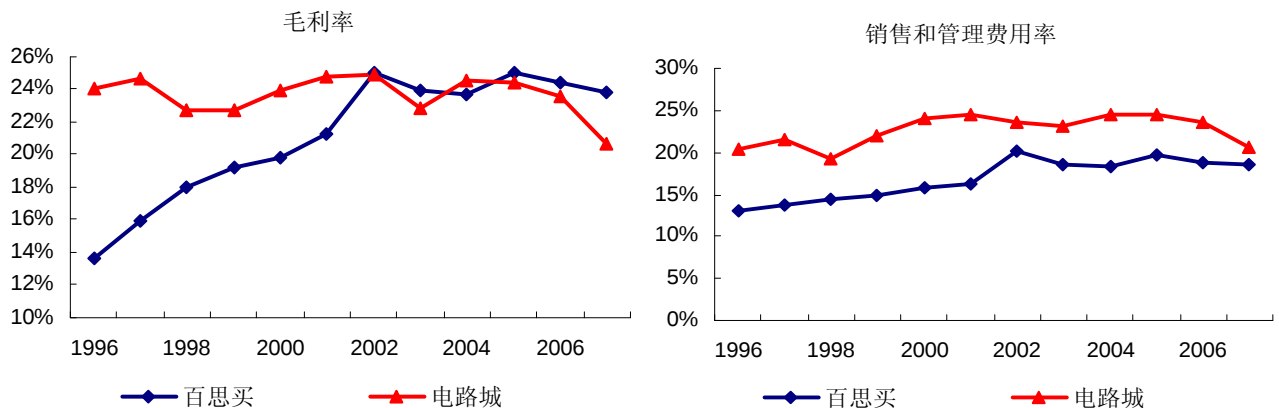


图 18：高费用率，使得电路城需要维持较高毛利率以赚取更多利润



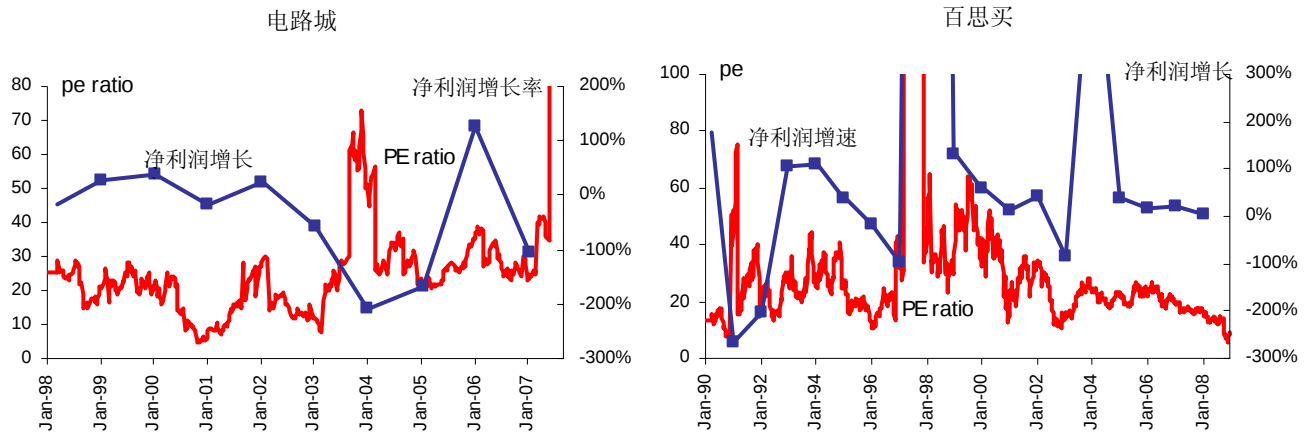
数据来源：彭博咨询、联合证券整理

注：百思买毛利率上升反映了公司经营策略的变化。

2008年日益恶化的经济形势和全球金融危机导致一些供应商提出了更加严格的付款条件，降低或取消了电路城公司的长期信贷额度。这使公司原本脆弱的现金流雪上加霜。

再次，最近一项第三方评价致使该公司库存估值严重缩水，银行抵押贷款能力较往年大幅下降。资金链断裂给了电路城公司“致命一击”。从而导致今天电路城不得不宣告破产清算，退出历史舞台。

图 19：电路城、百思买估值走势—电器连锁店周期波动较大



数据来源：彭博、联合证券整理

对中国商业零售业的启示

零售商的核心竞争力主要体现在其通过规模效应来实现对供货商的控制力。目前我国零售业仍处于行业的整合阶段，行业龙头实现规模效应是势在必行。但是根据美国零售企业成功的经验，我们认为企业在扩大经营规模时不宜盲目的实施多角经营战略，对于一些坚持发展产品关联度大的专业化的公司龙头更具有长期发展潜力。

此外，对于一些具有较强的门店管理能力和成本费用控制能力，通过产品创新、服务创新提升对消费者的吸引力的公司，我们认为其将成为未来行业的主导者，存在较好发展预期。

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 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层
邮政编码: 200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
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 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。