

汉王科技 (002362)

未评级

价格区间：RMB37.54-42.90

分析师

龚浩

021-50106003

gonghao@lhqz.com

张熙

021-50106026

zhangxi@lhqz.com

智能人机交互领域的领导者

- 汉王科技股份有限公司主要提供手写识别与笔迹输入、光学字符识别（OCR）技术等软硬件产品、技术授权和技术服务相关的产品和技术。发行前公司总股本为 8005.14 万股，本次拟发行 2700 万股流通股，占发行后总股本的 25.22%。
- 公司主营业务包括三部分：通用套装零售终端产品、技术授权以及行业应用解决方案。电纸书成为公司 2009 年的明星产品，占总收入的 68.34%。
- 公司在多个细分行业处于领先地位，手写产品、技术授权、OCR 零售及行业应用市场占有率在 70%以上，国内电纸书市场的占有率在 95%以上，是国际排名前三的电子阅读终端供应商。
- 汉王科技的竞争优势在于其深厚的技术积累、出色的科研能力和业已取得的品牌知名度。公司对核心技术拥有完全知识产权，能够为公司未来的发展提供持续性的技术支撑；产品线覆盖大众应用和行业应用两个终端，并保持高速增长；公司品牌在市场上占据较高份额，公司民族产业的身份使汉王科技在和外国厂商竞争时具有一定的优势。
- 预计 2010 和 2011 年公司的收入分别为 9.17 和 13.88 亿元，同比增长 61% 和 51%，净利润分别为 14410 和 22870 万元，每股收益分别为 1.34 和 2.12 元。
- 对比行业内可比公司的市盈率水平，我们给予公司 28—32 倍市盈率，估计汉王科技的发行价格预计为 37.5 - 42.9 元。

基础数据

总股本（百万股）	107.05
流通 A 股（百万股）	27
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	-
流通 A 股市值（百万元）	-

与上证指数对比走势图



经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	228.4	581.6	917.1	1,387.9	1,923.4
(+/-%)	1%	165%	61%	51%	39%
归属母公司净利润(百万元)	29.9	85.6	143.5	227.1	269.5
(+/-%)	141%	186%	68%	58%	19%
EPS(元)	0.37	1.07	1.34	2.12	2.52
P/E(倍)	-	-	-	-	-

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

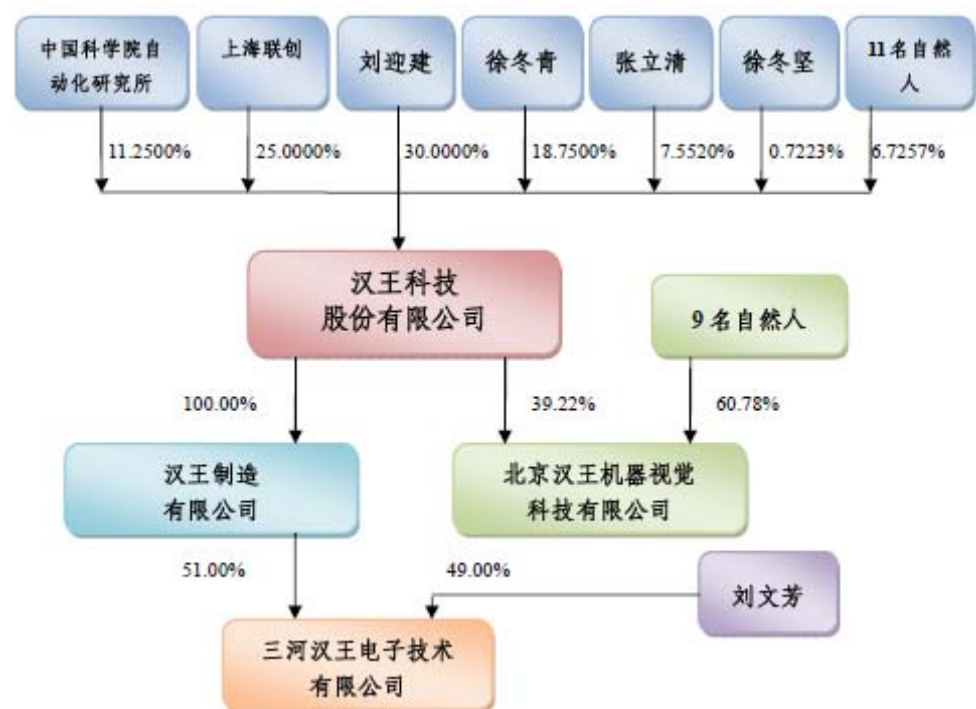
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

公司概况

汉王科技股份有限公司的前身是 1998 年 9 月成立的北京汉王科技有限公司。公司主要提供手写识别与笔迹输入、光学字符识别（OCR）技术等软硬件产品、技术授权和技术服务相关的产品和技术，并在该行业达到国际水平。发行前公司总股本为 8005.14 万股，本次拟发行 2700 万股流通股，占发行后总股本的 25.22%。

公司第一大股东刘迎建先生与第三大股东徐冬青女士为夫妻关系，合计持有本公司 48.75% 的股权，为公司的实际控制人。

图 1 汉王科技股权结构图



资料来源：公司招股说明书

汉王科技目前有两家子公司，分别是汉王制造有限责任公司和北京汉王机器视觉科技有限公司。汉王制造有限责任公司主要为公司生产手写产品及 OCR 产品等硬件产品，同时也接受外部的订单生产相关硬件产品。北京汉王机器视觉科技有限公司从事机器视觉技术及其在半导体等领域的应用开发，其产品主要针对工业用户，目前仍处于研发阶段。此外，汉王科技还间接持有三河汉王电子技术有限公司 51% 的股份。

业务情况

公司主营业务包括三部分：通用套装零售终端产品、技术授权以及行业应用解决方案。各产品线包括的具体产品如下表所示（见表 1）：

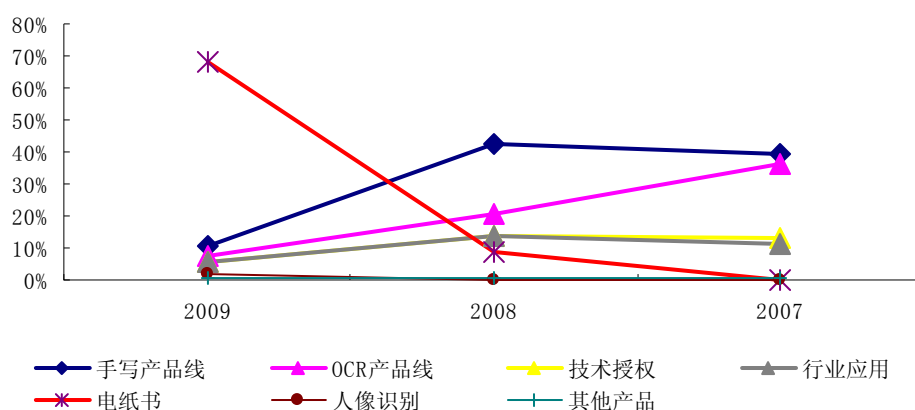
表 1 公司主要产品

业务类别	产品类别	主要产品系列
通用套装零售终端产品	手写产品线	汉王笔系列（手写识别软件、配套手写板）
		手写电脑产品（含手写识别软件）
		绘图板产品系列（含绘图软件、配套绘图板）
	OCR 产品线	名片通系列（OCR 软件及名片扫描仪）
		文本王系列（OCR 软件及图文扫描仪）
		随身抄资料笔系列（OCR 软件及光电扫描笔）
	电纸书	电纸书系列（电子阅读软件及电子阅读器）
	人脸识别产品	人脸通系列（人脸识别管理软件和人脸识别设备）
技术授权	手写软硬件技术授权	
	OCR 技术授权	
行业应用解决方案（技术服务）	行业信息采集识别系统	汉王文档采集与识别系统系列（OCR 行业专用软件）
		汉王证照采集与识别系统系列（OCR 行业专用软件）
		汉王票据/表格/单据识别系统系列（OCR 行业专用软件）
		车牌车辆识别系统系列（汉王眼系列，OCR 行业软件）

资料来源：公司招股说明书

2009 年电纸书成为公司最大的盈利增长点，其收入占公司全部营收的 68.34%，公司既有产品——手写产品线及 OCR 产品线项目收入比重有所递减。（图 2）

图 2 2007 年-2009 年公司各部分业务收入比例图



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

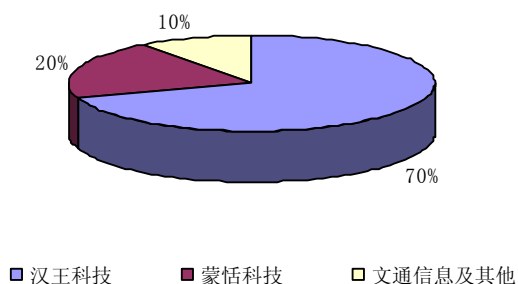
电子阅读器市场近年来发展迅速，根据 Digitimes 的研究报告，2010 年全球电子阅读市场规模将达 930 万台，2011 年达 1621 万台，2012 年达 2278 万台。中国市场将成为该领域的主要增长点，根据 DisplaySearch 预计，2010 年中国市场将占全球市场的 30%，达到 300 万台的规模。在该市场上，公司的主要竞争对手有美国的 Amazon、日本的 Sony，但是 Amazon 和 Sony 的销售市场集中在国外，公司目前在国内外电子阅读器市场处于绝对领先地位，并有进军国际市场的趋势。根据赛迪网统计，2009 年公司在国内电子阅读器市场约占有 95% 的市场份额。

公司正在与出版社洽谈建立自己的电子书库，通过网络销售各种图书，并与出版商分成。由于合作协议签订之后需要将大量纸质图书扫描、转化为电子格式，目前上线的图书种类还较为有限，未来半年内将会有大量图书进驻公司电子书库。这种盈利模式与 Amazon 模式相同，但 Amazon 是在已经拥有大量图书资源的情况下推出的电子阅读器，公司这种先卖终端、再建平台的模式能否成功还有待进一步考察。

公司的手写产品系列包括汉王笔系列、手写电脑产品系列。根据 2007 年中国软件产业研究报告，我国手写识别技术的相关应用市场规模未来将呈高速增长态势，市场容量超过 500 亿人民币。在面向 PC 的手写识别套装产品市场，公司处于行业领先地位，市场覆盖全国，占有 70% 以上的市场份额；公司面临的主要对手为蒙恬科技，其产品线与公司相比不够齐全，市场份额约为 20%，市场集中在台湾、香港以及大陆广东地区及东南亚部分地区（见图 3）。因此，在手写产品细分市场上，公司具有绝对的市场优势。

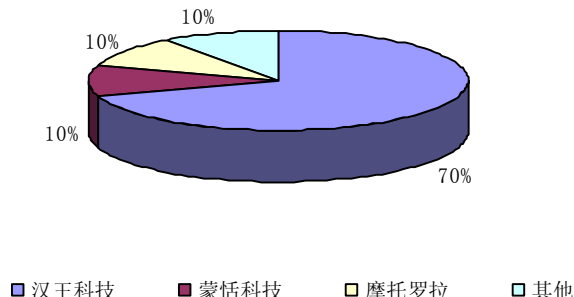
公司在信息设备技术授权市场上占有 70% 以上的市场份额，此细分领域上的主要对手为摩托罗拉，但由于其技术仅限于为自有品牌手机提供服务，因此市场份额较少，不具有竞争力（见图 4）。

图 3 2006 年面向 PC 的手写套装产品市场竞争格局



资料来源：公司招股说明书

图 4 2006 年手写识别技术授权市场竞争格局



资料来源：公司招股说明书

在 OCR（光学字符识别）市场，公司主要有文本王、名片通、一体机及随身抄等软件系列产品，应用于金融、税务、工商、电子政务和手机等多个领域。我国 OCR 市场近年来发展迅速，根据中国软件行业协会研究报告，我国 OCR 相关市场未来 5 年均增长率可达 30%，相关市场空间可达 500 亿元。公司在该细分市场上具有绝对竞争优势，2006 年在 OCR 通用零售产品市场及 OCR 行业应用市场均占有 70% 以上的市场份额，公司的其他竞争对手为文通信息、蒙恬科技、新加坡热卡等。我们认为公司在此市场上未来盈利空间较大。

在笔迹输入技术领域，公司主要有绘画板等系列产品，业务覆盖全国市场，并开始开拓国际市场。虽然目前公司仅占国内市场份额的 30% 左右，但是公司是国际上仅有的掌握先进电磁轨迹采集技术的两家公司之一，而笔记输入设备市场近年来发展迅速，未来空间广阔，我们认为公司未来在此领域盈利潜力巨大。

在生物特征识别技术尤其是人脸识别技术方面，公司拥有国内领先的手写板技术、生物特征识别技术，产品销售覆盖全国。在目前的该细分市场上，整体产品技术

含量还有待提高，市场竞争激烈，市场上还没有占绝对优势的行业领导者。公司的技术优势将使公司在该市场上未来发展潜力巨大。

表 2 公司主营业务收入结构（单位：万元）

项目	销售收入	比例（%）	销售收入	比例（%）	销售收入	比例（%）
手写产品线	6062.2	10.62%	9154.94	42.61%	8445.95	39.61%
OCR 产品线	4126.38	7.23%	4439.69	20.59%	7722.42	36.22%
技术授权	3342.16	5.85%	2944.25	13.65%	2738.86	12.85%
行业应用	3137.33	5.49%	2993.56	13.88%	2279.9	10.69%
电纸书	39025.75	68.34%	1872.51	8.68%	-	-
人像识别	1196.46	2.10%	-	-	-	-
其他产品	213.01	0.37%	158.52	0.58%	133.64	0.63%
合计	57103.3	100%	21563.39	100.00%	21320.77	100%

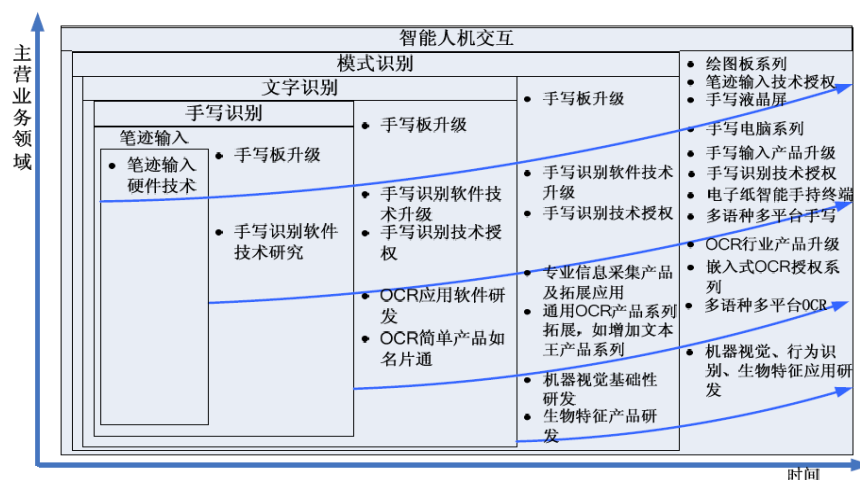
资料来源：公司招股说明书

公司技术

公司的核心竞争力在于公司的技术优势。汉王科技是国内智能人机交互领域拥有自主核心技术的公司之一，在国内处于领先地位，其中手写识别尤其是简体中文的手写识别与 OCR 技术国际领先。公司主要参与了 2 项国家标准的制定，拥有 64 项软件著作权和 63 项专利。公司长期将 10% 左右的主营业务收入投入研发，是行业中研发投入比例较高的公司之一。

公司成立伊始，就明确制定了阶梯式发展规划，即按照“笔迹输入—手写识别—文字识别—模式识别—智能人机交互”的产业链演进，逐步拓展和深化技术应用、增加产品系列和品类、扩大主营业务领域（见图 5）。公司在笔迹输入、手写识别和文字识别领域已有较为深刻的理解，并开发出比较成熟的产品，目前正逐步向机器视觉、行为识别和技术含量较高的生物特征识别等模式识别的其他领域进行战略布局和拓展。

图 5 公司技术演进图



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

市场、竞争力与未来挑战

从国际来看，智能人机交互市场已逐渐成熟，开始从技术驱动转向需求驱动，近年来诸多明星产品的推出，极大改善了用户们的应用体验，推广了智能人机交互技术在全球范围的普及。国内智能人机交互市场逐渐向大众应用和行业应用两个维度的纵深发展。面向大众的通用产品强调设计的人性化、功能的多样化以及紧跟时尚应用的时效性；面向行业的应用则强调专用性、稳定性和安全性。

根据美国国际数据集团 IDG 公司 2006 年发布的报告预测，智能人机交互系统市场将成为未来 5-10 年内信息产业竞争的焦点，整个市场将保持 25% 以上的高速增长，催生并带动约 5,000 亿美元的相关市场容量。我国智能人机交互市场萌芽于 20 世纪 90 年代中后期，经过多年的技术创新和国内企业的推动，我国此领域相关应用市场已趋于成熟，应用领域日益增加并呈现出快速增长的势态。根据第三方机构 IDG 估计，中国国内市场在 2006 年开始进入全面发展期，由于后发优势，国内市场未来 5 年的增长率将高于世界平均增长水平，预计在 25%-30% 左右，并将创造出近千亿元人民币的相关应用市场空间。

表 3 公司主要产品未来市场容量及主要应用

主要软件	未来 5 年市场规模	主要应用
手写识别软件	500 亿	电脑手写文字输入，智能手机、移动多媒体设备、手持数据采集器、GPS 车载导航设备、信息家电嵌入
笔迹输入软件	60 亿	手写文字输入、工程设计的定位制图、计算机制图、电脑绘图绘画、轨迹应用和教学、签名及签批、无纸办公
OCR 软件	500 亿	智能手机、MP4、电子读写终端；邮政、税务、交通、公安、海关、金融、统计等行业信息录入；

数据来源：公司招股意向书、华泰联合证券研究所

汉王科技的竞争优势在于其深厚的技术积累、出色的科研能力和业已取得的品牌知名度。公司对核心技术拥有完全知识产权，能够为公司未来的发展提供持续性的技术支撑；产品线覆盖大众应用和行业应用两个终端，并保持高速增长；公司品牌在市场上占据较高份额，公司民族产业的身份使汉王科技在和外国厂商竞争时具有一定的优势。

公司的挑战主要集中在三个方面：业务模式的挑战、未来技术发展与知识产权保护的挑战。公司通用产品目前采取软硬件相结合的方式销售，虽然对于提高公司盈利能力和遏制盗版有积极作用，但从全球范围来看，目前还很少有公司能在软件和硬件两个领域内同时获得成功，公司能否走出一条独具特色的发展道路值得我们进一步观察。公司所在“以识别模式为核心的智能人机交互”领域属于高新科技，处于国际生产技术最前沿，因此公司接下来的技术开发面临较大的不确定性。虽然公司目前在向机器视觉、行为识别和生物特征识别等模式识别的较高级应用领域进行战略布局，但目前仍未看到有大规模应用的可能。此外，由于中国软件市场的特殊性，盗版问题始终是软件公司必须面对的挑战。

募集资金投入项目

本次发行新股所募集的资金将投入 5 个项目，共需资金 2.49 亿元（见表 4）。

表 4 公司募集资金投入项目（单位：百万元）

项目名称	计划投资总额
汉王多语种多平台文字识别软件系统及产品	50.00
基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品	46.50
电子纸智能读写终端项目	63.17
数字化仪相关设备与软件技术产业化	58.00
全国营销平台综合体系建设	31.75
总计	249.44

资料来源：公司招股说明书

“汉王多语种平台文字识别软件系统及产品”项目是对公司原有软件产品的技术升级与功能延伸开发，即在公司现有手写识别、OCR 软件产品基础上，使公司产品适应多语种、多平台，并实现功能升级。该项目包括联机手写识别软件系统、联机手写全文本识别软件系统、OCR 通用软件系统、手写识别核心模块软件、OCR 核心模块软件和网络系统建设共 6 个子项目。预计项目实施后上述系统产品年产量将达到 63.44 万套。该项目的实施为公司保持和提升现有市场竞争优势，拓展技术应用新领域提供了基础性的技术支持。

“基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品”项目计以公司 OCR 技术和信息采集技术为基础，建成后公司将能够为不同行业客户提供光电一体化的、允许客户定制的信息采集与识别产品。针对不同的行业应用特点，该项目又分为汉王文档采集与识别系统、汉王证照采集与识别系统、汉王票据/表格/单据采集与识别系统三类基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品。拟开发的产品主要为平板式与传真走纸式等高速扫描信息采集产品。预计项目实施后上述系统产品年产量将达到 1.8 万套。软件硬件化可以有效地保护公司的核心技术知识产权，对提高公司软件产品的竞争力和定价能力意义重大。

“电子纸智能读写终端”项目产品为手持电子纸智能读写终端，主要目标市场无纸化办公市场和会议工具市场。预计项目实施后上述系列产品年产量将达到 100000 套。该项目能够使公司的电子阅读器产品与同类产品进行区分，除满足普通浏览功能外，还满足人们对计算机和网络信息进行阅读和编辑处理的需求，加上公司产品价格的优势，我们认为作为公司重要赢利点的电子纸产品将更具有市场竞争力，有利于公司电子纸产品巩固国内市场，并具备进军国际市场的潜力。

“数字化仪相关设备与软件技术产业化”项目基于公司笔迹输入技术，在公司已有的产品开发经验的基础上，利用募集资金实现“数字化仪”及“手写屏组件”的产业化生产。项目产品主要包括专业数字化仪（绘图板）、通用数字化仪（笔迹仪）和手写屏组件。该项目实施后，产品年产量将达到 750000 套。通过该项目，公司能够更充分的利用核心技术、品牌、渠道等资源，向相关数字化仪设备等市场实施战略发展。

“全国营销平台综合体系建设”项目内容为：在北京、广州、成都、武汉、西安、

南京和沈阳等七个区域中心城市设立并建设公司总部直属的区域营销平台和信息平台。营销平台综合体系项目的建成，将使公司对营销商的管理和对用户的服务由总部前移到了营销平台，从而实现管理和服务的本地化，有利于整体提升公司的销售规模，确立公司品牌形象。

财务分析

表 5 是行业公司的杜邦分析。我们可以看出就 2008 年数据而言，汉王科技较高的净资产收益率水平主要来自于其较高的财务杠杆。

表 5 行业杜邦分析（2008 年末）

公司名称	净资产收益率 (%)	主营业务利润 率 (%)	总资产周转率	应收帐款周转 率	存货周转率	固定资产周转 率
用友软件	17.59	23.63	0.56	8.97	21.02	2.97
东软集团	19.54	12.37	0.88	5.68	6.66	4.54
东华软件	20.56	15.33	0.78	5.67	1.89	9.81
华胜天成	15.15	6.87	0.25	9.91	2.30	44.64
汉王科技	20.36	13.19	0.71	11.36	2.70	1.64

资料来源：wind, 公司招股说明书

与同行业其他公司相比，公司的固定资产周转较低（见表 5），主要是因为公司拥有较多的房产，公司的其他收入部分房产租金占较大比例，并且该部分房产目前价值较高，有利于公司向银行筹措经营所需资金。

与行业内其他公司相比，公司财务费用率较高，主要是因为公司筹集资金得分方式主要是通过向银行贷款取得，需要支付高额利息，伴随公司上市融资成功，我们认为未来公司的财务费用率会有所降低；公司管理费用率较高，主要是因为公司较高的研发费用所致。

表 6 行业内相关公司三项费用表

公司名称	营业费用率	管理费用率	财务费用率	三项费用率
用友软件	45.14%	32.78%	-0.48%	77.44%
东软集团	7.75%	13.93%	0.12%	21.80%
东华软件	3.1%	5.87%	0.23%	9.2%
华胜天成	8.62%	2.18%	-0.29%	10.51%
汉王科技	25.53%	21.77%	3.69%	50.99%

资料来源：公司招股说明书

在 2007 到 2009 年，公司手写产品线毛利率逐年下降主要是由于公司为培养潜在客户，推出部分低端产品所致；OCR 产品毛利率在报告期内一直保持在较高水平，并且相对稳定；行业应用领域新产品的毛利率较高，带动整体毛利率上升。09 年综合毛利率有一定的下降，但我们预计随着募投项目的实施和新产品、新业务的引入，公司未来综合毛利率将稳定在较高水平。

表 7 公司分产品毛利率（单位：%）

项目	2007		2008		2009	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
手写产品线	55.89%	39.61%	58.59%	42.46%	50.27%	10.62%
OCR 产品线	58.80%	36.22%	59.51%	20.59%	58.49%	7.23%
技术授权	100.00%	12.85%	100.00%	13.65%	100.00%	5.85%
行业应用	37.52%	10.69%	34.47%	13.88%	44.66%	5.49%
电纸书	-	-	50.93%	8.68%	46.89%	68.34%
人像识别	-	-	-	-	55.40%	2.10%
其他产品	13.94%	0.63%	9.57	0.74%	11.14%	0.37%
合计	60.38%	100.00%	60.51%	100.00%	51.12%	100.00%

资料来源：公司招股说明书

盈利预测

人机交互领域未来的广阔发展空间，我们认为公司未来各项产品销售都会有不同程度的增长，其中增长最快的仍将是电纸书系列产品（见表 7）。

公司费用控制较佳，预计未来三年公司的销售费用率及管理费用率会保持相对稳定，其中管理费用绝对数额将有较大增长，主要是由于公司为保持技术和产品将会投入大量研发资金。同时，财务费用率将由于获得募集资金而相对减少。

此外，考虑到国家对软件行业增值税收政策的相对稳定性，我们认为公司未来三年的有效所得税率维持在 10% 左右。

我们预计 2010 年-2011 年公司的净利润分别为 14350、22710 和 26950 万元，每股收益为 1.34、2.12 和 2.52 元。

对比行业内可比公司的市盈率水平，我们给予公司 28—32 倍市盈率，估计汉王科技的发行价格预计为 37.54 - 42.90 元。

表 8 盈利预测主要假设（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
手写产品线	9,155	6,062	8,690	10,568	12,700
增长率	8%	-34%	43%	22%	20%
OCR 产品线	4,440	4,126	4,610	4,880	5,310
增长率	-43%	-7%	12%	6%	9%
技术授权	2,944	3,342	3,677	4,100	4,470
增长率	7%	14%	10%	12%	9%
行业应用	2,994	3,137	3,910	5,330	6,370
增长率	31%	5%	25%	36%	20%
电纸书	1,873	39,026	69,000	111,310	160,200
增长率	-	1984%	77%	61%	44%
人像识别	-	1,196	1,577	2,288	2,910
增长率	-	-	32%	45%	27%

其他产品	159	213	250	310	378
增长率	19%	34%	17%	24%	22%
收入合计	21,563	57,103	91,714	138,786	192,338
增长率	1%	165%	61%	51%	39%
毛利率	61%	51%	56%	55%	55%
销售费用/营业收入	26%	27%	28%	26%	25%
管理费用/营业收入	22%	13%	15%	15%	15%
财务费用/营业收入	4%	1%	0%	0%	0%
所得税税率	6%	9%	10%	10%	10%

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

表9 公司利润表（单位：百万元）

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	228.4	581.6	917.1	1,387.9	1,923.4
营业成本	93.2	286.9	400.0	630.0	870.0
营业税金及附加	3.0	7.3	11.7	20.5	27.2
销售费用	58.3	159.3	260.0	357.6	487.8
管理费用	49.7	75.3	138.3	210.8	290.7
财务费用	8.4	8.3	4.0	4.5	3.2
资产减值损失	1.2	2.1	2.7	3.0	4.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	14.6	42.4	100.4	161.5	240.5
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入净额	17.5	50.9	59.7	92.7	61.9
利润总额	32.1	93.3	160.1	254.2	302.4
所得税	2.0	8.0	16.0	25.4	30.2
净利润	30.1	85.3	144.1	228.7	272.1
少数股东损益	0.2	-0.3	0.6	1.7	2.7
归属母公司净利润	29.9	85.6	143.5	227.1	269.5
EPS	0.37	1.07	1.34	2.12	2.52

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 华泰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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：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
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com