

2011 年 10 月 13 日

用友软件

乘 ERP 行业东风

A
买入

600588.SS - 人民币 22.07

目标价格: 人民币 29.00

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(1.7)	(4.3)	11.6	(14.1)
相对新华富时	12.7	4.4	25.9	(2.6)
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	816
流通股(%)	98.7
流通股市值(人民币 百万)	18,452
3 个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
北京用友科技有限公司	29.08

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

用友软件是国内最大的管理软件提供商。我们认为管理软件行业面临历史性机遇, 发展空间广阔。进入 2011 年以来国内 ERP 市场维持较高的景气度, 我们判断这一趋势将持续, 公司将从中受益。目前的股价未能反映公司长期的成长潜力。我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.70、0.97 和 1.30 元。首次覆盖给予买入评级, 目标价 29.00 元, 对应 2012 年 30 倍市盈率。

支撑评级的要点

- ERP 行业是投资中国经济转型的最佳标的之一。我们认为企业对运营效率提升的需求将会引发持续的 ERP 投资的热潮。劳动力成本提升和经营复杂性的增加是拉动企业 ERP 投资的主要因素。本次 ERP 投资热潮始于 2010 年。08 年的全球金融危机给 ERP 行业带来一定影响: (1) 延后了企业的 ERP 投资进程; (2) 使得企业认识到 ERP 对企业经营管理的重要性。
- ERP 市场进入快速发展通道。特别是高端 ERP 快速增长, 原因有二: (1) 需求方面: 企业对高端 ERP 的需求快速上升, 支付意愿增强; (2) 供给方面: 国内龙头厂商产品技术准备充分, 积累到位, 能够最大程度满足大型企业客户的需要。
- 用友软件是国内最具竞争力的管理软件厂商, 品牌认知度高, 竞争优势显著。公司的技术研发能力强, 产品实力雄厚, 客户基础广泛, 实施团队优秀。公司通过提高产品成熟度和加强实施能力开拓高端 ERP 市场, 我们预计用友软件的市场份额将进一步扩大。
- 借力云计算, 新商业模式带来更大的发展潜力。用友软件依托 120 万现有客户, 已经在 Paas 和 Saas 两大领域进行有效布局, 未来值得看好。
- 盈利增长有望加速。2010 年是公司的投入高峰期, 相应布局基本完成。我们认为 2011 年公司的费用率将得到有效控制, 利润将加速增长。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致中小企业 IT 投资下降。
- 人力成本超预期上升。

估值

- 我们预计 2011-13 年每股收益分别为 0.70、0.97 和 1.30 元, 3 年复合增长率达到 47%。我们给予公司 30 倍 2012 年市盈率, 目标价为 29.00 元, 首次评级为 **买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,347	2,979	4,268	5,933	8,038
变动(%)	36	27	43	39	35
净利润(人民币 百万)	545	332	575	794	1,064
全面摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.41	0.70	0.97	1.30
变动(%)	15	(39)	73	38	34
市盈率(倍)	33	54	31	23	17
每股现金流量(人民币)	0.86	(0.27)	0.36	0.87	1.24
价格/每股现金流量(倍)	26	(81)	62	25	18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44	167	47	28	19
每股股息(人民币)	0.06	0.00	0.07	0.10	0.13
股息率(%)	0.27	-	0.32	0.44	0.59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
盈利预测和估值.....	4
ERP 的二次浪潮	7
用友的优势.....	15
云计算：新模式带来的新机会	22
财务分析.....	24
主要风险.....	26
附录一、公司简介	27
附录二、ERP 简介.....	30
研究报告中所提及的有关上市公司	35

投资摘要

我们首次覆盖用友软件，给予**买入**评级和 29.00 元目标价。我们预计用友软件 2011-2013 年每股收益分别为 0.70 元、0.97 元和 1.30 元，目前股价对应 2012 年的市盈率为 24 倍，我们认为公司目前的股价没有反映其长期增长的潜力。

ERP 行业快速增长，景气有望持续。ERP 行业还远未触及行业天花板。在经济结构转型和劳动力成本不断提升的大背景下，ERP 行业近年来得到了较快的发展。我们认为企业对运营效率提升的需求将会引发持续的 ERP 投资的热潮。劳动力成本提升和经营复杂性的增加是拉动企业 ERP 投资的主要因素。本次 ERP 投资热潮始于 2010 年。2008 年的全球金融危机给 ERP 行业带来的影响可归纳为：（1）延后了企业的 ERP 投资进程；（2）使得企业认识到 ERP 对企业经营管理的重要性。

用友软件是国内最具竞争实力的 ERP 厂商。用友软件是目前国内最大的 ERP 企业，市场占有率达到 28.3%，将充分受益于本轮 ERP 景气周期。公司的技术研发能力强，产品实力雄厚，客户基础广泛，实施团队优秀。公司通过提高产品成熟度和加强实施能力开拓高端 ERP 市场，我们预计用友软件的市场份额有望进一步扩大。用友软件经过 10 年的布局，已经形实现了对高中低端客户的全面覆盖，公司的 NC 系列、U 系列和 T 系列产品线分别对应了高端、中端和低端客户，公司产品已经能够全面服务于初创期、成长期和成熟期等不同生命周期的企业。

相对于国内竞争对手，公司优势在于：（1）产品成熟度高，实施能力强；（2）品牌影响力逐步建立，成功案例库丰富；（3）营销服务网络完整。

相对于国外竞争对手，公司优势在于：（1）产品更加契合用户的管理需求；（2）产品价格优势；（3）更加贴近客户，服务更具便利性和及时性。

借力云计算，新商业模式带来发展新动力。云计算是技术革命，更是商业模式的革命。用友基于其产品线和客户的优势，在 PaaS 和 SaaS 领域均有布局。我们认为随着客户对新模式认知度的提升以及中小企业对低成本的信息技术的需求将在未来的 3-5 年内给用友带来更大的发展机会。

盈利增长有望加速。2010 年是公司的投入高峰期，相应布局基本完成。我们认为 2011 年公司的费用率将得到有效控制，利润将加速增长。公司股权激励要求 2011 年扣非后净利润较 2009 年增长 70% 以上。

盈利预测和估值

盈利预测核心假设

收入假设:

- 用友 NC 系列 2011-2013 年收入增速分别为 62%、45%和 40%;
- 用友 U 系列 2011-2013 年收入增速分别为 38%、37%和 35%;
- 用友 T 系列 2011-2013 年收入增速分别为 35%、65%和 50%;
- 技术服务及培训收入增速分别为 48%、38%和 35%。

图表 2. 主营业务收入预测表

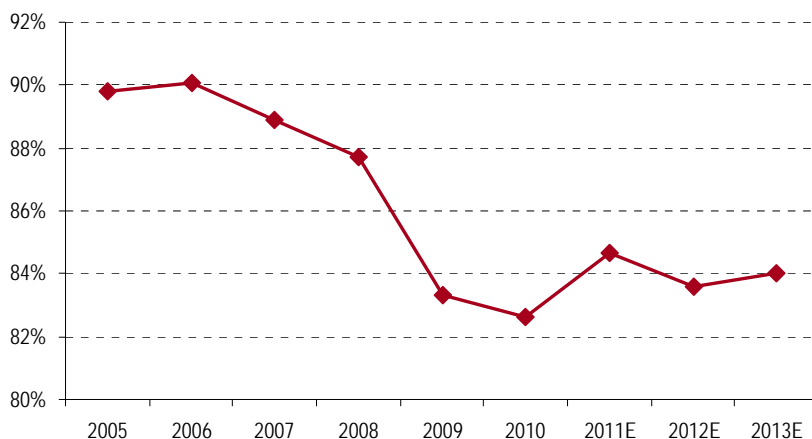
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(人民币 百万)					
软件销售	1,329	1,724	2,504	3,574	4,927
-用友 ERP-NC	487	636	1,030	1,493	2,090
-用友 ERP U8&U9	430	584	806	1,104	1,490
-用友 T 系列	226	262	353	583	874
-其他产品	186	243	316	394	473
技术服务及培训	764	986	1,459	2,013	2,718
软件配套用品销售	183	177	203	233	268
其他行业收入	71	93	102	112	124
合计	2,347	2,979	4,268	5,933	8,038
增速 (%)					
软件销售	18.3	29.7	45.3	42.7	37.9
-用友 ERP-NC	25.3	30.4	62.0	45.0	40.0
-用友 ERP U8&U9	19.7	35.8	38.0	37.0	35.0
-用友 T 系列	-3.3	16.0	35.0	65.0	50.0
-其他产品	30.6	30.4	30.0	25.0	20.0
技术服务及培训	65.0	29.0	48.0	38.0	35.0
软件配套用品销售	122.6	-3.6	15.0	15.0	15.0
其他行业收入	25.6	30.6	10.0	10.0	10.0
合计	36.0	26.9	43.3	39.0	35.5

资料来源: 公司年报, 中银国际研究部

毛利率:

我们预计公司 2011-2013 年整体毛利率水平保持稳定, 分别为 84.6%、83.6%和 84.0%。

图表 3. 未来三年毛利率预测

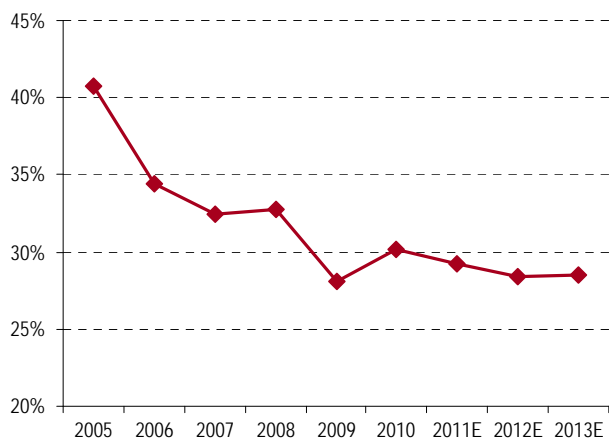


资料来源：公司年报，中银国际研究部

费用率：

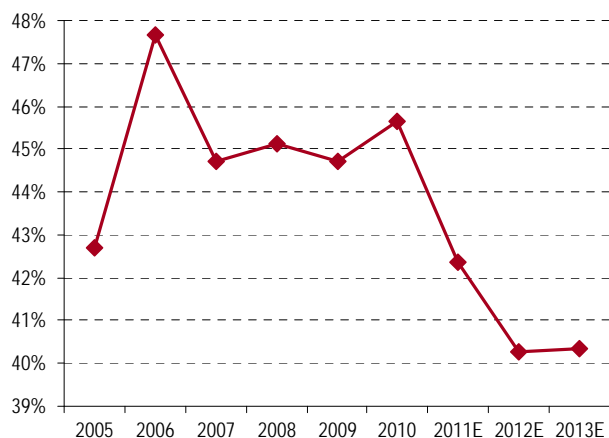
我们认为随着公司渡过 2010 年的高投入阶段，2011 年应当进入到收获时期。我们认为未来数年公司的费用增长将慢于收入增长，经营利润率有望逐步提升。

图表 4. 销售费用率及预测



资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 5. 管理费用率及预测



资料来源：公司年报，中银国际研究部

估值

根据我们的测算，用友软件 2011-2013 年的每股收益分别为 0.70 元、0.97 元和 1.30 元，同比增速分别为 73.8%、37.6%和 34%，复合增长速度为 47%。公司是国内乃至亚太地区的管理软件龙头，应享有一定的估值溢价，我们即给予公司 30 倍 2012 年市盈率，由此得出公司合理价值为 29.00 元/股。

图表 6. 可比公司市盈率

代码	名称	收盘价	总市值	流通市值	每股收益 (元)				市盈率 (倍)				净利润复合增 速(%)	PEG	净资产收益 率(%)
			(百万)	(百万)	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010-13E	(倍)	2011E
600718.SS	东软集团	8.56	10,508	10,508	0.39	0.43	0.53	0.65	21.7	19.9	16.3	13.1	18.2	1.09	11.6
002065.SZ	东华软件	18.60	9,872	8,328	0.62	0.82	1.08	1.41	30.0	22.6	17.2	13.2	31.4	0.72	21.6
002410.SZ	广联达	35.48	9,580	2,331	0.92	1.06	1.62	2.37	38.7	33.4	21.9	15.0	37.3	0.90	17.4
600536.SS	中国软件	14.92	3,367	2,407	0.41	0.83	1.04	1.57	36.3	17.9	14.3	9.5	56.2	0.32	12.6
002368.SZ	太极股份	18.88	3,730	1,797	0.44	0.68	0.91	1.39	42.8	27.6	20.7	13.6	46.4	0.59	14.9
002279.SZ	久其软件	16.95	1,862	659	0.42	0.55	0.73	1.06	40.3	30.8	23.3	16.0	40.1	0.77	9.0
002063.SZ	远光软件	19.04	6,424	5,452	0.57	0.71	0.98	1.38	33.5	26.9	19.5	13.8	42.0	0.64	24.8
300170.SZ	汉得信息	17.15	2,881	720	0.37	0.59	0.86	1.16	46.5	29.0	19.9	14.8	37.5	0.77	10.1
平均值									36.2	26.0	19.1	13.6	38.6	0.72	15.2
600588.SS	用友软件	22.07	18,007	18,007	0.41	0.70	0.97	1.30	54.2	31.3	22.7	16.9	47.4	0.66	20.3

资料来源：中银国际研究部

*股票价格取 2011 年 10 月 12 日的收盘价格

ERP 的二次浪潮

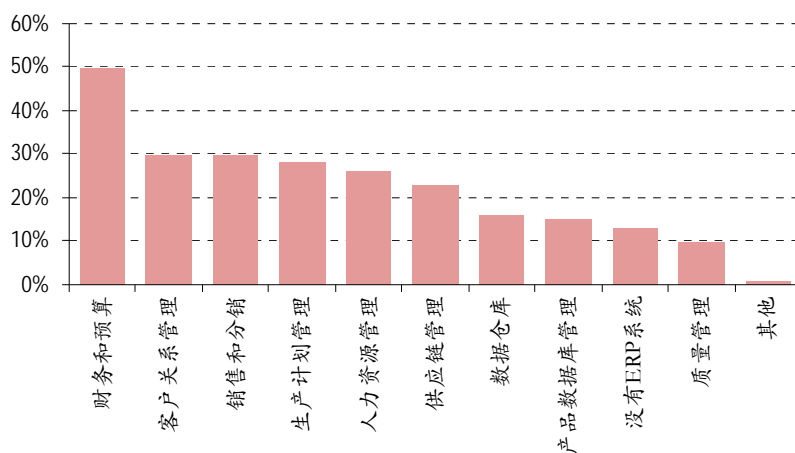
管理软件支撑中国制造业升级

中国正处于经济转型的关键时期，由制造大国向创造大国和创新大国转型，由传统的投资拉动经济增长的模式向科技和消费驱动的经济增长模式转型。世界级的企业和世界级的品牌是依靠管理来实现的。适合客户需要的高品质的管理软件则是成熟管理的标志和保障。

过去三十年是我国制造业等传统产业发展的黄金阶段。由于人力、环境等要素价格低廉，传统制造业呈现粗放式发展，片面追求收入增长而忽视效率的提升，这导致了我国虽然拥有世界第二的 GDP 和体量庞大的制造业，但是在“软实力”上劣势明显。我国的 IT 投入，特别是软件投入占 GDP 比重低于全球平均水平。我国最大的管理软件企业年收入规模仅仅 30 亿元，不及一个大型楼盘的销售规模。

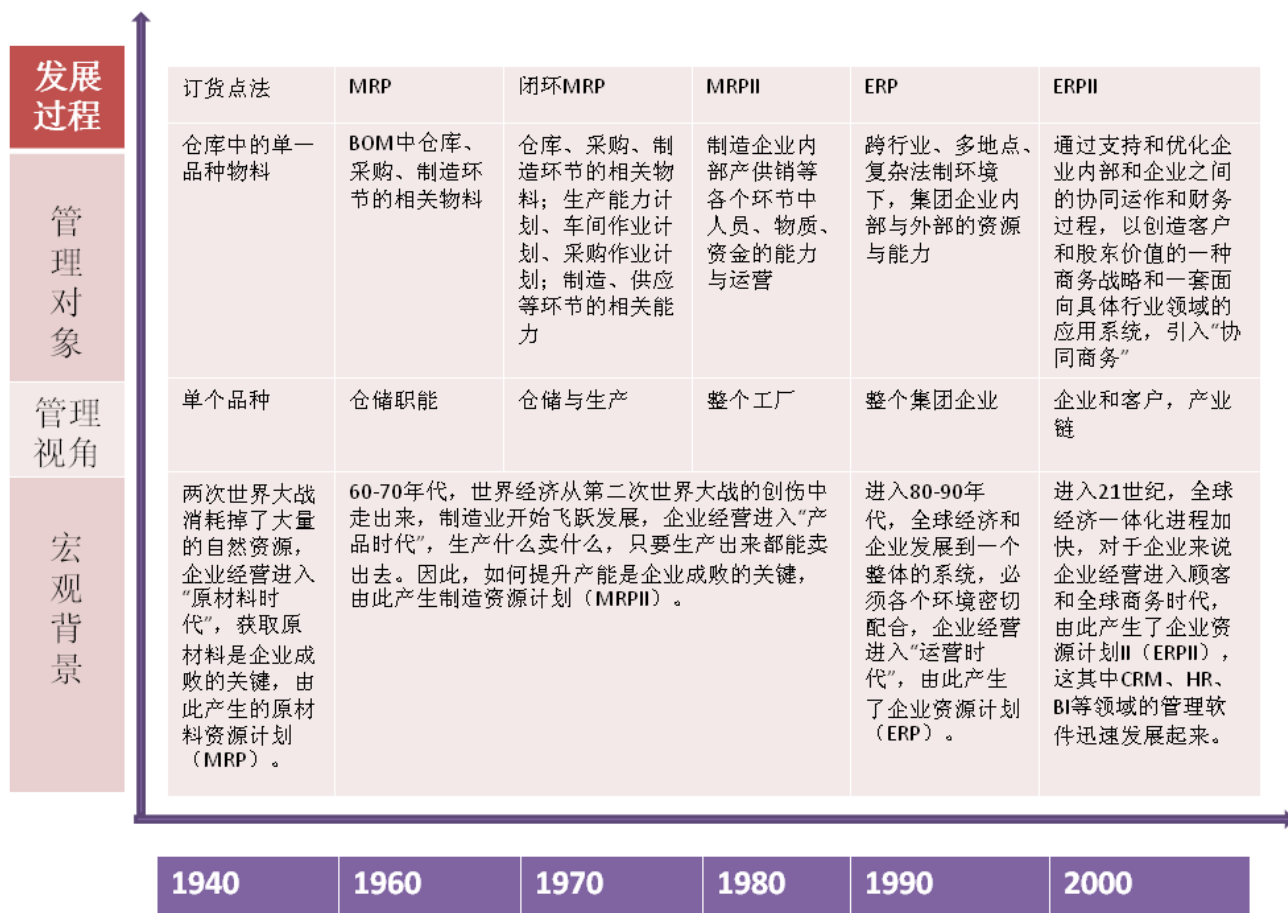
经过十多年的市场培育，无论是大型国企还是中小型企业，对以 ERP 为代表的管理软件带来的价值的认可度有了比较大的提升，这为国内管理软件厂商的进一步发展壮大提供了非常理想的土壤。我们对近年来上市的创业板公司进行了一次样本调查，显示约四分之三的企业在获得充沛资金支持之后开始对 ERP 系统进行升级改造。

图表 7. 企业用户 ERP 应用模块分布



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

图表 8. ERP 行业发展历程



资料来源：公司资料，中银国际研究部

ERP 的核心驱动力：效率提升

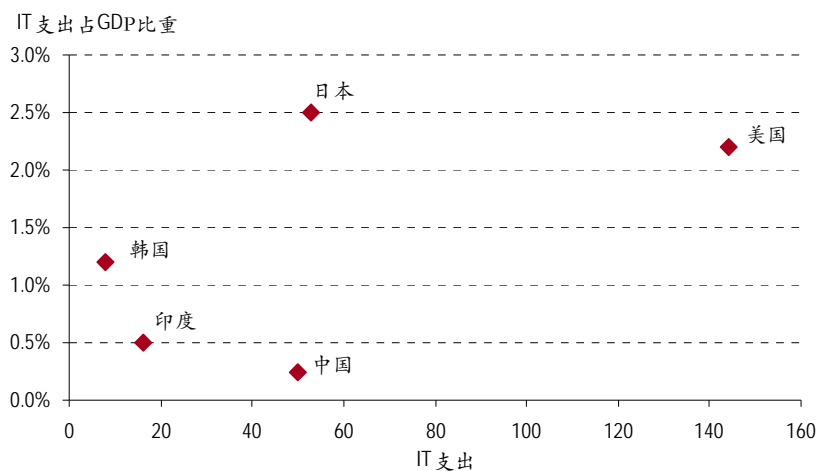
投资ERP软件行业的核心思路是投资中国企业的经营方式转型，从单纯追求收入的快速增长的模式到追求“收入合理增长+效率提升”的可持续模式。ERP软件是实现这一转变的有效工具。因此我们认为，在未来的5-10年时间，我国的管理软件行业有望从目前的150亿左右的规模扩大到千亿规模，在这次浪潮中，我国的领先管理软件提供商，特别是领先的ERP软件提供商将能够超越过去的成长速度，成为真正的中国管理模式的领导者。

与之前企业盲目 ERP 投入高峰不同，现在的企业对 ERP 的认识正在发生改变。一方面，ERP 的真正价值得以展现出来，ERP 软件不仅没有过时，相反，它已经成为企业信息化管理和开展 B2B、B2C 等电子商务的基石，在未来云计算的浪潮中，ERP 软件将成为云计算的一个核心应用和服务；另一方面，越来越多的企业开始认识到，ERP 不是万能的救世主，而是帮助企业改善管理，革除积弊的苦口良药。ERP 代表了现代管理方法和管理制度的引入，要想从 ERP 中获得益处，又不肯忍痛割除中国企业旧有的陋习和弊端，再好的 ERP 也毫无办法。

ERP 市场空间广阔

企业管理软件的市场成熟度是国家信息化程度的标志。我国 2010 年国内生产总值已经超过了 40 万亿，但是软件产业占 GDP 的比重只有约 2.5%，不仅远低于美国、日本、英国等发达国家，也低于印度、韩国等国家。

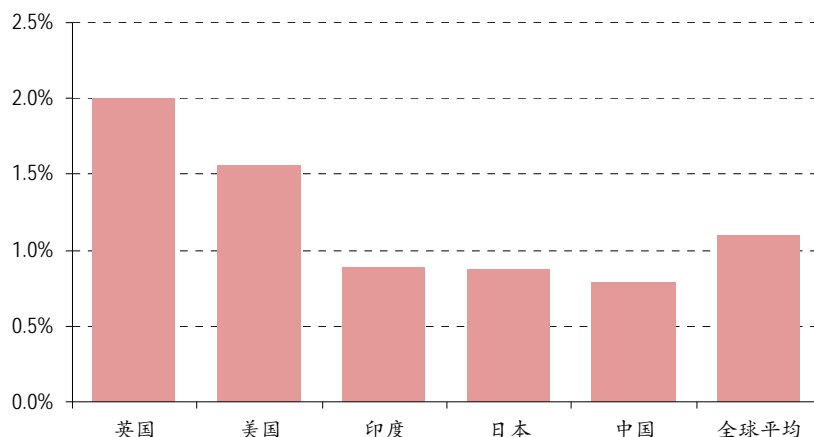
图表 9. 各国 IT 支出比较



资料来源：CCID，中银国际研究部预测

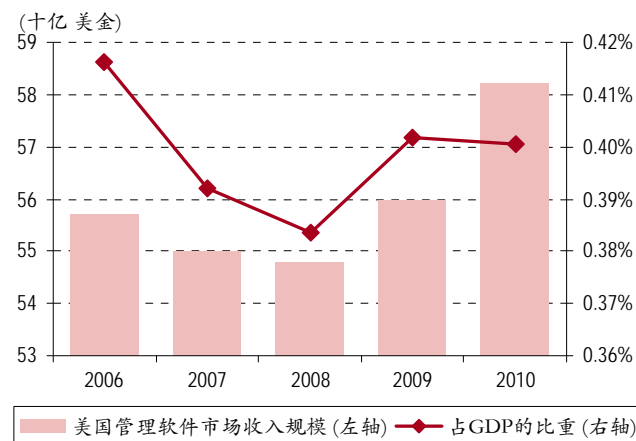
管理软件领域我们同发达国家的差距也非常明显，ERP 占 IT 投入的比重也低于西方发达国家和全球的平均水平。考虑到我国的制造业占比非常高，制造业的生产效率提升将促进以 ERP 为代表的管理软件发展壮大。

图表 10. ERP 支出占比



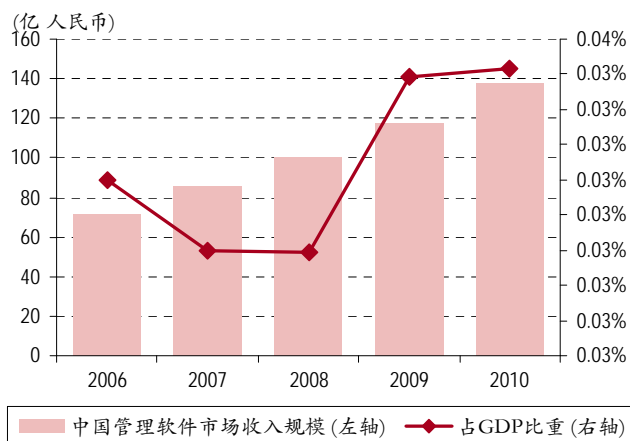
资料来源: CCID, 中银国际研究部预测

图表 11 美国管理软件市场规模和占 GDP 比重



资料来源: Gartner, 中银国际研究部

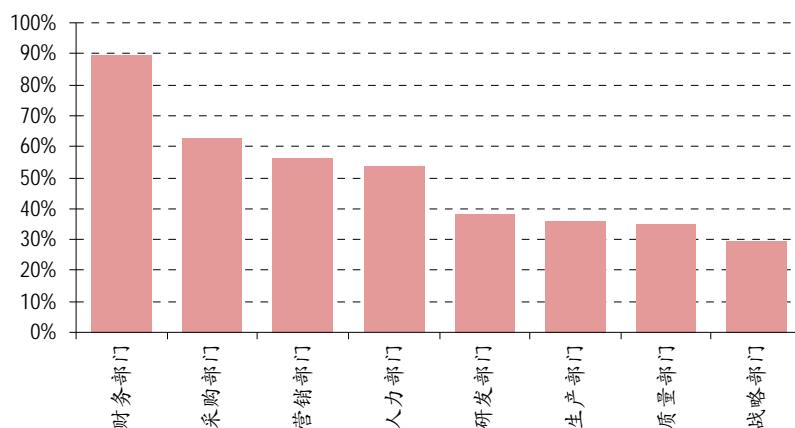
图表 12. 我国管理软件市场规模和占 GDP 比重



资料来源: 赛迪, 中银国际研究部

较低的 ERP 渗透率和 ERP 在经济转型中的重要作用结合起来, 预示着行业较大的成长空间。从我国目前 ERP 应用部门分布情况来看, 财务部门由于 ERP 进入时间较早, 实施较为容易等特点, 目前应用比例超过 80%, 未来的需求主要集中在软件升级换代以及同其他模块接口的更新上。除此以外, 采购、营销和人力部门 ERP 应用比例超过了 50%, 但是根据我们的研究发现, 底层使用者对这些模块的需求仍然旺盛, 原因在于管理方法和 IT 技术均在发生较大的变化, 原有的软件系统不能很好满足这些变化。对于生产、研发、质量和战略等部门来说, 信息技术的应用比例还非常的低, 软件企业在这些市场大有可为。

图表 13. 企业用户 ERP 应用部门分布



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

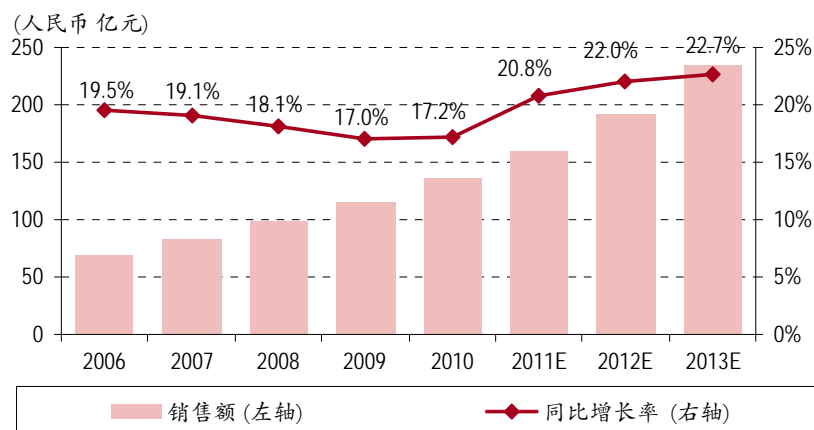
国内管理软件需求旺盛：

我们预计未来 3 年国内管理软件（ERP）行业将进入快速发展通道，未来将呈现加速增长的态势。主要原因在于：

- 本次 ERP 投入高峰的根源是企业自下而上的投入意愿增强。我们最近调研了一些最近上马 ERP 项目的企业，公司普遍认为其对 ERP 的支付意愿提升。随着宏观经济的不确定性增强，企业已经充分认识到经营管理效率提升是未来发展的必由之路。这一趋势在 08 年金融危机之后尤其明显，经历金融危机的洗礼，无论是大型企业集团还是中小型企业都意识到传统的粗放式增长蕴含的风险，在面对多变的宏观经济环境时，只有练好内功才是企业能够发展壮大的根本。企业对管理软件所蕴含的价值认可度提升，突出表现在订单体量不断扩大上。
- 人力成本上升，效率提升成为经济转型的关键问题。人力成本上升压力对国内制造业企业的压力较大，企业必须要寻找替代人工的办法，管理软件成为提高生产经营效率，对抗人力成本上升的好办法。
- 供给方面，优秀的 ERP 软件不再高高在上，国产 ERP 软件经过多年的积累和完善，已经能够满足绝大多数国内客户的需要。国产软件企业在高端市场的开拓将对整个行业的生态格局产生重要影响。目前的市场格局对国产软件龙头有利：（1）品牌认知度提升；（2）同国际巨头的技术差距缩小；（3）一直存在的产品价格优势使得国内客户对于国产龙头软件产品认可度和接受程度提高。

以国内管理软件龙头企业用友和金蝶为例，2011年上半年销售收入分别增长60%和58%，体现了行业高速增长。

图表 14. 中国管理软件市场规模



资料来源: CCID, 中银国际研究部预测

图表 15. 国内管理软件市场占有率情况

排名	公司	销售额	市场占有率 (%)	排名	公司	销售额	市场占有率 (%)
1	用友软件	31.32	22.8	1	用友	26.03	22.2
2	SAP	13.49	9.8	2	金蝶	11.52	9.8
3	金蝶软件	13.43	9.8	3	SAP	11.4	9.7
4	浪潮软件	11.3	8.2	4	浪潮	9.37	8.0
5	Oracle	7.92	5.8	5	Oracle	6.9	5.9
6	东软	6.46	4.7	6	东软	5.79	4.9
7	Infor	6.14	4.5	7	Infor	5.25	4.5
8	鼎捷	4.83	3.5	8	鼎捷	4.41	3.8
9	金算盘	4.51	3.3	9	金算盘	3.99	3.4
10	航天信息	2.78	2.0	10	航天信息	2.42	2.1
	其他	35.48	25.8		其他	30.37	25.9
	合计	137.66	100.0		合计	117.45	100.0

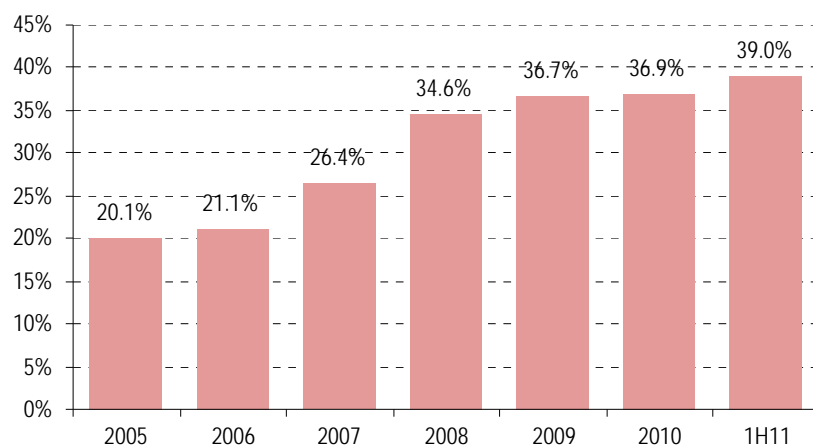
资料来源: 用友软件年报, 中银国际研究部

目前国内经营 ERP 高端市场的主要还是国外软件企业，但是国内龙头企业在经历了学习、吸收和本土化自主开发之后，已经逐步成熟起来，并且成为国内市场上的主力军。国产软件因为：（1）实用性好；（2）方便使用；（3）实施周期相对较短；（4）风险低；（5）见效快等优势，已经越来越被国内的中大型企业所接受，不仅如此，我们观察到不少跨国公司在华独资或者合资企业也开始选择中国本土的软件产品，例如麦当劳在国内就大量采用了金蝶软件的 ERP 模块。ERP 功能化、模块化部署的特点使得国内软件企业有机会逐步进入原来由国际软件厂商把持的高端市场。

未来趋势：ERP 向大型化、高端化迈进

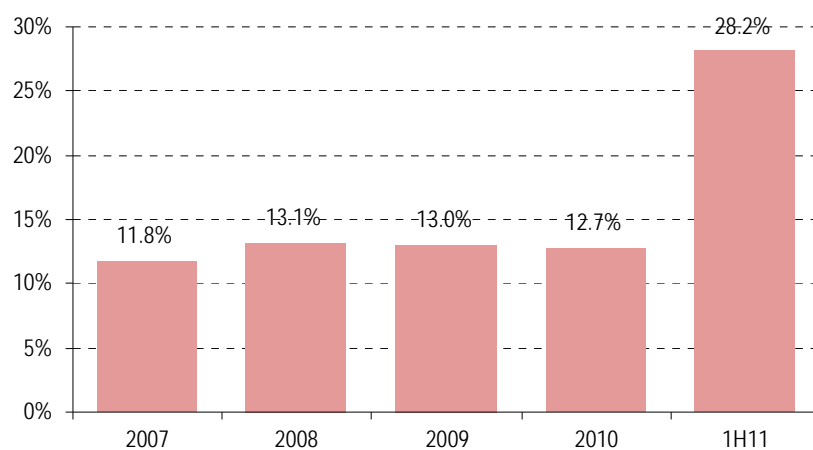
- ERP 投入升级，高端化趋势明确。以国内领先的 ERP 厂商用友软件和金蝶国际为例。用友的高端集团客户产品用友 NC 的销售增速远远高于其整体软件销售增速，占总收入比重也从 2005 年的 20% 提升到 2011 年上半年的接近 40%。金蝶也是如此，虽然其高端产品 EAS 在总收入中的比重不如用友高，但是增长速度较快。2011 年上半年占其软件销售比重为 28%，远远高于 2007-2010 年的水平。原因我们认为在于：（1）高端客户，特别是销售规模 50 亿元以上的客户对国内软件厂商的产品和服务认可度提升，越来越多的大型企业在进行 ERP 软件选型时选择国内龙头企业的产品；（2）随着中国企业的经营规模不断扩大，区域不断扩张，对 ERP 软件的需求也在不断的增加，越来越多的企业进行软件升级，上马新的 ERP 项目和模块，国内软件龙头因布局多年，将充分受益。
- 中小企业对 ERP 的认知程度提升。过去以央企的大投入为主，现在国内中小企业，特别是营业收入 5 个亿以上、净利润 5,000 万以上的，对于 ERP 的需求增加非常明显。新功能、新模块成为这些企业的主流选择。
- 国产龙头软件品牌认知度提升，行业集中度有提升的趋势。我们发现 5 年前上马 ERP 系统的很多中小企业在进行新一轮 ERP 选型的时候往往会选择以用友、金蝶为代表的国产一线厂商的产品，而不是之前使用的国内二、三线厂商的产品。我们认为这体现了国内领先厂商经过十多年的技术积累和品牌力提升，占据了有利位置，将最大程度受益未来 ERP 行业的快速发展。

图表 16. 用友软件-高端产品 NC 系列收入占比不断提升



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

图表 17. 用友软件-高端产品收入占比

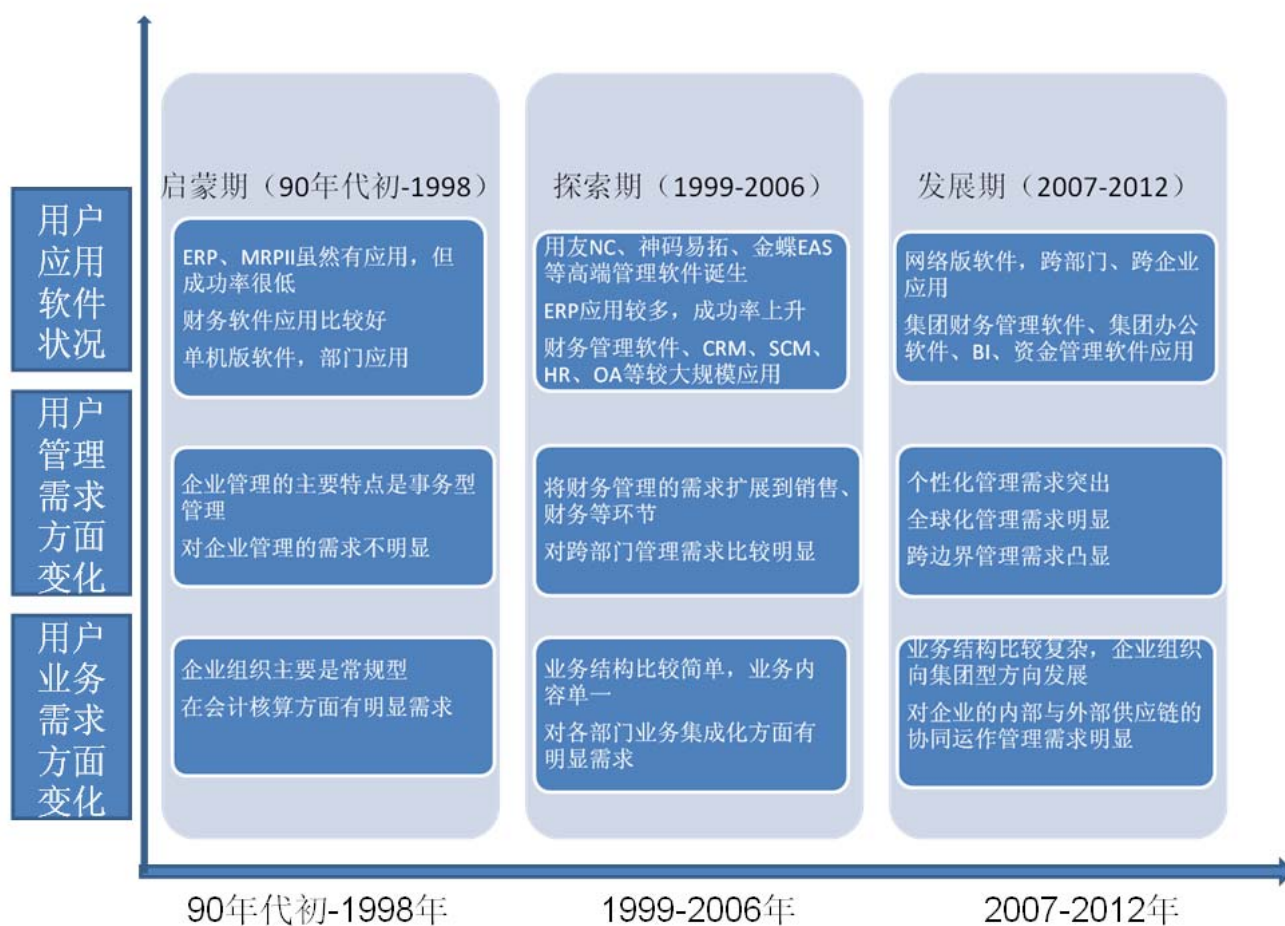


资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

用友软件的竞争优势

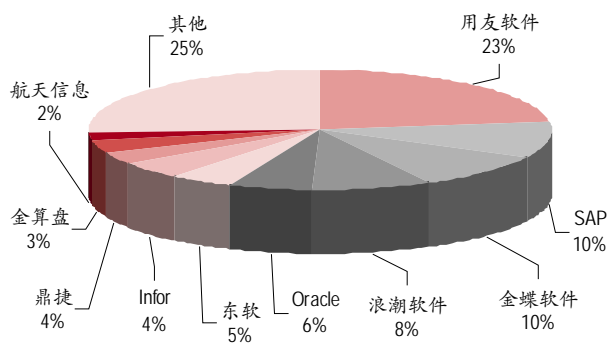
用友软件是中国最大的管理软件提供商，连续 9 年市场份额第一，营业收入超过第二和第三的总和。在管理软件下的多个子领域，用友软件均具有较强的竞争力。公司是国内最大的 ERP 软件提供商，连续 9 年市场份额位居行业第一，2010 年市场占有率达到 28.3%；最大的财务软件提供商，2010 年市场份额 27.9%；最大的人力资源管理软件（HRM）提供商，2010 年市场份额 18.4%；最大的客户关系管理软件（CRM）提供商，2010 年市场份额 16.9%；最大的资产管理软件（EAM）提供商，2010 年市场份额 17.4%。

图表 18. 用友软件发展历程



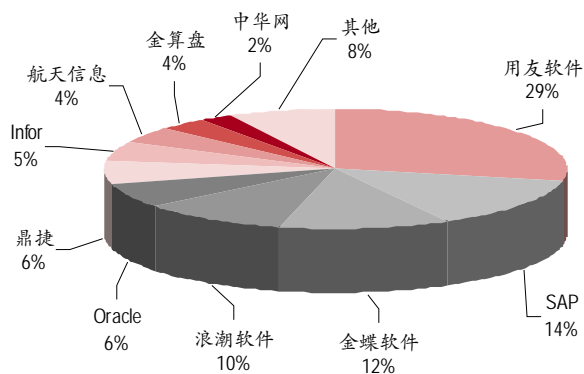
资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 19. 管理软件市场份额-2010 年



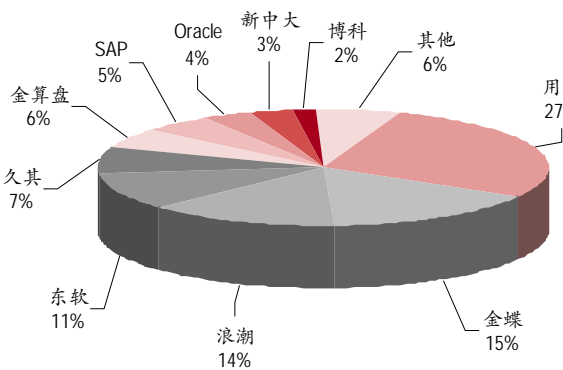
资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 20. ERP 软件市场份额-2010 年



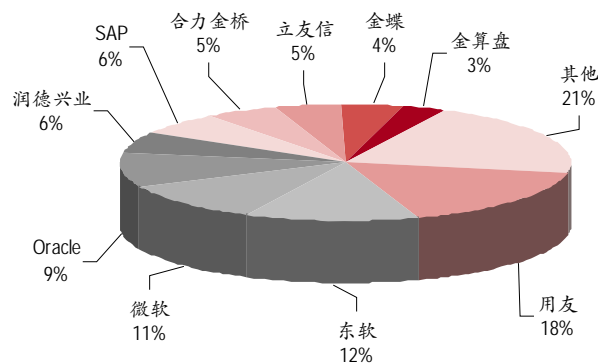
资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 21. 财务软件市场占有率-2010 年



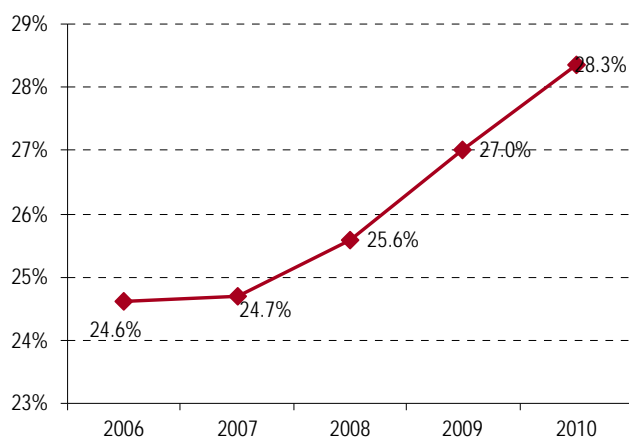
资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 22. CRM 市场占有率-2010 年



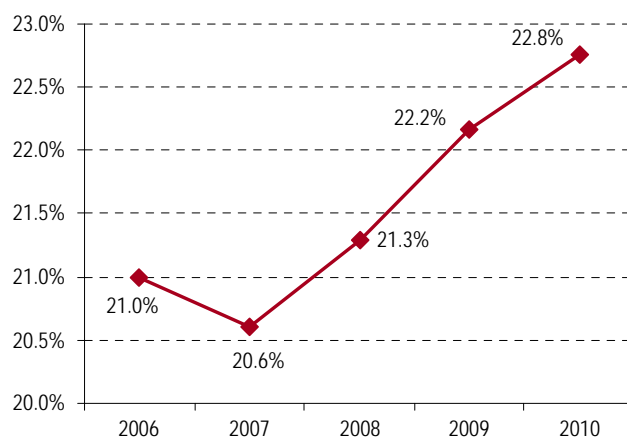
资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 23. 用友管理软件市场占有率变化



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

图表 24. 用友 ERP 市场占有率变化



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

市场占有率不断提高是对用友软件竞争优势的最好证明。

产品线齐全，业务布局完整，涵盖客户范围广泛

用友软件拥有国内最为完整的管理软件产品线，客户覆盖范围从个体户到大型全球化企业。用友软件的产品线主要分为三个系列：

- 用友 NC：面向集团客户的高端 ERP 软件，订单价格往往在百万级别。该业务目前的增长最为迅速，也是公司发展潜力最大的业务领域。
- 用友 U 系列（U8 和 U9）：面向大中型企业客户，产品成熟度高，功能模块全。
- 用友 T 系列：面向小型企业客户，产品以套装软件的形式通过分销商进行销售。价格几千元到数万元不等。

另外，用友还通过伟库网向入门级企业和个人客户提供在线的管理软件服务。

图表 25. 用友软件产品线



资料来源：公司年报、中银国际研究部

根据公司提供的数据，用友软件目前在全国拥有 120 万企业客户，这一数字高于竞争对手金蝶的 100 万用户，位居全国第一。用友在全国的合作伙伴和分销商总数达到了 3,000 家，分公司和子公司达到 100 余家，市场覆盖面广，能够更加方便的接触客户，服务客户，为公司未来进一步开拓客户，提升客户价值，收入快速增长打下了坚实的基础。

用友软件在多个体量庞大的业务领域均有布局，是国内业务布局和行业覆盖最宽广的软件企业之一，并且用友在多个业务都已经做到了市场份额第一，具备了较强的竞争优势。

图表 26. 用友在各个市场的布局

业务	5年后市场规模预测(亿)	用友布局	竞争对手	情况说明
大中型企业管理软件和服务	300	用友母公司	金蝶、SAP、Oracle	市场集中度较高,领先企业有优势,未来市场将进一步集中,市场份额第一的企业可能占据50%的市场份额。
中小型企业管理软件和服务	200	畅捷通	金蝶、金算盘	市场集中度较低,行业处于洗牌的过程,技术实力有限的企业被淘汰,市场集中度逐步提高
Paas	100	伟库	金蝶友商、阿里巴巴	行业发展和盈利模式还处于摸索阶段
政府部门管理软件和应用	500	用友政务	金蝶、久其软件等	部门割据,条块分割,厂商之间竞争并不激烈
医疗信息化	200	用友医疗	东华、东软、银江、卫宁	市场还未启动,格局不明朗,受到医改等政策影响较大,用友在布局上占据了一定的先机
管理咨询	100	用友长伴	金蝶、IBM、Oracle	国内企业刚刚进入高端,需要较长时间的发展,目前高端咨询为外资所掌控,低端咨询业务认可度低
烟草	50	用友烟草		地方割据
汽车软件	50	英孚思为	启明信息	用友的市场份额约占30%

资料来源: 公司资料, 中银国际研究部

技术实力领先

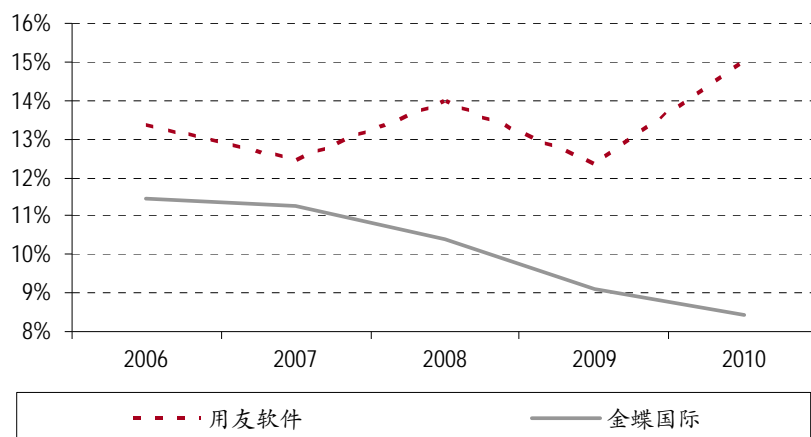
ERP 软件的产品结构一般是由: 底层平台、通用的管理应用、行业化应用和客户化定制构成。软件的成熟度是管理软件公司的重要技术指标。我们通过观察用友软件近年来的软件版本的发布情况以及和部分下游客户交流, 用友软件的 NC 和 U8 系列的底层平台和通用管理平台已经非常成熟稳定, 行业应用方面公司也已经做到了大多数重要行业都有相对应的版本, 未来公司的技术重心将部分的向客户化定制和实施转移。公司 2010 年战略性的增加了约 4,000 人的实施团队, 将为未来的增长打下良好的基础。随着公司实施人员实施效率的提升和实施经验的积累, 公司将能够实现更高的收入增长速度和享受更高的利润率水平。

图表 27. 用友软件的版本演进

用友软件主要产品版本变化									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 上半年	
NC	V3.0	V4.0、V5.0			V5.02 V5.5	V5.5 V5.6 V5.7	及 V5.6 的多个行业版本		
U8	V8.6	V8.7				V8.9	U8 All-In-One 1.0		V10.0
U9					V1.0	V2.0			V2.1
畅捷通									28 个版本, 首发 20 个, 升级 8 个

资料来源: 公司资料, 中银国际研究部

图表 28. 研发投入占总收入比重



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

盈利能力有望得到较大提升

我们认为用友软件的盈利增速将加快。

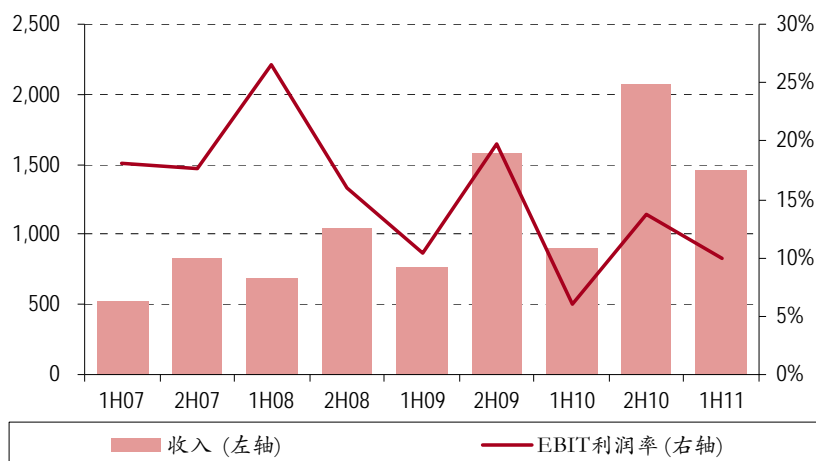
- NC 产品成熟度不断提升，实施难度大幅降低将带来 NC 利润率的提高。对于大型集团客户而言，其上马 ERP 项目的特点是共性模块少，个性化开发较多。SAP 能够从大型项目中获益较多源自其设计成熟度极高的软件产品 and 外包实施服务。用友软件通过自身开拓，需要较大的初期投入，并且在相当长的一段时间之内，由于人员的实施经验积累不够和有效利用率不足两个因素会导致实施服务很难实现盈利。这时实施服务的贡献主要体现在对高端软件销售的促进上。公司 2010 年大规模扩张其实施团队，带来的负面影响就是人力成本快速上升，削弱了盈利能力。实施服务是具有较强正反馈效应的业务，公司目前较多的高端客户订单将有助于实施团队快速积累实施经验。我们认为其盈利能力将在未来 2-3 年逐步提升。
- 中低端产品加大分销力度，提高分销占比。用友采用直销+分销的模式来销售其套装软件，相比较直销，分销模式的利润率更高，加强经销商网络建设和市场宣传有利于分销的比重。
- 激励机制到位，人均产出上升。用友软件于 2010 年年底推出股权激励，激励范围广，人数近 2,000 人。结合 2011 年公司在内部管理上做出的一系列调整，例如：内部考核由延续多年的收付实现制调整为权责发生制等，进一步激励员工的工作积极性。我们认为用友的人均产出指标将进一步上升。

图表 29. 用友软件人均营业收入



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

图表 30. 收入和 EBIT 利润率



资料来源：用友软件年报，中银国际研究部

软件产品+实施服务的模式

国际厂商如 SAP 往往专注于 ERP 软件产品的研发和销售，实施服务一般通过 IT 咨询公司来实现。这一商业模式的优势是充分实现产业链的专业化分工，软件厂商更加专注于产品的研发升级而实施商关注与客户的个性化要求，即软件厂商提炼共性特征，实施商专注个性化。对于软件厂商来说，一旦能够吸引到大量合作伙伴参与其产品的推广，则有利于建立一个产业生态系统，而软件厂商本身无疑成为生态系统的核心，占据产业链的制高点。

由于目前国内没有一个成熟的 ERP 实施市场，国内的软件企业较难找到合适的本土合作伙伴，于是自建实施团队成为领导厂商的唯一选择。对于这一模式，我们认为在目前的特定时期是有利于国内软件厂商在中高端 ERP 市场的开拓。

对于大型企业的 ERP 项目而言，绝不仅仅是一笔 IT 投入的问题，而是对管理模式和管理流程的一次重新设计和规范，因此实施顾问在其中扮演的角色非常重要。在缺乏行业生态圈支持的情况下，本土 ERP 企业想在高端大项目上有所突破，而不仅仅是销售部分小的模块，就必须有一支经验老道，熟悉相关行业特性，对公司的软件产品了解透彻的团队。当外部力量不能够支持这样一支团队时，将其内部化就成为了必然的选择。2010 年用友增加了将近 4,000 人的 ERP 实施人员，我们认为这部分人员将在未来的 3 年内逐步体现其价值，帮助用友软件获取更加高端客户的青睐，在大型企业的 ERP 项目上面有所斩获。在目前的阶段，内部 ERP 实施的优势在于对公司软件产品非常熟悉会体现得较为突出。但是我们坚持认为，随着国内 ERP 实施环境的成熟，将实施团队独立，并且同更多的国际和国内高端 IT 咨询公司合作是一个 ERP 软件企业发展壮大的必由之路。

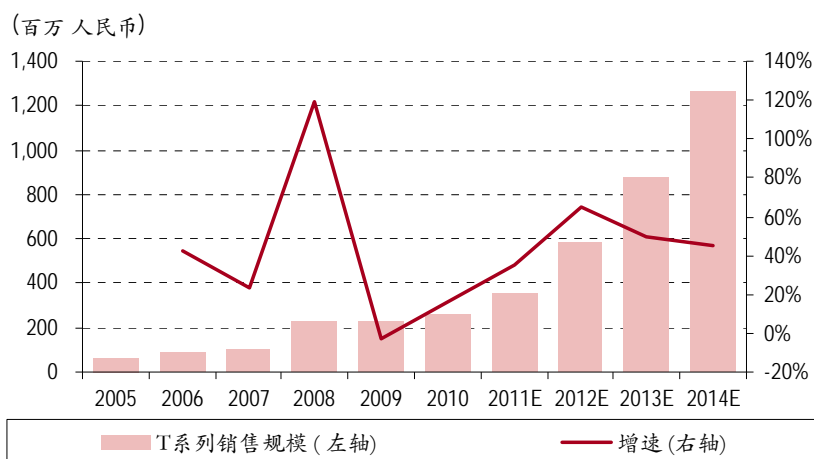
云计算：新模式带来的新机会

畅捷通 (Chanjet)：云+端模式

畅捷通是用友软件在云计算的重要战略布局，目标客户是全国 600 万小型企业客户和 4,000 万微型企业和个体户。着力解决制约小微企业使用管理软件方面的五个问题：（1）选择难；（2）投资大；（3）体验差；（4）管不全；（5）无保障。

畅捷通实质在于利用云计算的技术和商业模式创新，对传统的管理软件进行优化升级，从而使其具备如下特点：（1）先用后买：先体验，再付费；（2）按需付费：像水电煤气一样，没有初始成本，用多少付多少钱；（3）无需学习：高度便利的人机交互设计，会使用手机就能够使用软件；（4）全面互联：全面连接，内外部融会贯通；（5）软硬件均无需维护，自动更新升级，在线维护。

图表 31. 用友 T 系列销售规模和未来增速



资料来源：公司公告、中银国际研究部

11 年开始包含了畅捷通云端应用的收入，05-10 年仅为软件销售收入

用友伟库：

用友伟库是用友软件云战略的重要组成，致力于成为中小企业提供可信赖的在线营销和管理服务平台。在用友伟库的云平台之上，不仅仅可以提供用友自己开发的各种软件和服务，并且可以运行第三方服务并且对其提供平台和技术的支持。独立的软件供应商可以基于用友的 PaaS 平台进行开发并且利用这一平台的营销优势获取客户从而取得收益。

图表 32. 用友伟库平台架构

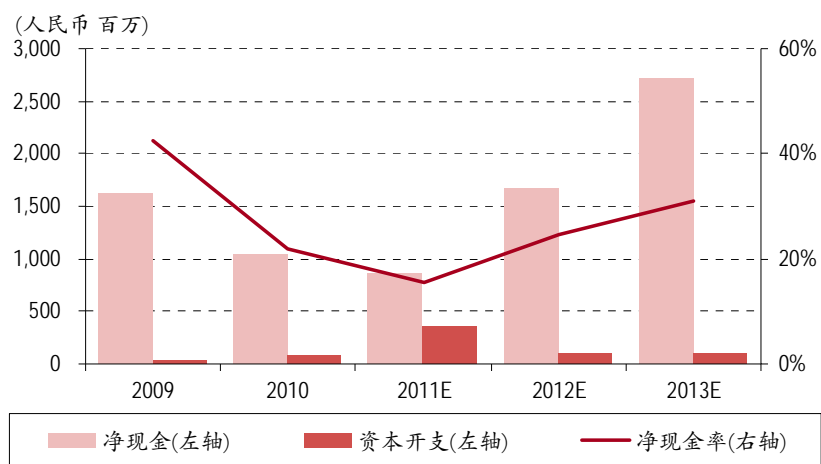


资料来源：公司资料，中银国际研究部

财务分析

用友软件 2011 年上半年有一定的资金压力，截至 2011 年 6 月 31 日，公司在手现金 9.1 亿元，短期借款 6.4 亿元，长期借款 2 亿元。由于公司回款主要集中在 3-4 季度，我们预计下半年资金情况将有所改善。公司今年增加了较多的短期借款，一方面由于今年北京软件园二期建设需要资金投入，另一方面高端 ERP 市场爆发需要大量的实施人员投入，因此公司增加了较多贷款。全年来看财务费用较去年将有较大幅度增长。

图表 33.净现金与资本开支



资料来源：公司数据，中银国际研究部

研发投入是公司长期竞争力的保障，公司过去三年研发投入逐步提升，研发投入占总收入的比重一直保持在 10% 以上。未来公司研发投入将保持稳定增长态势，我们认为这有利于强化公司在技术上的优势地位，使得国内中小软件企业难以同公司竞争。

图表 34. 研究开发支出和占营业收入比重


资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 35. 主要财务比率

主要比率	2008	2009	2010	2011E
盈利能力				
息税折旧前利润率 (%)	9	10	6	12
息税前利润率 (%)	7	8	4	10
税前利润率 (%)	32	27	12	16
净利率 (%)	27	23	11	13
流动性				
流动比率 (倍)	2	2	1	1
利息覆盖率 (倍)	(20)	(21)	(119)	(48)
净权益负债率 (%)	(7)	(17)	33	48
速动比率 (倍)	2	2	1	1
估值				
市盈率 (倍)	38	33	54	31
核心业务市盈率 (倍)	38	33	54	31
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	50	43	71	41
市净率 (倍)	5	5	7	6
价格/现金流 (倍)	58	26	(81)	58
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	59	44	167	47
周转率				
存货周转天数	17	12	11	12
应收帐款周转天数	41	61	85	90
应付帐款周转天数	44	56	93	90
回报率				
股息支付率 (%)	(56)	(92)	0	10
净资产收益率 (%)	21	23	13	20
资产收益率 (%)	15	16	8	11

资料来源：公司数据，中银国际研究部

主要风险

经济下行导致中小企业 IT 开支缩减

根据历史经验，大企业的 IT 投资一般呈刚性，较少受到经济周期的影响，原因是驱动 IT 投入的核心逻辑在于企业运营管理效率的提升，外部经济情况不理想时企业更加需要内部的运营效率的提升来支撑其盈利。此外，大企业的 IT 投入往往遵循有一个 3-5 年的持续投入的计划，除非极端情况，否则企业的 IT 投入将按照计划一步步来完成。中小企业 IT 投资则容易受到经济波动的影响。目前全球经济面临较大不确定性，这可能会压制中小企业 IT 投入。

人力成本超预期上升

CPI 不断走高对于软件公司这类人力资本密集型企业冲击较大，根据中银国际的预测未来 CPI 有望企稳回落。但是如果 CPI 进一步上涨，公司的人力成本将增大，从而对盈利构成较大负面影响。

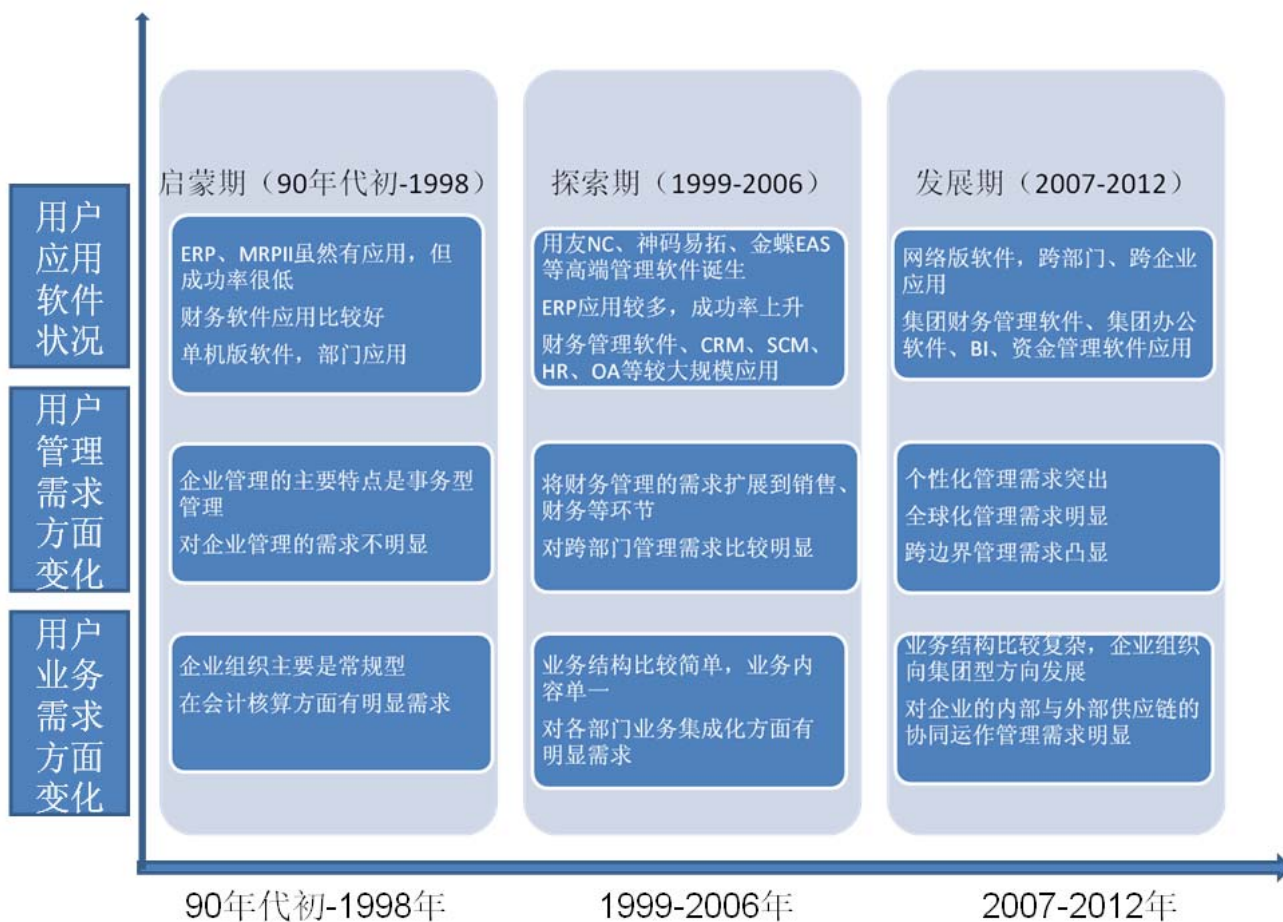
附录一、公司简介

公司简介：

用友软件成立于 1988 年，是中国乃至亚太地区最大的管理软件提供商。目前用友软件的业务涵盖了 ERP 软件、集团管理软件、人力资源管理软件、客户关系管理软件、小型企业管理软件、财政及行政事业单位管理软件、汽车行业管理软件、烟草行业管理软件、内部审计软件及服务提供商，也是中国领先的企业云服务、医疗卫生软件、管理咨询及管理信息化人才培养提供商。

用友软件是中国最大的管理软件提供商，连续 9 年市场份额第一，营业收入超过第二和第三的总和。在管理软件下的多个子领域，用友软件均具有较强的竞争力。公司是国内最大的 ERP 软件提供商，连续 9 年市场份额位居行业第一，10 年市场占有率达到 28.3%；最大的财务软件提供商，10 年市场份额 27.9%；最大的人力资源管理软件（HRM）提供商，10 年市场份额 18.4%；最大的客户关系管理软件（CRM）提供商，10 年市场份额 16.9%；最大的资产管理软件（EAM）提供商，10 年市场份额 17.4%。

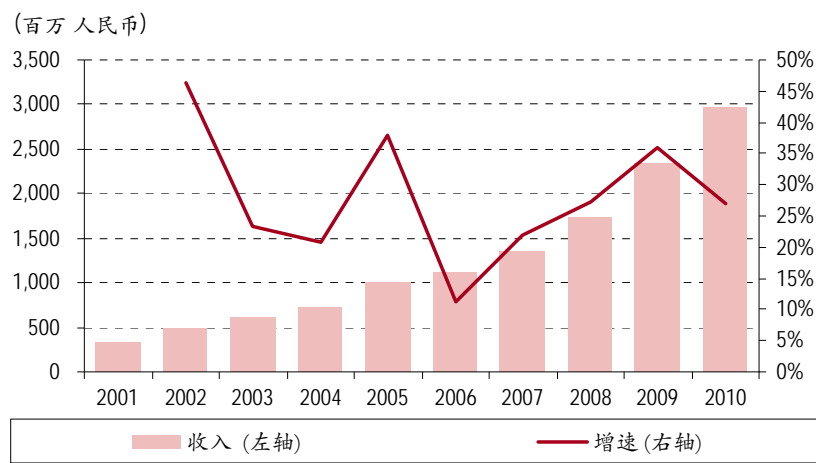
图表 36. 用友软件发展历程



资料来源：公司资料，中银国际研究部

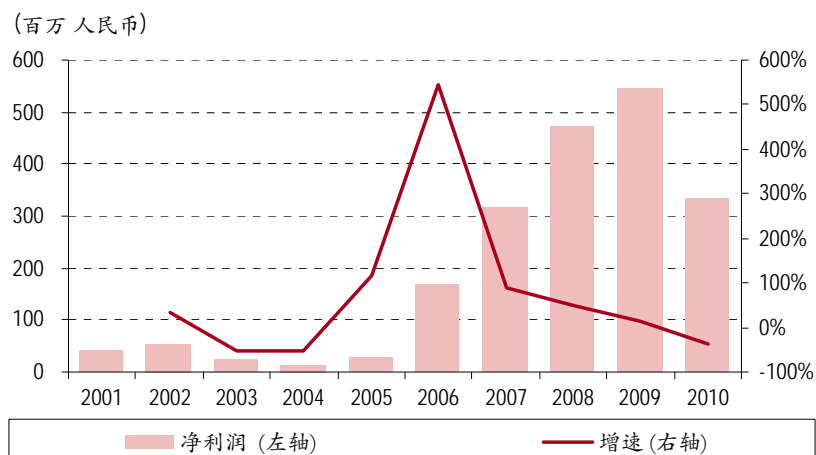
公司与 2001 年 5 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市。

图表 37. 用友软件 01-10 年收入情况



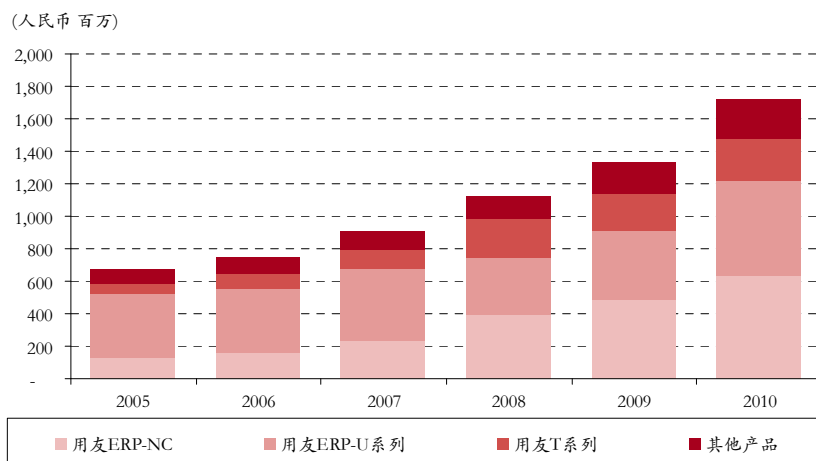
资料来源：中银国际研究部

图表 38. 用友软件 01-10 年净利润情况



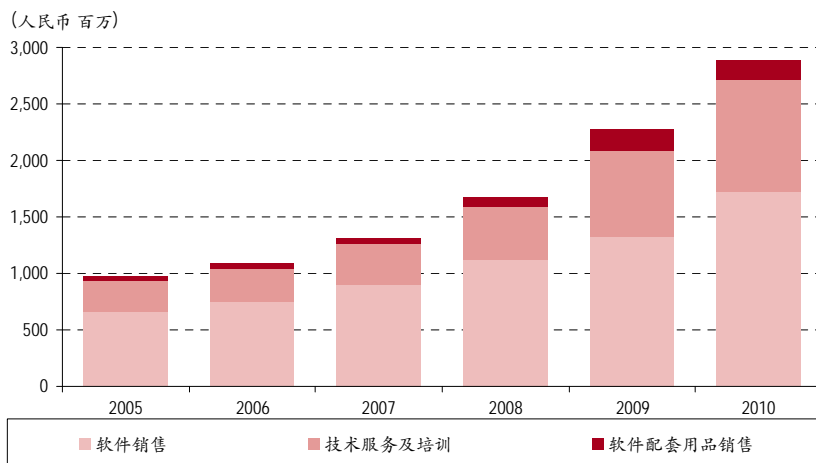
资料来源：中银国际研究部

图表 39. 用友近 5 年软件销售构成 (按产品分)



资料来源：中银国际研究部

图表 40. 用友近 5 年收入结构 (按业务分)



资料来源：中银国际研究部

附录二、ERP 简介

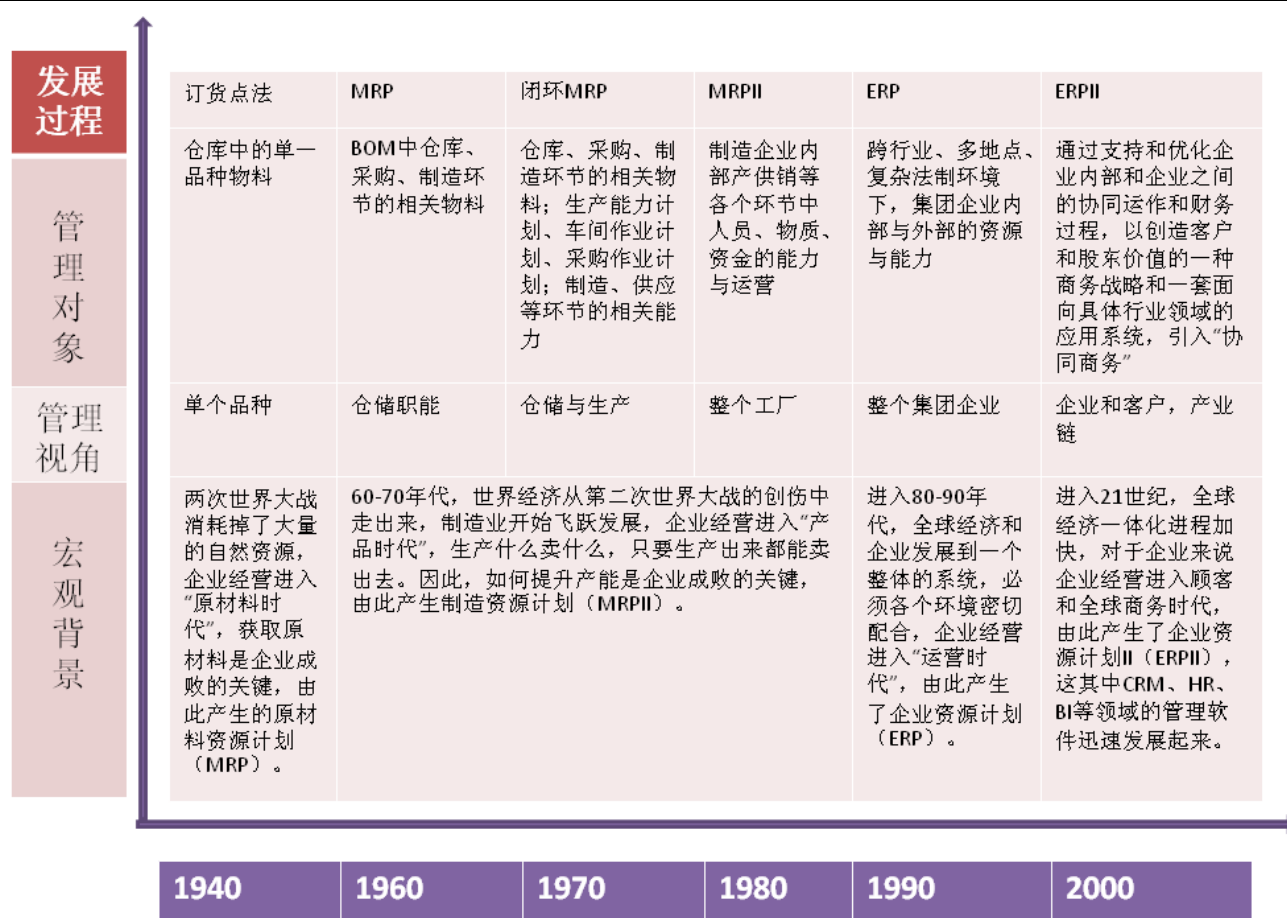
ERP——Enterprise Resource Planning 企业资源计划系统，是指建立在信息技术基础上，以系统化的管理思想，为企业决策层及员工提供决策运行手段的管理平台。ERP 系统集中信息技术与先进的管理思想于一身，成为现代企业的运行模式，反映时代对企业合理调配资源，最大化地创造社会财富的要求，成为企业在信息时代生存、发展的基石。

ERP 的发展历程

- 第一阶段（20 世纪 40 年代）：为解决库存控制问题，人们提出了订货点法，当时计算机系统还没有出现。
- 第二阶段（20 世纪 60 年代）时段式 MRP：随着计算机系统的发展，使得短时间内对大量数据的复杂运算成为可能，人们为解决订货点法的缺陷，提出了 MRP 理论，作为一种库存订货计划——MRP（Material Requirements Planning），即物料需求计划阶段，或称基本 MRP 阶段。
- 第三阶段（20 世纪 70 年代）闭环 MRP：随着人们认识的加深及计算机系统的进一步普及，MRP 的理论范畴也得到了发展，为解决采购、库存、生产、销售的管理，发展了生产能力需求计划、车间作业计划月以及采购作业计划理论，作为一种生产计划与控制系统——闭环 MRP 阶段（Closed-loop MRP）。在这两个阶段，出现了丰田生产方式（看板管理）、TQC（全面质量管理）、JIT（准时制生产）以及数控机床等支撑技术。80 年代的 MRP II：随着计算机网络技术的发展，企业内部信息得到充分共享，MRP 的各子系统也得到了统一，形成了一个集采购、库存、生产、销售、财务、工程技术等为一体的子系统，发展了 MRP II 理论，作为一种企业经营生产管理信息系统——MRP II 阶段。这一阶段的代表技术是 CIMS（计算机集成制造系统）。

- 第四阶段（20 世纪 90 年代）ERP 产生。随着市场竞争的进一步加剧，企业竞争空间与范围的进一步扩大，80 年代 MRP II 主要面向企业内部资源全面计划管理的思想，逐步发展成为 90 年代怎样有效利用和管理整体资源的管理思想，ERP（Enterprise Resources Planning 企业资源计划）随之产生。ERP 是由 Gartner 公司在 90 年代初期首先提出的，当时的解释是根据计算机技术的发展和供需链管理，推论各类制造业在信息时代管理信息系统的发展趋势和变革。随着人们认识的不断深入，ERP 已经被赋予了更深的内涵。它强调供应链的管理。除了传统 MRP II 系统的制造、财务、销售等功能外，还增加了分销管理、人力资源管理、运输管理、仓库管理、质量管理、设备管理、决策支持等功能；支持集团化、跨地区、跨国界运行，其主要宗旨就是将企业各方面的资源充分调配和平衡，使企业在激烈的市场竞争中全方位地发挥足够的能力，从而取得更好的经济效益。现阶段：融合其他现代管理思想和技术，面向全球市场，建设国际优秀制造业。这一阶段倡导的观念的是精益生产、约束理论（TOC）、先进制造技术、敏捷制造以及现在热门的 Internet/Intranet 技术。
- 第五阶段（21 世纪第一个十年）ERP2：进入 21 世纪，全球经济一体化进一步深化，对于企业而言，经营进入了客户和全球商务时代，由此产生了 ERP2。ERP2 通过支持优化企业内部和企业之间的协同运作，以创造客户和股东价值的一种商务战略和面向具体行业领域的应用系统，在这一阶段，协同商务的概念被引入并且在实际项目中不断被应用。

图表 41. ERP 行业发展历程



资料来源：公司资料，中银国际研究部

ERP 产品主要模块

在企业中，一般的管理主要包括三个方面的内容：

- 生产控制（计划、制造）
- 物流管理（分销、采购、库存管理）
- 财务管理（会计核算、财务管理）

上述三大系统本身就是集成体，他们之间有相互的数据和功能的接口，能够结合成一个完整的整体来对企业进行管理。人力资源在一个企业的发展中所占据的地位越来越高，人力资源管理模块已经越来越变成企业ERP系统的不可或缺的部分。

图表 42. ERP 流程图



资料来源：中银国际研究部

图表 43. ERP 功能模块



资料来源：中银国际研究部

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,347	2,979	4,268	5,933	8,038
销售成本	(454)	(598)	(771)	(1,135)	(1,502)
经营费用	(1,664)	(2,202)	(3,004)	(4,023)	(5,410)
息税折旧前利润	228	178	492	775	1,125
折旧及摊销	(44)	(54)	(50)	(50)	(50)
经营利润	184	124	442	725	1,075
净利息收入/(费用)	11	1	10	(1)	(15)
其他收益/(损失)	430	222	213	194	171
税前利润	625	348	666	919	1,231
所得税	(60)	(2)	(67)	(92)	(123)
少数股东权益	(20)	(14)	(24)	(33)	(44)
净利润	545	332	575	794	1,064
核心净利润	545	332	575	794	1,064
每股收益(人民币)	0.7	0.4	0.7	1.0	1.3
核心每股收益(人民币)	0.7	0.4	0.7	1.0	1.3
每股股息(人民币)	(0.6)	0.0	0.1	0.1	0.1
收入增长(%)	36	27	43	39	35
息税前利润增长(%)	53	(33)	256	64	48
息税折旧前利润增长(%)	40	(22)	176	57	45
每股收益增长(%)	15	(39)	73	38	34
核心每股收益增长(%)	15	(39)	73	38	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,625	1,398	1,707	2,373	3,215
应收帐款	511	880	1,225	1,701	2,703
库存	12	18	18	18	18
其他流动资产	67	91	91	91	91
流动资产总计	2,215	2,387	3,041	4,183	6,027
固定资产	506	532	832	882	932
无形资产	334	388	465	558	670
其他长期资产	765	1,459	1,532	1,769	2,048
长期资产总计	1,604	2,379	2,829	3,209	3,649
总资产	3,820	4,766	5,870	7,392	9,676
应付帐款	79	184	180	243	257
短期债务	0	200	640	500	300
其他流动负债	1,113	1,651	1,645	2,384	3,702
流动负债总计	1,192	2,035	2,465	3,127	4,259
长期借款	1,192	2,035	2,465	3,127	4,259
其他长期负债	14	165	215	215	215
股本	628	816	816	816	816
储备	1,953	1,710	2,310	3,137	4,245
股东权益	2,581	2,526	3,126	3,953	5,061
少数股东权益	33	40	64	97	141
总负债及权益	3,820	4,766	5,870	7,392	9,676
每股帐面价值(人民币)	4	3	4	5	6
每股有形资产(人民币)	6	5	7	8	11
每股净负债/(现金)(人民币)	(1)	1	2	2	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	625	348	666	919	1,231
折旧与摊销	44	54	50	50	50
净利息费用	12	3	2	5	7
运营资本变动	40	28	(253)	195	279
税金	(28)	(10)	(67)	(92)	(123)
其他经营现金流	(292)	67	(29)	(83)	(193)
经营活动产生的现金流	400	489	369	993	1,251
购买固定资产净值	(260)	(342)	(350)	(100)	(100)
投资减少/增加					
其他投资现金流	269	(335)	(200)	(30)	(30)
投资活动产生的现金流	8	(677)	(550)	(130)	(130)
净增权益	281	1	0	0	0
净增债务	0	350	490	0	0
支付股息	(150)	(384)	0	(58)	(79)
其他融资现金流	0	(1)	0	(140)	(200)
融资活动产生的现金流	130	(34)	490	(198)	(279)
现金变动	539	(222)	309	666	842
期初现金	1,085	1,625	1,398	1,707	2,373
公司自由现金流	660	1,181	1,209	1,093	1,351
权益自由现金流	649	1,178	1,207	1,088	1,344

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10	6	12	13	14
息税前利润率(%)	8	4	10	12	13
税前利润率(%)	27	12	16	15	15
净利率(%)	23	11	13	13	13
流动性					
流动比率(倍)	2	1	1	1	1
利息覆盖率(倍)	(21)	(119)	(48)	1152	75
净权益负债率(%)	(17)	33	48	31	25
速动比率(倍)	2	1	1	1	1
估值					
市盈率(倍)	33	54	31	23	17
核心业务市盈率(倍)	33	54	31	23	17
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	43	71	41	30	22
市净率(倍)	5	7	6	5	4
价格/现金流(倍)	26	(81)	58	27	21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44	167	47	28	19
周转率					
存货周转天数	12	11	12	12	12
应收帐款周转天数	61	85	90	90	100
应付帐款周转天数	56	93	90	80	70
回报率					
股息支付率(%)	(92)	0	10	10	10
净资产收益率(%)	23	13	20	22	24
资产收益率(%)	16	8	11	12	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

金蝶国际 (0268.HK/港币 2.65, 买入)

SAP (SAP.N/美元 55.1, 未有评级)

Oracle (Orcl.O/美元 31.1, 未有评级)

IBM (IBM.N/美元 186.12, 未有评级)

久其软件 (002279.SZ/人民币 17.71, 未有评级)

东华软件 (002065.SZ/人民币 19.10, 买入)

东软集团 (600718.SS/人民币 8.80, 未有评级)

远光软件 (002063.SZ/人民币 19.86, 未有评级)

汉得信息 (300170.SZ/人民币 17.80, 未有评级)

广联达 (002410.SZ/人民币 35.56, 未有评级)

以 2011 年 10 月 12 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371