



买入 **47% ↑**
目标价格: 人民币 14.00
原目标价格: 人民币 17.10
600588.CH
价格: 人民币 9.50
目标价格基础: 25 倍 2013 年预测市盈率
板块评级: 中立

本报告要点

- 我们预计 2013 年企业和政府 IT 支出增速有望恢复, ERP 需求较今年将有所好转。
- 我们认为公司向平台化转型, 聚焦业务和管理升级的策略将在 2013 年初见成效。

主要催化剂/事件

- 业绩超预期。

股价表现

(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(33)	(16)	(33)	(37)
相对新华富时 A50 指数	(42)	(31)	(48)	(44)
发行股数(百万)	979			
流通股(%)	100			
流通股市值(人民币 百万)	13,482			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	91			
净负债率(%) (2012E)	41			
主要股东(%)				
北京用友科技有限公司	29			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 12 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技:软件服务

周中

(8621) 2032 8524
zhong.zhou@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300512070001

用友软件

坚实、突破、效益

我们对用友软件未来的业务发展前景保持乐观。一方面, 我们预计 2013 年企业 ERP 开支将有所回暖, 用友软件面临的经营环境应当好于 2012 年。另一方面, 12 年的经营压力也促使用友在战略转型方面加大力量, 推进产业链生态建设, 精简业务线, 聚焦核心产品和核心客户, 加强财务纪律和费用控制。我们认为公司走在正确的轨道上, 13 年起有望逐步回归高质量的增长。维持买入评级, 目标价下调至 14.00 元, 对应 2013 年 25 倍市盈率。

支撑评级的要点

- 我们对 2013 年国内企业 IT 支出持谨慎乐观态度。2012 年我国 IT 开支增长放缓, 主要是受到宏观经济形势恶化及政府换届推迟 IT 支出的影响。我们预计 2013 年这两个负面因素所产生的影响将逐步减退, IT 需求有望反弹。在“智慧城市”项目和新型城镇化投资的拉动下, 政府和大型企业的 IT 基础设施需求反弹速度将超过中小企业。我们预计 2013 年中高端管理软件市场需求将持续增长。我们从渠道了解到, 12 年 4 季度 ERP 需求将有所反弹, 尤其是来自于大型企业的需求。
- 加大力量推动产业链生态建设, 专注产业链中最具价值的部分, 加强分销。建成以 ERP 软件为核心的产业链体系是解决产品交付能力、ERP 厂商实现高质量增长的必经之路。用友软件正加大向平台软件提供商方向转型的力度, 努力聚焦于核心的软件产品, 精简产品线, 通过平台化、行业化降低定制开发比例, 提高产品化程度。分销收入今年以来增速快于直销收入增长, 显示分销业务具有较好的发展前景。
- 商业模式需求突破。用友正在加强其厂商支持服务业务的收入, 而这依赖于: (1) 产品核心竞争力的提升; (2) 大型企业客户的突破; (3) 产业经营环境的改善。我们认为 NC6 的推出将提升公司大型企业 ERP 产品的核心竞争力, 并且用友已经同中国 500 强企业中的 60% 建立了业务往来, 我们认为公司做大厂商支持服务收入的基础已经具备。
- 云服务业务经过近年来的投入发展, 已经有了初步的基础, 公司云+端的模式也是目前国内云服务产业发展的主要方向。由于云计算模式在国内大范围推广还面临一定的不确定性, 短期之内投资者对来自云计算服务的收入贡献不应过于乐观。

评级面临的主要风险

- 宏观经济继续下滑; 合作伙伴实施能力无法满足客户需求。

估值

- 考虑公司成本压力较大和 3 季度收入不达预期, 我们下调 2012-14 年每股收益预测至 0.44 元、0.56 元和 0.70 元, 目标价由 17.10 元下调至 14.00 元, 对应 2013 年 25 倍市盈率。维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,979	4,122	4,488	5,250	6,215
变动(%)	27	38	9	17	18
净利润(人民币 百万)	332	537	429	549	684
全面摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.55	0.44	0.56	0.70
变动(%)	(39)	62	(20)	28	25
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.65	0.86	1.14
调整幅度(%)			(33)	(35)	(39)
全面摊薄市盈率(倍)	28	17	22	17	14
每股现金流量(人民币)	(0.27)	(0.00)	(0.02)	0.20	0.37
价格/每股现金流量(倍)	(35)	(5,338)	(457)	47	26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	89	29	56	30	21
每股股息(人民币)	0.00	0.33	0.04	0.06	0.07
股息率(%)	-	3.51	0.46	0.59	0.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2013年IT开支增速有望加快，ERP行业需求可能复苏

我们对2013年国内企业IT支出的增长前景持谨慎乐观预期。我们认为2013年软件服务市场景气度将有所好转，主要原因包括：(1)宏观经济有望缓慢恢复，企业特别是大型企业的被延后的IT投入有望逐步释放；(2)政府换届导致部分大型IT基础设施项目建设延期；及(3)基数较低。但是我们预计反弹的速度不会太快，尤其是中小企业的IT需求复苏所需要的时间可能更长。我们注意到2012年许多宏观经济的不确定因素对国内企业造成了影响。除非经济形势能够迅速回升，否则将同2009年一样，我们认为IT投资增长将在GDP恢复之后缓慢增长。企业IT支出与国内及全球范围内的GDP增长密切相关。我们认为相比经济恢复，企业IT支出数据是一个更加滞后的指标，因为下游客户通常在年末或新年初才会考虑下一年的IT预算。对于管理软件而言，在经历了10年和11年的快速增长之后，12年增速出现一定程度的下滑，我们预计未来3年复合增速在17.5%左右。

图表1.我国管理软件市场规模及预测



资料来源：赛迪网、中银国际研究预测

3季度报表显示，2012年3季度国内主要软件供应商的经营环境依然艰难。用友软件3季度公司收入下滑4%，净亏损1.31亿人民币，而12年上半年录得净利润1.35亿人民币，这主要是受到了3季度需求恶化的影响。用友软件在国内的主要竞争对手：金蝶国际旗下最主要的子公司金蝶软件(中国)的2012年1-9月的业绩显示：金蝶中国的收入同比下滑8.66%至11.2亿人民币，低于上年同期的12.2亿人民币。净亏损达到2.86亿人民币，而上年同期实现净利润1,700万人民币，也不及12年上半年。此外，我们跟踪的包含60家上市的IT公司样本数据库显示：3季度收入增长依然疲软，但相比上半年有所好转。

图表 2. 主要软件厂商的收入同比变动 (季度同比)



资料来源：公司数据、中银国际研究

财务数据来自于 60 家样本公司

图表 3. 主要软件厂商的净利润同比变动 (季度同比)



资料来源：公司数据、中银国际研究

财务数据来自于 60 家样本公司

聚焦产品，结构转型

关键策略之一：平台化转型

用友的平台化转型体现在打造先进的产品平台，关键则在于能否打造一个以用友的软件产品为核心、大量的具备行业知识背景和实施能力的合作伙伴和海量企业客户组成的 ERP 产业链生态系统。

- 推进“新长城计划”，加快 UAP（高端及中端私有云解决方案平台）、CSP（公有云服务平台）、下一代企业与政府应用移动应用、数据技术等新产品和新应用的开发。用友已经发布了新一代 NC 旗舰产品 NC6。NC6 基于 UAP 平台打造，管理层认为 NC6 已经同 SAP 和 Oracle 的主流产品处于同一技术水平，弥补了公司主要产品同国际竞争对手的技术差距。

图表 4.用友 NC6 的四大产品特性



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

- 加快建设产业链。用友近年来发展遇到的一大瓶颈就是交付能力受到限制，而这一问题的根源在于未能建立起一个规模化的以用友 ERP 产品为核心的产业链生态系统。国际上成功的管理软件厂商如 SAP、Oracle 无不建立了完善的产业链合作伙伴系统，从而有效的突破自身的产品半径，获得持续的成长。用友平台化转型成败与否的关键。
- 软件包和解决方案也向平台化模式转型、升级，以期缩短开发流程，提高开发效率。

图表 5.公司转型后的三大业务平台



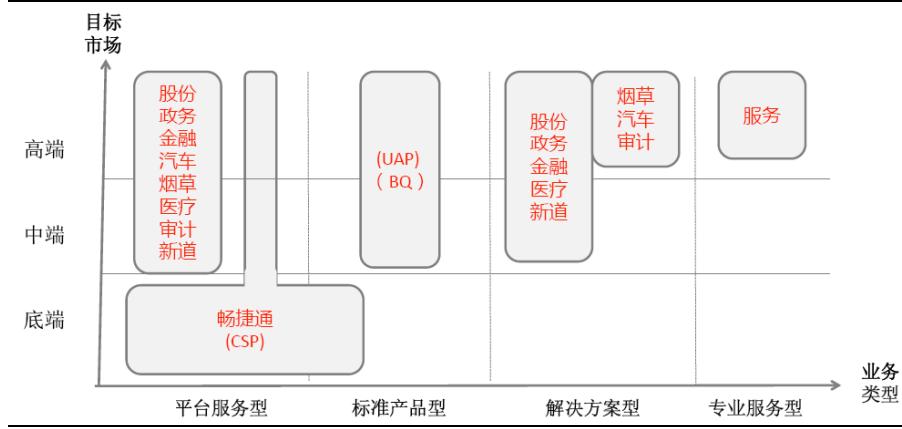
资料来源：公司公告，中银国际

关键策略之二：业务聚焦

- 统一两大平台，精简产品线。公司未来的所有产品都将围绕着 UAP 和 CSP 两大基础性平台进行开发，改变原来分散研发带来的低效率。这种类似于汽车厂商平台化模块化生产的方式所带来的效率和成本优势不言自明，但是潜在的风险也很明显：如果平台本身有缺陷，将给旗下所有的产品带来困扰并且影响后续开发的灵活性。产品线方面，用友已经将其 U9 产品线撤销，并入 NC 产品线，作为 NC 产品线面向离散制造业的版本。母公司产品线聚焦至两条：NC 和 U8，将资源集中到优势产品线上，停掉低收益产品。

- 解决及实施业务方面公司提出了聚焦 A1 客户，实现深度经营的策略，将 A2 和 B 级客户的解决方案实施业务外包给合作伙伴。这一策略的实施成败依赖于产业链建设的效果。如果产业链建设取得突破，公司的合作伙伴能够不断发展壮大，则公司能够将自身的资源完全集中于优质的 A1 类客户，在附加值较高的 A1 类客户上实现较高的利润。但是如果合作伙伴的能力达不到客户的要求，公司将无法实现实施业务的转签和分包，则公司的资源还要被附加值较低的客户所牵制，利润率无法保证。

图表 6. 公司对主营业务的布局清晰，重点较为突出



关键策略之三：管理升级

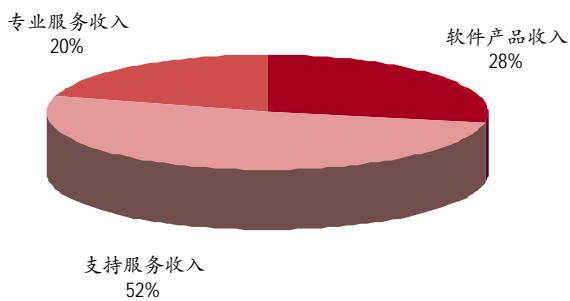
- 公司下半年以来管理层变动较大，涉及了多个核心管理岗位。CFO 职责有所扩大，对成本控制、集团管控、财务体系等提出了较高的要求。值得一提的是，公司明确提出了要用 1-2 年的时间将应收账款占收入的比重控制在 25% 以内，这一指标 11 年底为 31%，今年 3 季度末达到 63%。公司认识到通过膨胀资产负债表的方式来获取收入增长是不可持续的，回归可持续高效益的增长才是长期发展的关键。
- 人员方面，公司将严格控制人员规模，12 年年底将控制在年初预算编制的 90% 以内，将进行末位淘汰以提高人员整体的绩效。总体而言，公司在削减人员方面的动作并不大，采取较为温和的方式，因此整体费用的大幅度下降可能性不大，但是同时这也是对日常经营影响比较小的方式。

厂商支持服务费是商业模式改进的关键。2011 年的数据显示，这部分收入在用友的总收入中占比不足低于 20%，而在 SAP 的收入中则占到了 52%。

- 厂商支持服务收入主要来自于向客户提供技术支持服务、软件升级、软件加强服务所收取的费用。支持性服务是 SAP 最盈利的部门，这反映出 SAP 较强的议价能力和客户对 SAP 产品及其服务的忠诚。相比之下，国内 ERP 供应商却无法从其现有客户中获得充分的支持性服务费，这是因为国产品牌与国际同业之间在产品核心竞争力以及商业环境方面存在较大的差距。当然，不同的客户基础也是另一个原因，SAP 和甲骨文的客户主要是大型企业集团，对 IT 重视程度较高，每年有稳定的 IT 开支预算，它们有充足的资金来支付厂商对其 ERP 系统的服务和升级费用。但是大多数中小企业客户是无法承受高昂的服务年费。

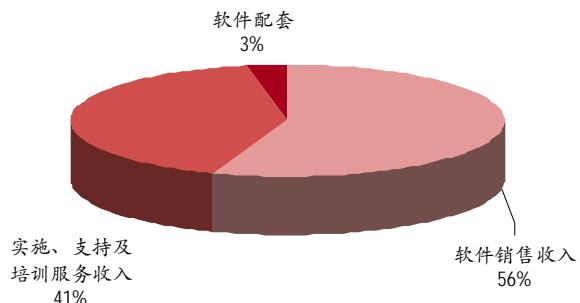
- 用友要在收入模式上取得突破，主要需要在产品品质打造上有所提升，NC6的发布显示了公司持续加强产品研发的决心。另外一方面，用友ABU (Account Business Unit) 是公司在大客户服务模式上的一种创新，可以形成同SAP等国外企业的差异化竞争，发挥公司本土化服务的优势。

图表 7. 收入分解-SAP (2011 年年报)



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 8. 收入分解-用友 (2011 年年报)

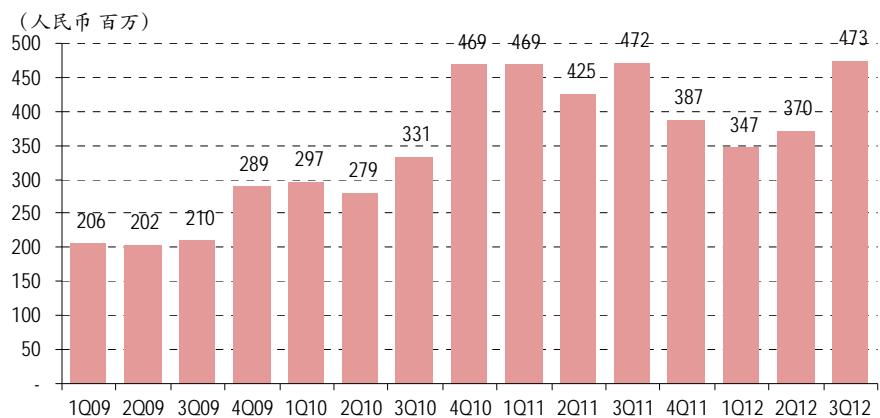


资料来源：公司数据、中银国际研究

4 季度经营层面缓慢改善

- 我们的渠道调研显示：公司在华东地区几大主要城市10、11月份经营销售情况有所恢复，同比基本持平或者略有增长。分/子公司的销售完成进度逐步加速，完成率好于3季度。根据调研的结果，我们初步预测公司全年销售预算将完成率将达到90%。
- 截至3季度末，公司业务发展重要的领先指标预收账款金额较2季度末增加1亿元至4.7亿元。公司预收账款从2011年3季度末见顶以来，经过连续2个季度的下降，12年1季度末见底后，2季度开始逐步回升。预收账款是公司同客户签订项目合同后客户提前支付的项目启动资金，预收账款上升预示着公司的订单开始逐步回暖。

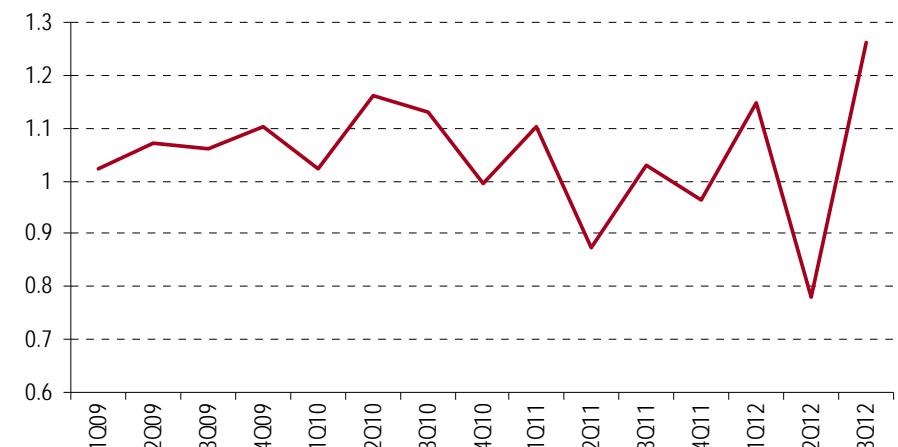
图表 9. 预收账款重回增长



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

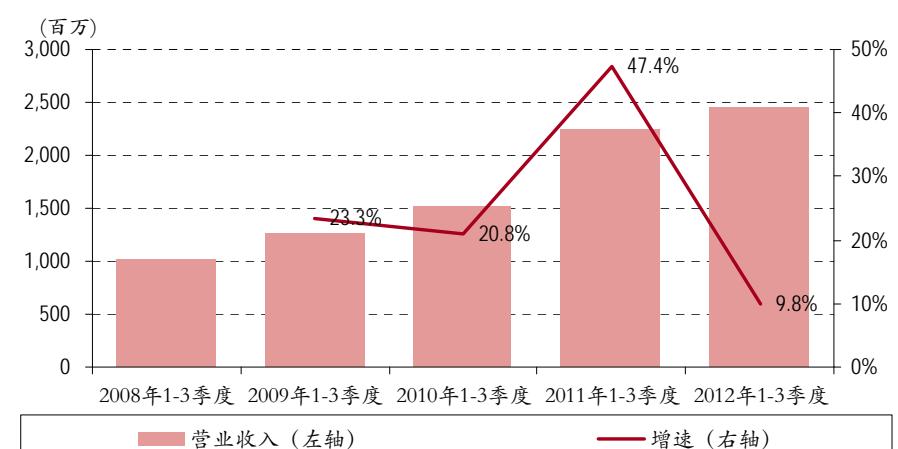
■ 3季度末公司应收账款15.56亿元，较2季度末有一定程度的改善；公司3季度单季收现比达1.3，为近14个季度来最高，经营现金流也较去年同期有所改善，显示了公司相当重视现金流和回款情况，收入质量有所改善。

图表 10.收入质量改善（收现比）



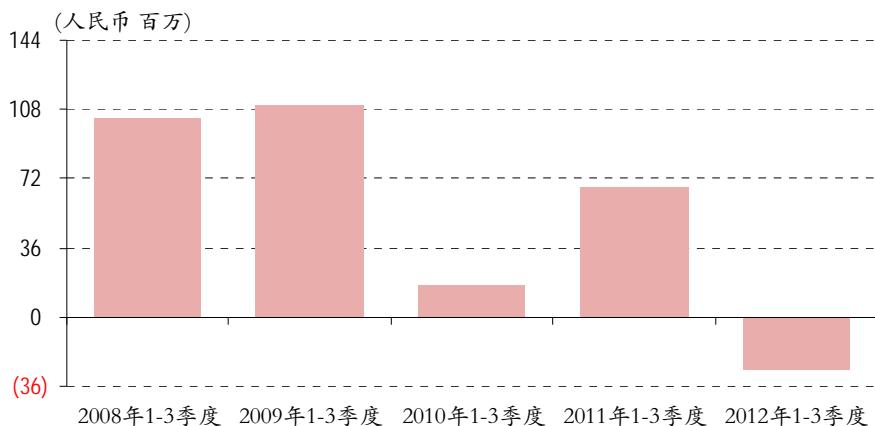
资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 11.2012年前三季度收入情况



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 12.2012 年前三季度盈利情况



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 13.季度费用率变化



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

盈利预期及评级

我们认为现在管理软件行业最困难的时期正在过去，随着经济的企稳和信贷的相对宽松，下游企业的 ERP 软件投入意愿正在逐步回升。同竞争对手相比，公司在产品研发和人才储备上均保持了相当强的竞争力，一旦下游需求恢复，公司的业绩将出现较大改善。4 季度公司进行了一系列的成本控制手段，对部分盈利能力较差的分子公司进行了结构调整。考虑到公司转型期面临短期较大成本费用压力以及 3 季度经营业绩低于预期，我们下调 2012-14 年每股收益预测至 0.44 元、0.56 元和 0.70 元。下调目标价至 14.00 元，对应 2013 年 25 倍市盈率，维持买入评级。

图表 14. 收入预测-按产品

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
软件销售	1,329	1,724	2,283	2,444	2,842	3,350
同比变动 (%)	18	30	32	7	16	18
-NC 系列	487	636	917	1,018	1,273	1,527
同比变动 (%)	25	30	44	11	25	20
-U 系列	430	584	704	676	676	744
同比变动 (%)	20	36	21	(4)	0	10
-T 系列	226	262	318	337	398	485
同比变动 (%)	(3)	16	22	6	18	22
-其他	186	243	344	413	495	594
同比变动 (%)	31	30	42	20	20	20
技术服务及培训	764	986	1,696	1,916	2,280	2,736
同比变动 (%)	65	29	72	13	19	20
软件配套用品销售	183	177	128	128	128	128
同比变动 (%)	123	(4)	(27)	0	0	0
软件行业收入合计	2,276	2,886	4,107	4,488	5,250	6,215
同比变动 (%)	36	27	42	9	17	18
其他行业收入	71	93	15			
总收入	2,347	2,979	4,122	4,488	5,250	6,215
同比变动 (%)	36	27	38	9	17	18

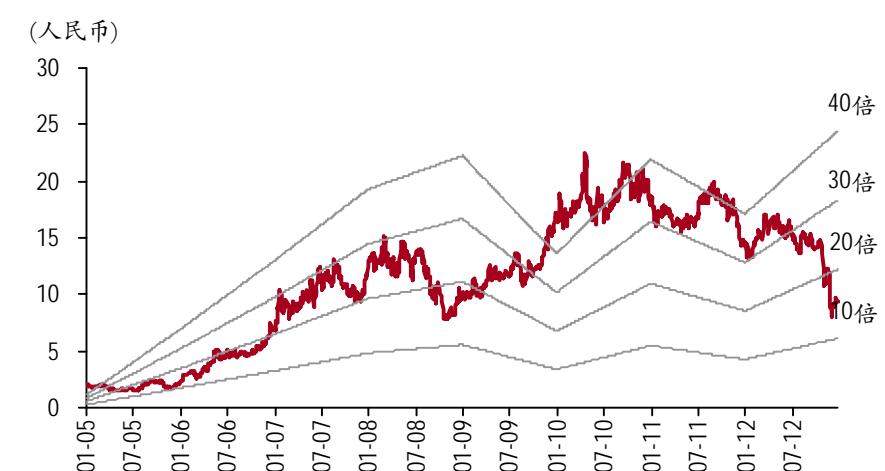
资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 15. 关键比率假设

(%)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
综合毛利率	83.0	82.2	84.9	83.2	84.2	84.3
-软件销售	95.0	94.1	93.3	93.5	95.1	95.0
-技术服务及培训	77.5	73.3	77.8	74.0	74.0	74.0
-软件配套用品销售	19.3	15.6	27.0	25.0	25.0	25.0
销售费用率	44.7	45.6	44.0	45.3	45.0	44.4
管理费用率	28.1	30.1	28.4	30.1	28.5	28.2
财务费用率	(0.5)	(0.1)	0.8	0.2	0.5	0.3
营业利润率	18.3	3.8	7.5	3.8	6.4	7.7
税率	9.6	0.5	9.1	9.1	9.1	9.1
净利润率	23.2	11.1	13.0	9.3	11.5	12.5

资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 16. 用友软件 12 个月市盈率区间



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

图表 17.3 季报业绩摘要

	2011年 第3季度	2012年 第3季度	同比(%)	2011年 1-3季度	2012年 1-3季度	同比(%)
利润表(人民币, 百万)						
营业收入	774	741	(4)	2,237	2,457	10
营业成本	(104)	(143)	38	(282)	(342)	21
毛利	670	598	(11)	1,955	2,115	8
营业税金及附加	(22)	(19)	(16)	(66)	(67)	2
销售费用	(414)	(460)	11	(1,094)	(1,274)	16
管理费用	(262)	(332)	26	(730)	(865)	18
资产减值损失	(1)	(2)	90	(11)	(21)	101
营业利润	(29)	(214)	631	54	(112)	(306)
利息费用 (净额)	(11)	(16)	52	(20)	(39)	97
外汇损益	0	0		0	0	
其他营业外收入 (净额)	6	103	1,541	79	217	173
税前利润	(34)	(127)	279	114	66	(42)
所得税	(1)	(3)	490	(32)	(54)	70
利润总额	(34)	(130)	282	82	12	(86)
少数股东权益	2	(1)		8	(8)	
净利润	(32)	(131)	313	90	3	(96)
财务指标(%)						
			百分点变动			百分点变动
毛利率	86.6	80.7	(5.9)	87.4	86.1	(1.3)
营业利润率	(3.8)	(28.8)	(25.0)	2.4	(4.6)	(7.0)
净利润率	(4.1)	(17.7)	(13.6)	4.0	0.1	(3.9)
销售费用率	53.5	62.1	8.6	48.9	51.8	3.0
管理费用率	33.9	44.7	10.9	32.6	35.2	2.6
所得税率	1.5	2.4	0.8	(28.0)	(82.5)	(54.5)

资料来源：公司公告

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,979	4,122	4,488	5,250	6,215
销售成本	(598)	(763)	(878)	(1,008)	(1,169)
经营费用	(2,202)	(2,918)	(3,300)	(3,762)	(4,396)
息税折旧前利润	178	441	310	480	651
折旧及摊销	(54)	(69)	(85)	(100)	(120)
经营利润(息税前利润)	124	372	225	380	531
净利润收入/(费用)	1	(32)	(2)	(14)	(7)
其他收益/(损失)	222	266	269	263	261
税前利润	348	606	491	629	784
所得税	(2)	(55)	(45)	(57)	(71)
少数股东权益	(14)	(14)	(18)	(23)	(29)
净利润	332	537	429	549	684
每股收益(人民币)	0.3	0.5	0.4	0.6	0.7
每股股息(人民币)	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1
收入增长(%)	27	38	9	17	18
息税前利润增长(%)	(33)	200	(40)	69	40
息税折旧前利润增长(%)	(22)	148	(30)	55	36
每股收益增长(%)	(39)	62	(20)	28	25

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	348	606	491	629	784
折旧与摊销	54	69	85	100	120
净利息费用	(3)	(31)	2	14	7
运营资本变动	28	(261)	334	(255)	320
税金	(10)	(55)	(45)	(57)	(71)
其他经营现金流	72	144	(198)	(259)	(256)
经营活动产生的现金流	489	472	670	171	904
购买固定资产净值	(342)	(283)	(300)	(300)	(300)
投资减少/增加					
其他投资现金流	(335)	(346)	(94)	(130)	(90)
投资活动产生的现金流	(677)	(629)	(394)	(430)	(390)
净增权益	1	71	0	0	1
净增债务	350	156	0	0	0
支付股息	(384)	(233)	(326)	(43)	(55)
其他融资现金流	(1)	162	30	500	(100)
融资活动产生的现金流	(34)	156	(296)	457	(154)
现金变动	(222)	(1)	(20)	198	360
期初现金	1,625	1,398	1,397	1,795	2,100

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,398	1,397	1,795	2,100	2,486
应收帐款	880	1,266	947	1,930	1,476
库存	18	23	23	23	23
其他流动资产	91	104	104	104	104
流动资产总计	2,387	2,791	2,869	4,157	4,089
固定资产	532	796	1,011	1,211	1,391
无形资产	388	397	476	571	685
其他长期资产	1,459	1,478	1,616	1,855	2,136
长期资产总计	2,379	2,671	3,103	3,638	4,213
总资产	4,766	5,462	5,973	7,794	8,301
应付帐款	184	227	189	173	200
短期债务	200	490	500	800	800
其他流动负债	1,651	1,522	1,573	2,317	2,156
流动负债总计	2,035	2,239	2,263	3,290	3,156
长期借款	150	180	200	400	300
其他长期负债	15	16	16	16	16
股本	816	816	979	979	979
储备	1,710	2,140	2,425	2,997	3,709
股东权益	2,526	2,956	3,404	3,976	4,688
少数股东权益	40	72	89	112	141
总负债及权益	4,766	5,462	5,973	7,794	8,301
每股帐面价值(人民币)	3	4	3	4	5
每股有形资产(人民币)	5	6	6	7	8
每股净负债/(现金)(人民币)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6	11	7	9	10
息税前利润率(%)	4	9	5	7	9
税前利润率(%)	12	15	11	12	13
净利率(%)	11	13	10	10	11
流动性					
流动比率(倍)	1	1	1	1	1
利息覆盖率(倍)	(119)	14	136	34	88
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	1	1	1	1	1
估值					
市盈率(倍)	28	17	22	17	14
市净率(倍)	3	3	3	2	2
价格/现金流(倍)	(35)	(5,338)	(457)	47	26
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	89	29	56	30	21
周转率					
存货周转天数	11	12	12	12	12
应收账款周转天数	85	95	90	100	100
应付账款周转天数	93	120	80	70	70
回报率					
股息支付率(%)	0	61	10	10	10
净资产收益率(%)	13	20	13	15	16
资产收益率(%)	8	10	8	8	8
已运用资本收益率(%)	15	23	16	20	19

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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