



买入 33% ↑
目标价格:人民币 32.00
600588.CH
价格:人民币 24.10
目标价格基础:119 倍 16 年市盈率
板块评级:增持

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	4.8	23.1	68.5	(20.2)
相对上证指数	23.8	21.9	61.7	(1.0)
发行股数(百万)		1,464		
流通股(%)		96		
流通股市值(人民币 百万)		33,906		
3个月日均交易额(人民币 百万)		459		
净负债比率%(2016E)			净现金	
主要股东(%)				
北京用友科技有限公司		29		

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以2016年8月9日收盘价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机:计算机应用

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070003

宋彬

(8610)66229323

bin.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070002

用友网络

业绩拐点将至,看好互金及云服务布局

公司各主要业务均有不同程度的好转,同时随着业务发展深入,新兴的互联网企业级服务及互联网金融服务将与公司根基深厚的传统软件及服务产生融合协同效应,我们认为用友软件业绩拐点将至,未来发展空间广阔。我们对该股给予买入的首次评级,目标价格32.00元。

支撑评级的要点

- 传统软件及服务业务多重利好共振,实现业绩快速增长。公司目前业务可划分为传统软件及服务、企业互联网服务和互联网金融服务。公司是国内最大、产品线最为齐全的管理软件及行业解决方案提供商,市场份额超30%,多年稳居首位。
- 今年以来,在老客户在经济转型期商业形态逐步多样化、国家对国产化程度要求进一步提升、营改增等多重利好影响下,传统ERP产品及服务、多行业解决方案收入有望实现20%左右的快速增长。
- 企业级服务业务布局完整,为后续用户数量爆发打下坚实基础。经过过去一年多对企业互联网服务的大力投入,财务、数字营销、人力资源及协同办公四大板块布局完成,企业用户数实现高速增长,为后续变现打下坚实基础,看好未来公司内部平台上各产品对接带来的用户使用效果的提升。
- 互联网金融业务根基扎实,与传统客户优势融合可期。2016年1季度,友金所累计撮合成交金额45.4亿元,与2015年底比增长50%。预计年内累计用户数有望突破100万,将实现盈亏平衡,公司一直以来强调风险控制及业务系统的风险管理,看好互联网金融业务积极稳健发展。
- 伴随着传统业务的高增长,我们认为用友软件业绩拐点将至,未来发展空间广阔,应予推荐。

评级面临的主要风险

- 市场竞争加剧风险、P2P行业监管风险。

估值

- 我们预计2016年-2018年归母净利润为3.89亿元、4.86亿元及5.46亿元,每股收益为0.27元、0.33元和0.37元,对应市盈率为91倍、73倍及65倍,给予买入评级,目标价格32.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	4,374	4,451	5,105	5,733	6,159
变动(%)	0	2	15	12	7
净利润(人民币 百万)	550	324	389	486	546
全面摊薄每股收益(人民币)	0.470	0.221	0.266	0.332	0.373
变动(%)	(16.7)	(52.9)	20.2	24.8	12.3
全面摊薄市盈率(倍)	51.3	109.0	90.7	72.7	64.7
价格/每股现金流量(倍)	35.1	64.2	48.9	36.9	90.6
每股现金流量(人民币)	0.69	0.38	0.49	0.65	0.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	74.1	548.6	79.3	70.6	62.2
每股股息(人民币)	0.300	0.150	0.164	0.214	0.241
股息率(%)	1.2	0.6	0.7	0.9	1.0

资料来源:公司数据及中银国际证券预测

目 录

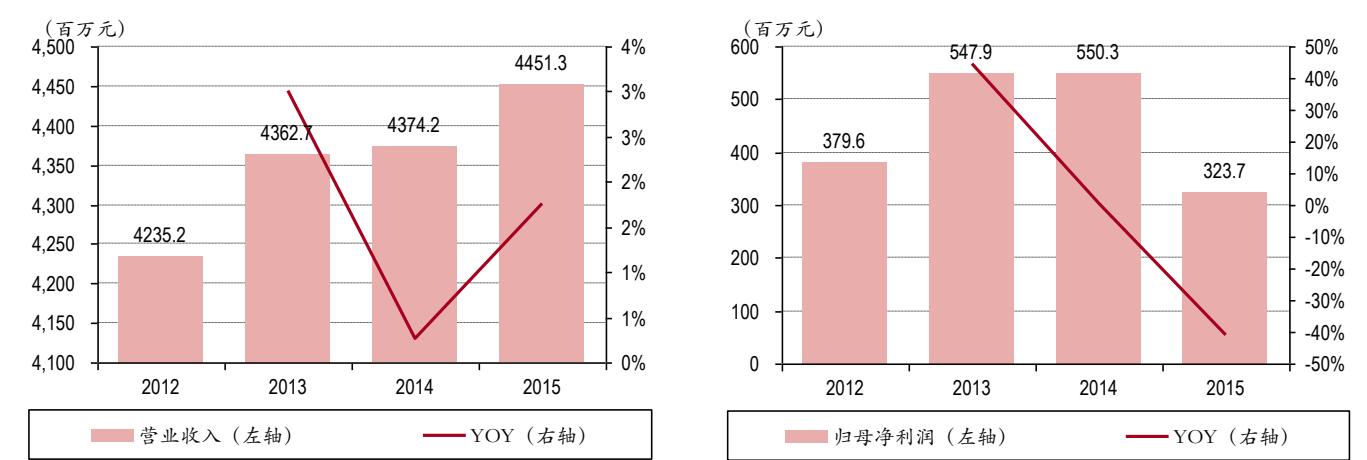
传统软件及服务业务多重利好共振，实现业绩快速增长 ...	3
企业级服务业务布局完整，为后续用户数量爆发打下坚实基础	7
公司业绩拐点将至，看好各项业务融合效应产生.....	10
研究报告中所提及的有关上市公司.....	12

传统软件及服务业务多重利好共振，实现业绩快速增长

公司成立于 1988 年，是亚太地区领先的软件、云服务、金融服务提供商，是中国最大的 ERP、CRM、人力资源管理、商业分析、内审、小微企业管理软件和财政、汽车、烟草等行业应用解决方案提供商，企业客户累计已超过两百万家。

公司于 2014 年公布了转型计划，受公司转型调整战略，加大投入及股权激励费用等影响，2015 年归母净利润下降 41.2% 至 3.24 亿元，扣非净利润为 1.06 亿元，同比下降 80%。

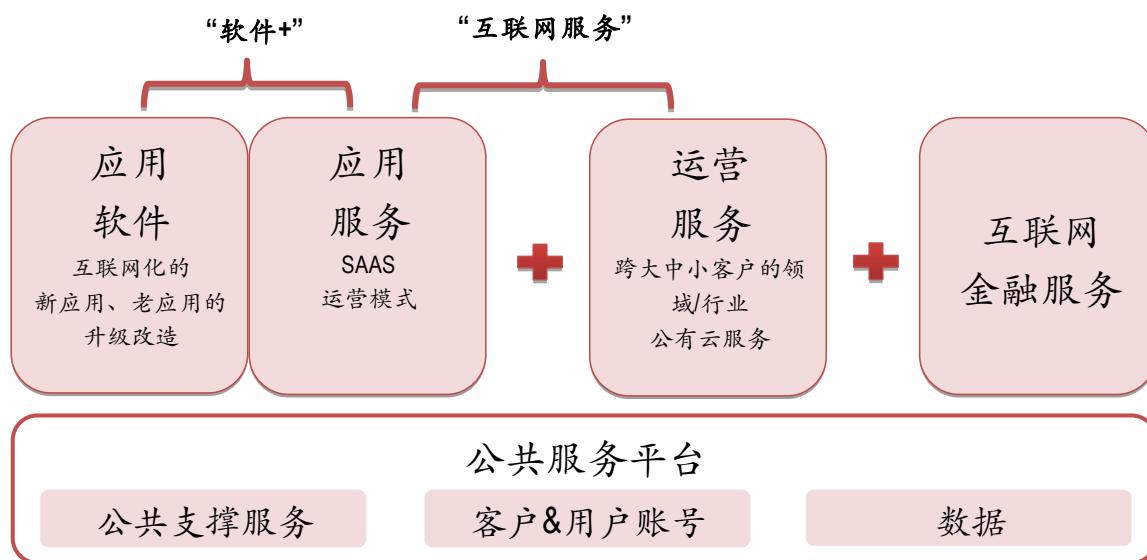
图表 1. 用友 2012-2015 年营收利润情况



资料来源：公司公告、中银证券

转型后，公司的业务条线可划分为传统软件及服务、企业互联网服务和互联网金融服务。

图表 2. 用友主要业务板块



资料来源：公司公告、中银证券

图表 3. 传统软件及服务的主要产品分类



资料来源：用友网络，中银证券

公司作为 ERP 软件的行业龙头，向大、中、小型企业提供 ERP 产业及面向多个行业的行业解决方案服务仍是营收及利润的主要来源，其中大中型企业客户贡献了较多利润。

经济转型带来了新型业态，刺激企业 ERP 产品及解决方案升级

2015 年，受到宏观经济和产业结构调整的影响，来自大中型企业的收入增速有所放缓，2015 年公司实现营业收入 44.51 亿元，同比增长 1.8%，其中中端产品线收入更是重叠了分拆优普及销售方式调整的影响下滑 11% 至 11 亿元。

而在 2016 年，随着经济转型、新科技形态在各个行业的逐步渗透，使得相当多的传统企业在转型过程中商业形态逐步多样化，结合业务实际需要对管理软件产品及行业解决方案提出了更高的需求，刺激了对产品及服务的采购和升级。

国产化需求提升，公司竞争优势显著

应用层面是国家自主可控软实力的体现，主要涉及三大领域：

第一是企业资源管理应用软件领域，如 ERP、CRM、SCM、OA (Office、Mail、IM、HR) 等，主要以 GUI 软件+数据库系统结合，此部分软件逐渐云端化；

第二是行业业务流程软件领域，比如金融、政务、交通、能源、工业制造、医疗、教育等行业业务信息化，主要是以 IT 方案咨询+IT 项目集成+IT 设备及软件系统组成的具有较强垂直行业属性的行业解决方案；

第三是基于互联网、云计算和大数据新技术形态发展，出现了以开源软件为牵引方向的分布式软件和大数据处理软件系统。

图表 4. 自主可控产业生态沙盘

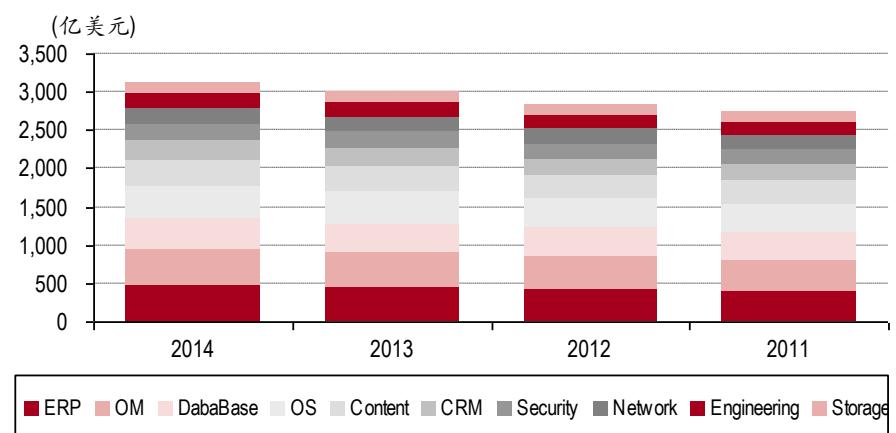


资料来源：中银证券

据 IDC 数据统计，2014 年全球软件支出总额 4,075 亿美元，应用软件 2,008 亿美元，基础软件占比 2,067 亿美元。

在分类排名中应用软件中，占比最大还是企业应用软件 ERP，增速最快的同样是企业应用软件 CRM、ERP 和行业应用软件 OM、Engineering。

图表 5. 全球前 10 分类软件的支出情况



资料来源：用友网络，中银证券

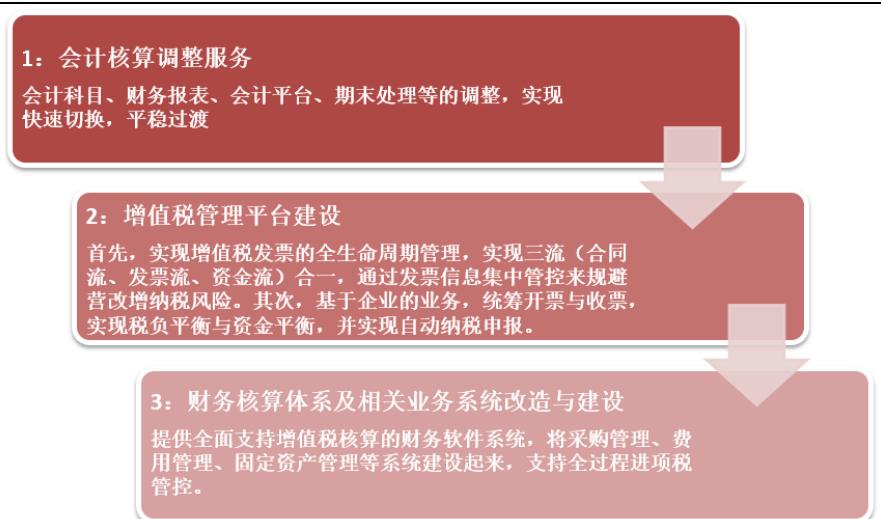
公司是国内最大、产品线最为齐全的管理软件提供商，市场份额超 30%，多年稳居首位，主要竞争对手与公司在市场份额上有明显差距（超过 15%）。作为国内应用软件领域绝对的排头兵，将充分受益于国产化需求的提升。

近期国家开始对国产化基础设施进行排查，对软硬件国产化要求的逐步提高的趋势明显，大型央企国企在新增管理软件采用公司产品的可能性极大，同时对 SAP、Oracle 等外资厂商的仍有替代空间。

提前布局营改增，金融、教育、汽车子公司均有望实现高增长

公司旗下金融子公司用友金融，国内首发金融行业增值税管理平台，通过有效营销，率先中标了一批行业客户营改增的项目，今年预计将会实现高速增长。

图表 6. 用友金融营改增管理业务流程



资料来源：用友网络，中银证券

其余重点子公司中，面向教育培训行业新道科技致力于云时代环境下学习型组织构建和人才培养，已挂牌新三板；面向汽车后市场的用友汽车，均受益于行业景气度高及业务优势突出获得快速增长。

图表 7. 主要控股参股公司

公司名称	主要产品或服务	公司持股比例(%)	主营业务收入	净利润(净损失)
北京用友政务软件有限公司	计算机软/硬件、技术咨询	84.19	568,319,382	73,226,223
用友汽车信息科技（上海）股份有限公司	计算机软件/系统集成/咨询行业	77.94	264,075,027	62,532,680
用友金融信息技术有限公司	计算机软/硬件/网络、技术咨询及电子行业	81.63	205,192,505	35,025,152
用友新道科技股份有限公司	计算机软件/管理培训	67.64	228,681,753	50,893,352
厦门用友烟草软件有限责任公司	计算机软/硬件/电子行业	73.00	134,320,818	49,624,656
用友优普信息技术有限公司	计算软件/系统集成/咨询行业	100	541,719,441	113,821,916
畅捷通信息技术股份有限公司	计算机软/硬件/耗材、电子行业	68.94	350,683,267	-80,202,335

资料来源：用友网络 2015 年年报，中银证券

以上多重利好的影响，在公司 2016 年 1 季度财报已经有所展现，报告期内，公司实现营业收入 5.9 亿，同比增长 19.4%。

企业级服务业务布局完整，为后续用户数量爆发打下坚实基础

财务、数字营销、人力资源及协同办公四大板块布局完成

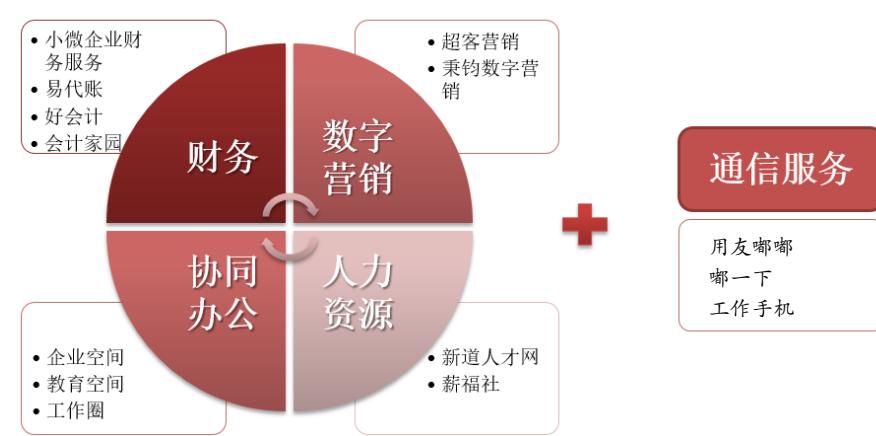
公司企业级服务业务主要面向小微企业，提供方式以 SaaS 为主，由畅捷通（财务及管理）、用友超客（移动 CRM、移动社交与协同服务）、秉均网络（数字营销）及用友福薪社（薪资社保福利服务）几个主体来承担，目前已经布局完成，看好全方位布局下，公司内部平台产品对接可以为客户提供更佳的用户体验。

图表 8. 畅捷通财务及管理服务平台示意图



资料来源：中银证券

图表 9. 企业级服务业务布局



资料来源：中银证券

企业用户服务数量快速增长，为后续变现打下基础

2015 年，公司的企业用户服务数超 80 万家，同比增长 437%，实现收入 8,109 万元。2016 年 1 季度，企业服务数已经超过 100 万家，预计 2016 年全年企业用户数将超过 200 万家。

畅捷通业绩续亏，但指标良好，云服务企业累计用户数超 106 万

子公司畅捷通 (1588.HK) 7 月 25 日发布业绩预告，预计上半年营业收入同比增长超过 20%，但由于员工股权激励计划成本摊销、云服务业务研发、运营推广支出及运维成本的影响，集团上半年截至 2016 年 6 月 30 日将继续亏损，归属母公司净利润同比下降 160%~200%，但各项业务均快速发展。体现在以下几个方面：

软件业务：通过加大营销渠道开拓力度，实行按行业开拓新客户的策略，增加市场推广投入并推进“520 我爱小微企业”等营销活动，带动软件业务快速增长，软件业务收入同比增长超过 20%。

云服务业务：成长显著，2016 年上半年，集团继续聚焦小微企业财务及管理服务，截至 2016 年 6 月 30 日止六个月，**畅捷通云服务业务新增企业用户数超过 45 万家，累计企业用户数超过 106 万家。**

其中：财务 O2O 服务平台新增近 1,700 家服务商，方便小微企业借助该平台选择服务商，获得如代理记账、工商注册等专业服务；

畅捷通易代账依托集团的渠道资源优势，采取整合线上、线下资源的运营方式，加大投入、加速开展运营工作，与全国二十多家代账协会达成战略合作，已有近 2,000 家代账公司使用畅捷通易代账为数十万家小微企业提供代账服务；

畅捷通好会计不断优化产品功能，支持语音记账、短信记账等多种新型记账模式，发布了嵌入到工作圈内的移动端，同时积极通过搜索引擎营销(SEM)、微信营销、电话营销等各种途径，推动线上运营；

工作圈继续快速迭代优化，推出了包含客户管理、多方通话、文件柜及企业邮箱等增值应用功能的收费版本，并与软件产品 T+V12.1 紧密集成，实现企业从前端记录、沟通到后端数据协同的完整统一，帮助企业提高沟通协作效率、简化工作流程、降低管理成本。

支付业务实现快速发展，继续加大各类商户的拓展，签约商户数量较年初增长 248%，交易量同比增长 345%，其中线上支付业务同比增长 1,633%；面向企业的支付标准产品不断丰富，并推出了面向连锁零售、B2B 电商、互联网金融、政府非税收入徵缴等多项行业支付解决方案。

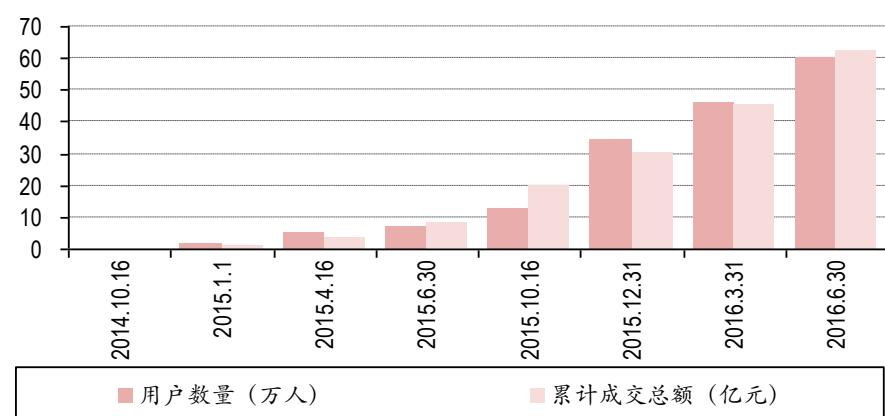
在继续开拓企业间支付服务及与软件系统、云应用服务业务融合的基础上，加强产品融合、区域部署及资源整合，区域布局继续扩大。

互联网金融业务根基扎实，与传统客户优势融合可期

友金所用户快速增长，年内有望实现盈亏平衡

2015年，友金所累计用户数34.29万人，累计撮合金额30亿元，2016年1季度，友金所累计撮合成交金额45.4亿元，与2015年底比增长50%。预计年内累计用户数有望突破100万，经测算在80万累计客户为盈亏平衡点，公司一直以来强调风险控制及业务系统的风险管理，看好互联网金融业务积极稳健发展。

图表 10. 友金所用户数量与累计成交总额稳定增长



资料来源：用友网络，中银证券

与传统业务客户优势融合可期

友金所仍是发展初期，与公司传统业务、行业结合都还相对较少，目前友金所客户中与公司原有覆盖的上百万客户重叠率很低。我们看好未来友金所与公司其他业务的对接与结合，这不仅为友金所业务发展增加流量，也会为企业客户带来更好的用户体验。

公司业绩拐点将至，看好各项业务融合效应产生

公司各主要业务均有不同程度的好转，同时随着业务发展深入，新兴的互联网企业级服务及互联网金融服务将与公司根基深厚的传统软件及服务产生融合协同效应，我们认为用友软件业绩拐点将至，未来发展空间广阔，我们预计2016年-2018年归母净利润为3.89亿元、4.86亿元及5.46亿元，对应市盈率为91倍、73倍及65倍，给予买入评级，目标价格32.00元。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	4,374	4,451	5,105	5,733	6,159
销售成本	(1,477)	(1,504)	(1,711)	(1,877)	(2,006)
经营费用	(2,439)	(2,886)	(2,979)	(3,398)	(3,631)
息税折旧前利润	458	61	415	458	522
折旧及摊销	(101)	(134)	(184)	(188)	(192)
经营利润(息税前利润)	357	(74)	231	270	330
净利润收入/(费用)	(84)	(93)	(82)	(63)	(62)
其他收益/(损失)	339	529	293	338	347
税前利润	612	362	442	545	615
所得税	(42)	(19)	(36)	(37)	(42)
少数股东权益	19	19	17	22	27
净利润	550	324	389	486	546
核心净利润	611	381	450	553	623
每股收益(人民币)	0.470	0.221	0.266	0.332	0.373
核心每股收益(人民币)	0.521	0.260	0.307	0.378	0.425
每股股息(人民币)	0.300	0.150	0.164	0.214	0.241
收入增长(%)	0	2	15	12	7
息税前利润增长(%)	16	(121)	(414)	17	22
息税折旧前利润增长(%)	13	(87)	582	11	14
每股收益增长(%)	(17)	(53)	20	25	12
核心每股收益增长(%)	(20)	(50)	18	23	13

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	612	362	442	545	615
折旧与摊销	101	134	184	188	192
净利润息费用	84	93	82	63	62
运营资本变动	(95)	(133)	(381)	291	(366)
税金	(23)	(0)	(36)	(37)	(42)
其他经营现金流	125	94	430	(95)	(72)
经营活动产生的现金流	804	550	722	956	390
购买固定资产净值	78	100	666	54	54
投资减少/增加	310	43	0	0	0
其他投资现金流	(988)	(1,099)	(858)	(121)	(125)
投资活动产生的现金流	(600)	(956)	(193)	(67)	(71)
净增权益	(351)	(220)	(240)	(313)	(353)
净增债务	361	779	(2,271)	74	57
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	639	726	438	(221)	(357)
融资活动产生的现金流	649	1,313	(2,021)	(358)	(431)
现金变动	854	907	(1,491)	531	(113)
期初现金	2,100	2,963	3,879	2,388	2,919
公司自由现金流	205	(407)	529	889	318
权益自由现金流	650	466	(1,660)	1,026	437

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	3,215	4,813	2,809	3,454	3,436
应收帐款	1,682	1,725	1,978	2,269	2,312
库存	22	24	24	31	28
其他流动资产	23	43	15	52	24
流动资产总计	4,943	6,606	4,826	5,807	5,801
固定资产	1,810	1,990	2,480	2,359	2,237
无形资产	581	681	672	659	642
其他长期资产	204	241	238	239	239
长期资产总计	2,595	2,911	3,391	3,257	3,119
总资产	8,811	10,919	9,210	10,049	9,904
应付帐款	400	402	408	540	470
短期债务	1,268	1,824	2	2	2
其他流动负债	1,862	2,479	1,977	2,545	2,323
流动负债总计	3,530	4,705	2,387	3,087	2,795
长期借款	824	132	334	279	205
其他长期负债	14	19	19	17	18
股本	1,171	1,465	1,465	1,465	1,465
储备	2,816	4,295	4,445	4,618	4,811
股东权益	3,987	5,760	5,910	6,083	6,276
少数股东权益	456	544	561	583	611
总负债及权益	8,811	10,919	9,210	10,049	9,904
每股帐面价值(人民币)	3.40	3.93	4.03	4.15	4.28
每股有形资产(人民币)	2.91	3.47	3.58	3.70	3.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.17)	(1.31)	(1.63)	(1.99)	(1.91)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.5	1.4	8.1	8.0	8.5
息税前利润率(%)	8.2	(1.7)	4.5	4.7	5.4
税前利润率(%)	14.0	8.1	8.7	9.5	10.0
净利率(%)	12.6	7.3	7.6	8.5	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	2.0	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	4.2	(0.8)	2.8	4.3	5.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.4	2.0	1.9	2.1
估值					
市盈率(倍)	51.3	109.0	90.7	72.7	64.7
核心业务市盈率(倍)	46.2	92.7	78.4	63.8	56.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	61.4	123.0	104.1	84.7	75.2
市净率(倍)	7.1	6.1	6.0	5.8	5.6
价格/现金流(倍)	35.1	64.2	48.9	36.9	90.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	74.1	548.6	79.3	70.6	62.2
周转率					
存货周转天数	5.5	5.6	5.2	5.4	5.4
应收账款周转天数	133.5	139.7	132.4	135.2	135.8
应付帐款周转天数	31.8	32.9	29.0	30.2	29.9
回报率					
股息支付率(%)	63.9	67.8	61.6	64.4	64.6
净资产收益率(%)	15.3	6.6	6.7	8.1	8.8
资产收益率(%)	4.1	(0.7)	2.1	2.6	3.1
已运用资本收益率(%)	2.3	1.1	1.3	1.8	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

用友网络(600588.CH/人民币 24.10, 买入)

畅捷通(1588.HK/港币 10.00, 未有评级)

新道科技(833694.CH/人民币 8.20, 未有评级)

以 2016 年 8 月 9 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371