



002410.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.78

板块评级: 强于大市

股价表现



(% / 月)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	35.1	(10.7)	3.0	35.3
相对深证成指	60.0	(6.9)	10.4	59.1
发行股数(百万)		1,119		
流通股(%)		79		
流通市值(人民币 百万)		23,721		
3个月日均交易额(人民币 百万)		297		
净负债比率(%)(2018E)			净现金	
主要股东(%)				
习志中		18		

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年9月26日收市价为标准

相关研究报告

《广联达: 产品云化符合预期, 长期看好企业发展》 20180423

《广联达: 业绩稳定增长, 云业务助力企业发展》 20180329

《广联达公司深度: 重铸引擎更新换代, 确定性成长可期》 20171122

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

广联达

离 SaaS 转型成功还有多远?

广联达是建筑信息化领域龙头, 造价业务市场地位稳固, 施工业务快速发展。公司正在从传统软件商转型为 SaaS 软件商, 新的估值方法和跟踪指标是判断公司转型成功与否的关键。本文即围绕两个问题展开: SaaS 属性下, 公司当前估值是否已合理或仍有上升空间? 依据 SaaS 成长指标, 如何跟踪和预测未来市值提升路径? 主要结论包括: (1) 理想化 SaaS 业务中的营收净利润等效性是 PS 估值方法底层逻辑; (2) 2019 年估值对应当前市值仍有约 20% 上升空间; (3) 当前成长指标对应的年增速为 102%, SaaS 业务健康; (4) 2018~2020 年符合预期的成长指标组合是转化率达 27%、27% 和 44% 且续费率达 90%, 同时施工业务实现 40% 年增速。

支撑评级的要点

- 以 2019 年 PS/PE 分部估值看, 造价业务 SaaS 收入给予行业平均 13~16 倍 PS 估值, 施工等非 SaaS 业务按 PEG 给予 40 倍 PE 估值, 仍存上升空间。若未来造价业务全部转型, 上升空间将进一步凸显。
- SaaS 成长指标由转化率和续费率组成, 综合体现为年增速, 当前公司 SaaS 业务年增速在 0.96~1.08, 处于健康增长状态。
- 2018~2020 年盈利预测结果中, 营收增速在 15~30%。通过订单还原, 需要 SaaS 业务实现 27%~44% 的转化率和 90% 左右的续费率。续费率方面计价软件已接近目标 (87%), 转化率方面随着更多业务规模较大地区开始转型, 有望从现有水平 (约 20%) 快速拉升。

评级面临的主要风险

- SaaS 收入不及预期; 建筑业需求不及预期。

估值

- 预计 2018~2020 年归母净利润分别为 5.3 亿元、6.8 亿元和 8.5 亿元; EPS 分别为 0.48 元、0.61 元和 0.76 元; 对应市盈率分别为 56 倍、44 倍和 35 倍。按 PS/PE 分部法和可比公司 PE 估值法均有估值优势, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,039	2,357	2,685	2,959	3,693
变动(%)	32	16	14	10	25
净利润(人民币 百万)	423	472	534	684	851
全面摊薄每股收益(人民币)	0.378	0.422	0.477	0.611	0.760
变动(%)	76.3	11.6	13.1	28.0	24.5
全面摊薄市盈率(倍)	70.9	63.5	56.1	43.8	35.2
价格/每股现金流量(倍)	57.8	50.3	109.3	37.1	33.1
每股现金流量(人民币)	0.46	0.53	0.25	0.72	0.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	105.7	70.3	56.1	42.3	32.1
每股股息(人民币)	0.300	0.250	0.369	0.440	0.529
股息率(%)	1.1	0.9	1.4	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

从 SaaS 本质看 PS 估值方法的必要性	4
通用市场下 SaaS 模式的优势	5
建筑信息化及广联达业务特性放大 SaaS 优势	5
PS 估值的底层逻辑：营收净利润等效性	8
五种方法看广联达两年市值空间翻倍	9
造价业务 SaaS 核心指标及市值增长路径	11
SaaS 指标之转化率与续费率，以及年增长率	11
还原后的营收增速	12
业绩预判与成长路径归纳	13
建筑信息化领域龙头，造价与施工两大看点重申	15
计价业务领先，云化重夺增速	16
施工蓝海市场培育“第二个广联达”	19
盈利预测及投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	21
风险提示	22



图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 广联达业务布局	4
图表 2. 国内建筑业信息化程度相对落后	6
图表 3. 广联达造价业务营业收入	7
图表 4. 国内建筑业总产值	8
图表 5. 可比 SaaS 软件公司业绩与估值 (原始币种 亿)	8
图表 6. 用于估值分析的主要业绩数据	9
图表 7. 不同估值方法下公司的合理市值区间	10
图表 8. 不同增长率和留存率下的增长结果	11
图表 9. 增长率为 15% 和 25% 时续费率的影响	12
图表 10. 公司云转型相关业务指标	12
图表 11. 公司 SaaS 年增速现值	12
图表 12. 云业务还原前后公司营收增速对比	13
图表 13. 云业务还原前后造价业务营收增速	13
图表 14. 符合订单增速的 SaaS 指标组合	13
图表 15. 公司潜在成长路径对应的估值结果	14
图表 16. 公司发展历程	15
图表 17. 建筑项目生命周期	15
图表 18. 造价业务主要产品及用途	16
图表 19. 云计价产品主界面	16
图表 20. 计价算量软件市场参与者	16
图表 21. 计价软件产品分地区版本不同	17
图表 22. 2017~2019 年造价业务云转型规划	17
图表 23. 广联达加密锁软硬件结合授权机制	17
图表 24. 微软 Office365 采用 SaaS 订阅模式	18
图表 25. 广联达施工业务产品线	19
图表 26. 施工企业项目管理软件产品核心价值	19
图表 27. 2011~2023 年中国 BIM 市场规模及预测 (人民币 万)	20
图表 28. 其他主要业务近年增长情况 (人民币 百万)	20
图表 29. 公司分板块拆解业务预测	21
图表 30. 可比公司市盈率对比	22

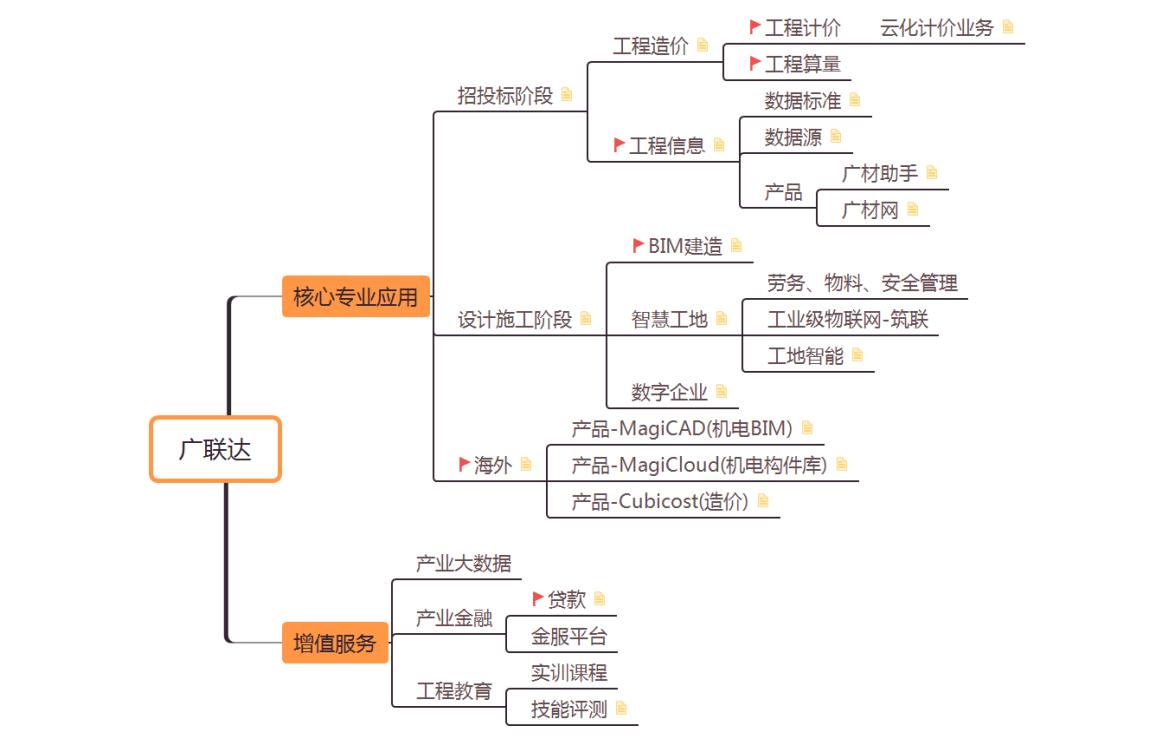


从 SaaS 本质看 PS 估值方法的必要性

广联达科技股份有限公司（以下简称“广联达”或“公司”）是围绕建筑行业工程项目全生命周期提供专业软件解决方案及周边服务的科技企业。公司起步于工程造价领域，计价软件市场占有率国内领先。目前产品线主要分为“施工前”和“施工中”两大类，分别针对招投标和设计施工阶段（见图表1）。

概括公司主要的推荐逻辑是：（1）在市占率领先的基础上，计价算量等造价类软件产品的商业模式从软件许可向 SaaS 转变，有利于改善公司的竞争力和经营质地；（2）施工阶段的软件市场空间巨大，目前竞争格局尚处于早期发展阶段，公司有望借助造价软件优势地位获得广阔的增量市场。

图表 1. 广联达业务布局



资料来源：公司公告，中银证券

市场对公司的基本面认知较为充分（将在第三章回顾），我们希望在本文内主要讨论清楚的问题是当前阶段（SaaS 转型过程中间）如何看待和把握公司未来的投资价值。因此，本文主要讨论以下两个问题：（1）考虑 SaaS 模式对造价业务的影响后，当前公司估值是否已趋于合理或仍有上升空间？（2）围绕 SaaS 和传统业绩指标，如何跟踪和预测未来市值发展路径？

厘清这两个问题有助于在业绩或股价变动时理解是估值提升逻辑还是基本面逻辑发生变化，以及业绩出现不同的增速时判断对应的合理市值分别是多少。

通用市场下 SaaS 模式的优势

首先需要明确 SaaS 模式相对传统模式的优势，以及为何 SaaS 厂商需要不同的估值方法。和市场已有研究不同的是我们在 SaaS 通用优势之外，还结合建筑行业和广联达本身特点分析了 SaaS 优势的放大效应，并明确了营收净利润等效性下的 PS 和 PE 关系，从而有助于理解对公司的分部估值。

微软等软件公司早期软件产品的盈利模式是销售 License (软件许可) 及更新费用，尤其是 Windows、Office 等主打产品。用户通过光盘或网络等渠道获取软件的安装文件或副本，在向软件公司支付 License 购买费用后方可获得授权，正常使用软件。许可费用也成为行业多年来最重要的商业模式。

SaaS 模式的出现在技术和商业两个层面对于传统模式进行了革新。技术方面，云端技术改变了软件只在本地运行的主要形式，通过本地软件的“壳”（典型的如浏览器）访问软件商服务网站的“肉”（主要包括用户数据等）。相应地，软件商为用户开设账号以获得软件在云端的权限。商业方面，借由云端账号渠道，可以按付费订阅服务的期限来激活账号的可用时间。付费订阅周期包括按月、按年等。

SaaS 为软件商提供的优势包括减少盗版损失、扩大付费用户基数、激活沉默用户以及提升用户黏性；为用户提供的优势包括需求及时满足、运维过程简化、试错成本降低等。在第三章中将展开介绍 SaaS 的以上优点。

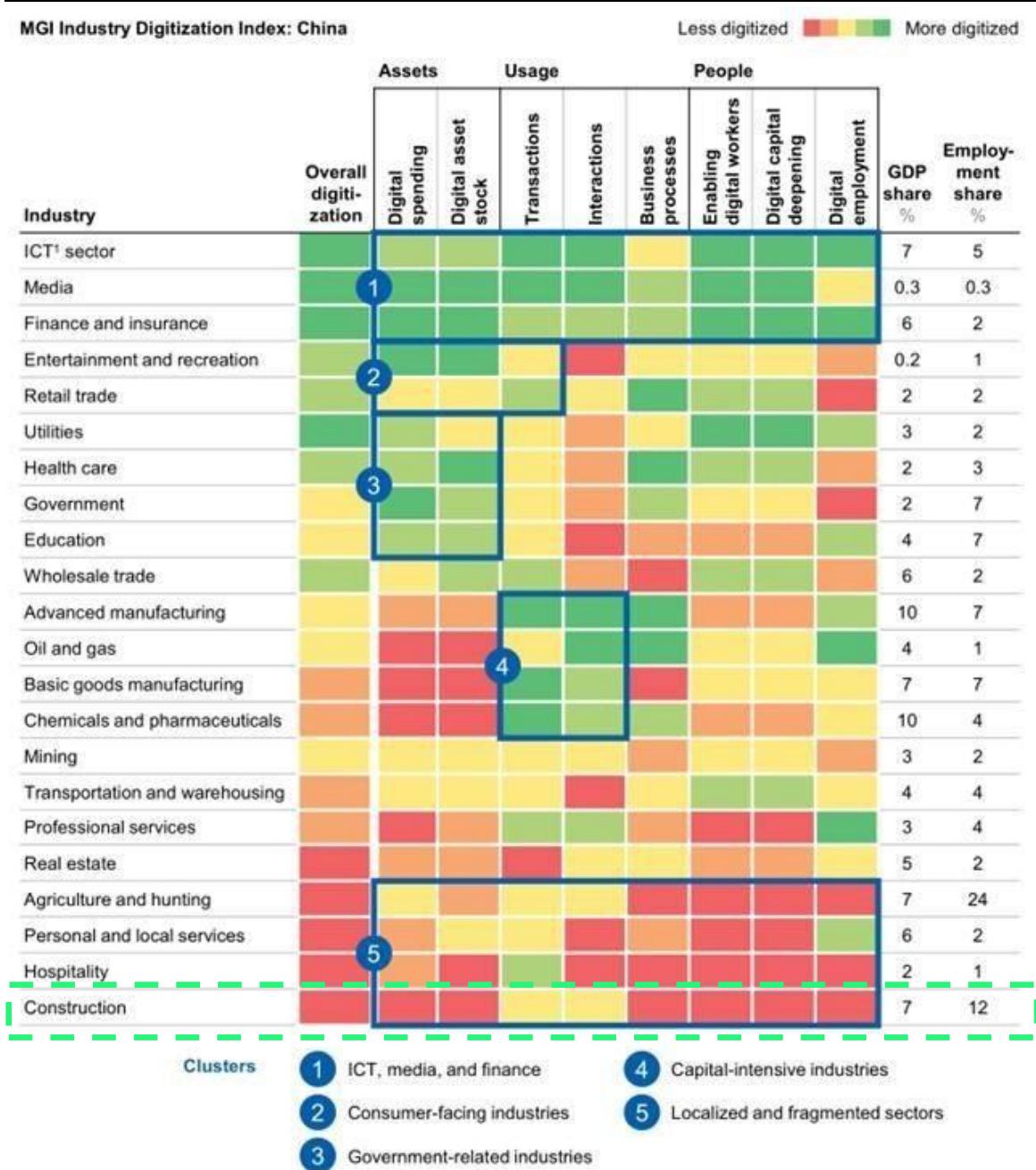
建筑信息化及广联达业务特性放大 SaaS 优势

建筑信息化市场放大 SaaS 优势

基于建筑行业的特点，在该垂直领域中提供 SaaS 软件将获得更为明显的优势效应。



图表 2. 国内建筑业信息化程度相对落后



资料来源：麦肯锡《数字时代的中国：打造具有全球竞争力的新经济》(2017)，中银证券

建筑业产品标准化基础好。 SaaS 产品一般是高度标准化的，因为如果需要根据不同的客户进行较多定制化开发，SaaS 将复杂度放到云端而简化客户端的模式优势将大打折扣。建筑业软件产品标准化优势基于几个行业特点：(1) 相比服装、餐饮等面向 C 端的市场需要差异化竞争不同，建筑业企业自身对软件需求较为统一；(2) 行业信息化程度较低（见图表 2），软件厂商容易在流程和标准制定方面起主导地位；(3) 行业集中度高，广联达计价软件市占率超 50%，可视为行业内的事实标准。因此，SaaS 模式在建筑业的标准化基础很好。广联达的计价算量软件主要服务房地产、施工、建筑设计等企业及个人客户，定制化开发的程度很低。

建筑业企业 IT 能力有限更依赖厂商服务。 因为建筑业信息化程度低，很多业内企业没有充足的 IT 团队和能力，所以更依赖软件商提供产品的运维。从交付软件产品向提供软件服务转变，也正符合 Software-as-a-Service 的本质。



沉默用户改善效应明显。建筑业是典型的项目制行业。一方面项目周期较长、项目间的间隔不确定性和高，另一方面用户对新功能敏感度偏低，因此存在较多的沉默用户。SaaS对沉默用户的激活效应在本行业将更为明显。

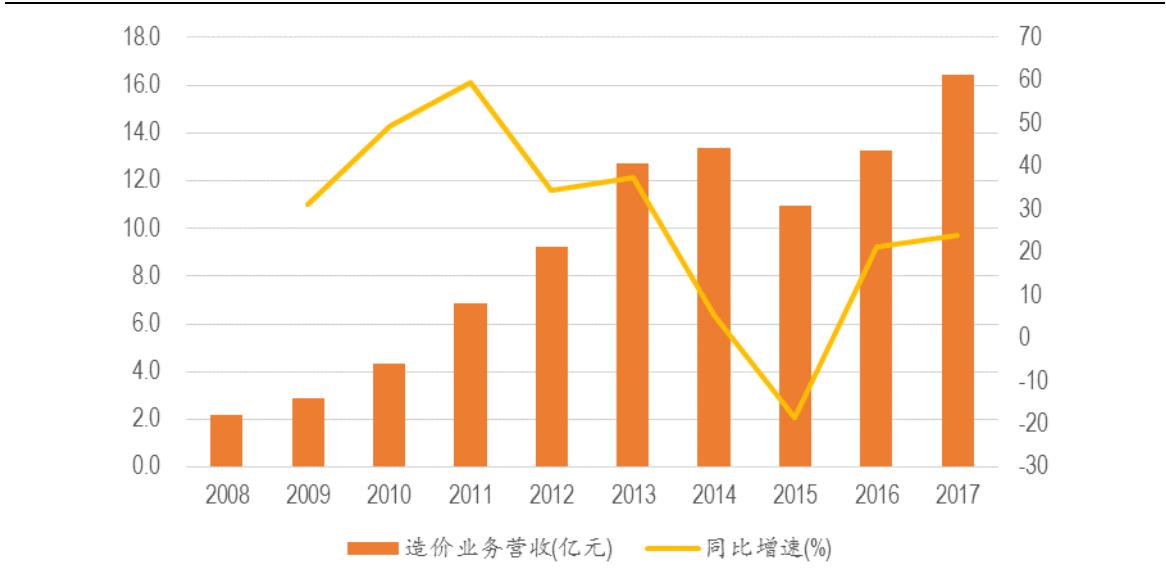
SaaS 改善广联达增长逻辑

当某个产品市占率超过 50%后，要继续保持高增长就会变得困难。随着市场空间天花板的接近，龙头企业的增速回落，其估值水平往往会下移。SaaS则为广联达这类龙头企业去追逐长尾市场、重获增长提供了动力。一方面盗版用户、低付费意愿用户的存量市场能够通过 SaaS 方式一定程度上获得释放，另一方面率先完成 SaaS 转型的公司有望抢占竞争对手更多的份额。

受下游周期性波动影响减弱：行业软件一般受下游需求景气度变化明显。图表3、图表4显示，公司传统优势的造价软件收入呈现和行业的产值变化基本一致的趋势。公司当年业绩往往和新开工项目数相耦合。但是随着 SaaS 转型的逐步完成，公司业务营收的波动性有望削弱，现金流情况会相应稳定，客户黏性也将持续提升。

此外，凭借 SaaS 产品标准化的优点，公司销售费用有望下降，人员结构得以优化。空余出的造价软件销售人员能够转而参与施工软件产品的销售工作，助推新业务发展。

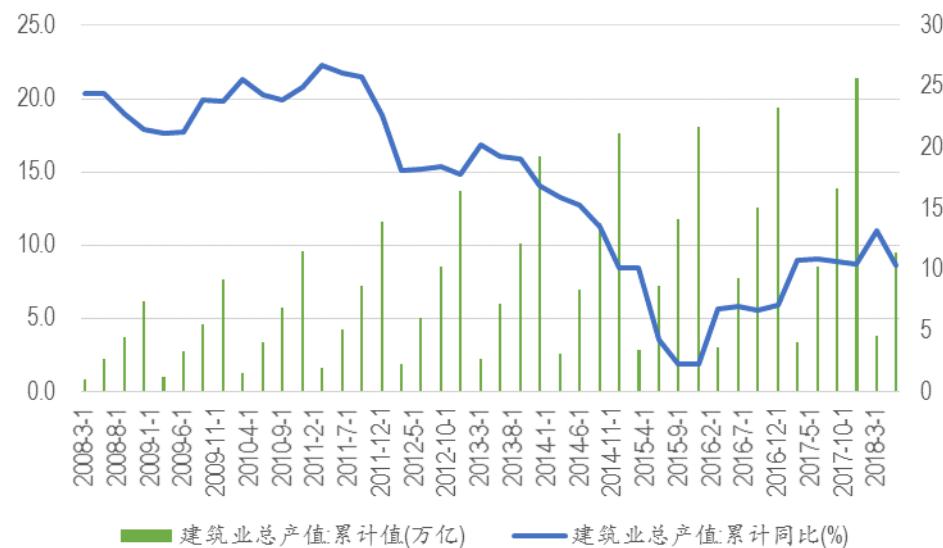
图表 3. 广联达造价业务营业收入



资料来源：Wind，中银证券（注：业务口径按历年年报中“造价软件”、“工具类软件”、“工程造价业务”统计）



图表 4. 国内建筑业总产值



资料来源: Wind, 中银证券

PS 估值的底层逻辑: 营收净利润等效性

对于 SaaS 公司, 市场倾向于 PS 估值方式。在讨论广联达对应的 PS 倍数之前, 我们先明确一下 PS 方法的合理性及深层逻辑。

选取国内外主要的可比 SaaS 企业, 其业绩和估值指标如图表 5 所示。其中, Autodesk、Adobe、用友网络、泛微网络、石基信息、卫宁健康等六家公司在业务属性或证券上市市场方面和广联达的对标性更强 (以下称为“强对标公司”)。

图表 5. 可比 SaaS 软件公司业绩与估值 (原始币种 亿)

公司名称	市值	17 年营收	营收增速(%)	PS	17 年净利润	净利润增速(%)	PE
Autodesk	324.4	20.57	1.30	15.80	(5.67)	2.60	(57.20)
Adobe	1,297.00	73.02	24.70	17.80	16.94	44.90	76.60
微软	8,565.00	899.50	5.40	9.50	212.04	(1.40)	51.70
Salesforce	1,157.00	104.80	24.90	11.00	1.27	(29.00)	907.60
Zendesk	71.24	4.30	38.00	16.50	(1.11)	(6.60)	(64.40)
Veeva	149.10	6.86	26.00	21.70	1.42	106.30	105.00
Workday	305.20	21.43	36.10	14.20	(3.21)	21.30	(95.00)
SAP	1,431.00	234.61	6.30	5.10	40.18	10.20	29.80
Oracle	1,872.00	398.31	5.60	4.70	38.25	(59.00)	49.00
用友网络	509.80	63.44	24.00	8.20	3.89	97.10	131.00
金蝶国际	276.50	23.03	23.70	9.70	3.10	7.60	74.60
泛微网络	86.74	7.04	52.90	12.40	0.87	33.40	99.70
石基信息	367.90	29.61	11.20	12.50	4.19	7.80	87.80
卫宁健康	231.90	12.04	26.10	19.50	2.29	(55.80)	101.20
平均值 ¹	-	-	21.90	12.80	-	12.80	107.00
平均值 ²	-	-	23.20	15.60	-	6.60	61.60

资料来源: Wind, 中银证券 (注: 截止 9 月 20 日数据; 平均值¹为全部可比公司平均数值, 平均值²为强对标公司平均数值)

1. PE 失真, PS 补位

首先可以看到, 对 SaaS 企业进行 PE 估值并不合适, 可比公司的 PE 估值范围没有明显特点, 也难言 PE 高的企业投资价值更突出。整体上, SaaS 公司 PE 水平较高。

然后在 PS 方面, 上述企业的估值 (营收倍数) 平均为 12.8X, 公司间的可比性增强。SaaS 公司营收存在递延性, 即当期 License 的费用会转化为若干年的服务订阅费用。综合横向比较相对合理、反映营收的递延特性及前述 SaaS 模式优点等因素, 采用 PS 方法给 SaaS 业务估值更为合理。

其中, 微软、SAP、Oracle、用友、金蝶等四家公司的主要收入既包含 SaaS 业务也有传统业务, 指标呈现的结果为 PS 和 PE 都低于平均值, 体现出市场采用分部估值方法对其分析的倾向。

PS 方法还适合处理初创业务的通用情况: 很多科技类公司的某项业务早期高速增长, 但由于需大量投入研发等费用, 使得净利润指标不能反映业务本身的长期价值, 相应可以按照 PS 给予估值。当收入与投入等指标趋于稳定时可以切换为 PE 估值。但是广联达的 SaaS 业务并不完全是互娱这种情况。

2. 使用 PS 方法为公司 SaaS 估值的底层逻辑

为广联达引入 PS 方法并不完全是因为方便, 也和初创型企业的情况不太一样, 我们认为, 为其采用 PS 方法的合理性在于 SaaS 的营收很大程度上代表了净利润最终在公司业绩上的作用。

SaaS 营收与净利润等效性: 理想化的 SaaS 产品是高度标准化、低销售费用、满足客户强需求的, 并且会持续产生营收。假设下游需求稳定, 那么头部厂商一方面可以依赖品牌优势维持市占率高位运行, 另一方面有可以依赖产品优势降低维护成本。随着时间消逝, 前期的研发和硬件成本被分摊完毕, 净利润率将接近 100%。因此, 在这种理想化情况下 SaaS 产品持续产生的营收可以高度转化为净利润, 对公司业绩贡献上两者具备等效性。

目前 SaaS 公司的平均 PS 水平 (10 余倍) 显然未体现理想化情况, 主要原因在于: (1) 现实中的市场需求变化和竞争持续存在, 研发和销售成本也随之持续产生; (2) 公司主业往往还包含非 SaaS 类营收; (3) 大部分公司在转型过程中, SaaS 成长指标尚未证明已转型成功, 因此市场给予的估值不会一步到位。

这也表明, 如果广联达的 SaaS 业务按理想化情况发展, 将当前 10 余倍的 PS 水平和计算机行业约 50X 的平均 PE 水平对比, 其估值上升空间将会很大。

五种方法看广联达两年市值空间翻倍

下面基于上一节的行业估值数据和公司以下业绩数据为基础, 通过不同方法讨论广联达的合理市值。

图表 6. 用于估值分析的主要业绩数据

指标 (亿)	数值*	增速(%)
2017 年造价业务营收	16.4	6
2017 年施工业务营收	5.6	60
2017 年整体营收	23.4	15
2018/2019 年预计造价类营收	18.0/19.8	10 (每年)
2018/2019 年施工类营收	7.8/10.9	40 (每年)
2018 年整体营收	25.8	10
2018 年净利润 (Wind 一致性预测)	5.3	14
2018 年净利润率 (%)	20.5	-

资料来源: Wind, 中银证券 (*预测部分为近似数据, 具体数值请参考“盈利预测”一节, Wind 数据截止 9 月 30 日)

(1) 按整体 PE 估值: 2018 年净利润 5.37 亿, 当前行业平均 PE 约 50X, 考虑公司是行业龙头, 增长确定性好于同类企业, 按 60~65X 计算估值为 322~349 亿。

(2) 按整体 PS 估值: 将公司整体看作 SaaS 企业, 类似图表 5 中微软、用友等公司情况按整体营收的 PS 倍数方法计算估值。2018 年预计营收 26 亿, 按 13 倍 PS 可得估值为 338 亿元。如果按照强对标性的公司估值水平, 按 16 倍 PS 计算则估值为 416 亿元。

(3) 按近期 PS/PE 分部估值: 较为准确的方法是区分公司的 SaaS 和非 SaaS 业务, 进行分部估值。SaaS 部分 2017 年订单 1.75 亿 (含 0.45 亿确认收入和 1.3 亿预收款), 假设 2018 年增速为 20% (略高于整体 11% 的增速), 2018 年订单为 2.1 亿, 按 13~16 倍 PS 给予估值约 27~34 亿。非 SaaS 部分 2018 年营收 23.9 亿, 按公司整体净利润率计算, 产生净利润约 4.9 亿, 且给予 60X 的 PE, 则估值为 294 亿。两部分相加得到整体估值为 321~328 亿。其实, 由于短期内 SaaS 营收占比较小, 所以该方法计算结果与整体 PE 方法比较接近。

(4) 按规划 PS/PE 分部估值: 公司在云转型上提出“三个 80”规划, 即 2017~2019 年三年时间内做到 80% 的地区达到 80% 的云转化率和续费率。因此, 按照该规划, 可以考虑 2019 年估值情况。如果 2019 年造价业务保持 10% 增长, 则营收为 19.8 亿。其中 80% 为 SaaS 收入, 即 15.8 亿元。按 13~16X 的 PS 估值得 205~253 亿元。同时若 2019 年保持 40% 的施工业务营收增速, 即 10.9 亿元, 加上造价业务中非 SaaS 的 4.0 亿元, 总计 14.9 亿元。按整体净利润率计算, 贡献 3.1 亿元净利润, 对应 40X 的 PE, 估值为 124 亿。公司整体估值为 329~377 亿元。

(5) 按远期 PS/PE 分部估值: 根据公司公告, 云转型试点用户转化率和续费率持续提升顺利。所以可以假设造价业务成功完成云化转型的确定性高。那么 2019 年 19.8 亿造价业务体量在 2020 年之后从 80% 地区推广到全部地区对应体量为 24.8 亿, 同时最终将转化为 SaaS 模式。可以按 PS 方法计算估值比照 SaaS 营收和净利润等效性论证, 按 13~16X 的 PS 水平, 造价类业务对应市值为 322~488 亿。另外, 施工类业务 10.9 亿在 2020 年增长至 15.3 亿, 产生净利润 3.1 亿, 仍按 PEG=1 即 40X 估值, 对应市值 124 亿。合计整体估值应在 446~612 亿。

图表 7. 不同估值方法下公司的合理市值区间

估值方法	估值区间 (亿元)	中位数 (亿)	对应当前市值的上升空间 (%) *
整体 PE 估值 (2018)	322~349	336	7.3~16.3
整体 PS 估值 (2018)	338~416	377	12.7~38.7
近期 PS/PE 分部估值 (2018)	321~328	325	7.0~9.3
规划 PS/PE 分部估值 (2019)	329~377	353	9.7~25.7
远期 PS/PE 分部估值 (2020+)	446~612	529	49.0~104.0
汇总	322~612	467	7.3~104.0

资料来源: 公司公告, 中银证券 (注: *按 9 月 14~20 日收盘价对应市值平均为 300 亿元计算)

综上所述, 估值方法方面采用 PS/PE 分部法更为准确, 尤其是按规划和按远期目标的两种分部方法中, 结果更能贴近 2019 年和 2020 年之后转型成功对应的估值。公司 2019 年估值中位数对应约 18% 上升空间, 乐观看有 26% 上升空间; 2020 年以后的估值上限为 612 亿, 对应 104% 上升空间, 即如果顺利公司市值有望实现翻倍。



造价业务 SaaS 核心指标及市值增长路径

广联达合理估值区间要能在两年内翻倍，需要兑现相应的假设，其中施工业务保持 40%的增长容易理解和跟踪，而 SaaS 的成长指标则需要进一步分析。本章主要讨论 SaaS 的核心成长指标，包括转化率和续费率，以衡量 SaaS 业务转型的成功程度。

SaaS 指标之转化率与续费率，以及年增长率

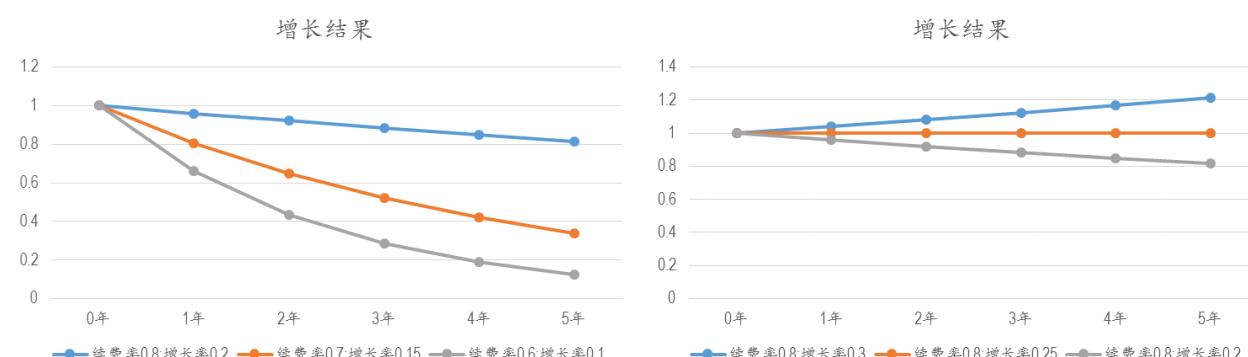
转化率：衡量的是 SaaS 产品能不能卖出去的问题，一定程度上可以代表用户增长率。其含义是将客户机会转化为客户订单的能力，在 SaaS 领域则特指转化为 SaaS 订单的增长速率。一般来说 SaaS 的转化率体现在接触、试用和订阅几个流程中。用户通过供应商的营销活动或搜索网络等方式接触到 SaaS 产品，厂商提供的自助式注册使得用户可以开始基础功能的使用或试用，一旦用户体验良好并决定付费就可以通过订阅的方式按周期支付。

该指标对尚未形成固定格局的市场中各参与者，以及已有头部企业的市场中的新入者更为重要。就建筑信息化领域而言，由于公司是业内龙头，知名度和产品实力高，因此接触和试用环节的成功率较高，转化率主要取决于试用到订阅的转化。

续费率：也叫留存率，衡量的是 SaaS 产品匹配用户需求的能力，相对的指标是流失率。可表述为下一个订阅周期继续付费的老用户比例。

续费率和用户增长率（转化率）共同决定 SaaS 产品的最终增长情况。例如，若续费率 80%，不考虑新用户加入的情况下，三年后的用户数只剩下 $100\% \cdot 80\%^3 = 51.2\%$ 。若用户增长率达到 20%，则三年后用户数将保持为 $100\% \cdot 80\%^3 \cdot (1+20\%)^3 = 88\%$ 。

图表 8. 不同增长率和留存率下的增长结果



资料来源：中银证券

年增速：对比 SaaS 业务和传统业务的宏观状态是要看公司业绩每年的增长情况，即“年增速”，定义为“用户增长率*续费率”或者“ $(1+转化率) * 续费率$ ”。如果每年要实现正向增长，就需要年增速大于 1。广联达 2017 年营收增长 15%，对于 2018~2020 年营收的 Wind 一致性预测在 14~22% 之间。以下就增长率为 15% 和 25% 的情况做续费率影响的分析。



图表 9. 增长率为 15% 和 25% 时续费率的影响

续费率	年增速 (增长率=15%)	续费率	年增速 (增长率=25%)
84%	0.97	79%	0.99
85%	0.98	80%	1.00
86%	0.99	88%	1.10
87%	1.00	90%	1.13
95%	1.09	95%	1.19

资料来源：中银证券

接下来比对公司的相应指标对 SaaS 业务的成长性做一个初步判断。公司于 2017 年在 6 个地区就计价产品采用 SaaS 收费模式，在 2018 年新增加 5 个地区，同时这 11 个地区的算量产品也转为 SaaS 收费模式。

图表 10. 公司云转型相关业务指标

指标	2017	2018H1
新增云合同金额 (亿)	1.75	2.51
云相关期末预收款项 (亿)	1.3	2.56
已转型 (6 地区) 计价用户转化率(%)	>80	>80
新转型 (5 地区) 计价用户转化率(%)	/	>20
新转型 (11 地区) 算量用户转化率(%)	/	>27
续费率(%)	~85	>80

资料来源：公司公告，中银证券

- (1) 若增长率达到 25%，在公司当前续费率 (80~85%) 情况下 SaaS 业务可以稳定增长；
- (2) 若增长率为 15%，则需要将续费率进一步提升到近 87% 或更高；
- (3) 若要实现 SaaS 业务最终约 20% 的增速，需要将转化率做到 25% 且续费率提升到 95%（或者 33% 的转化率和 90% 的续费率）。
- (4) 在新增的 5 个 SaaS 地区，按照 20% 计价增长率、27% 算量增长率和 80~85% 的续费率计算，公司现阶段的年增速约为 102%，指标表明业务状态良好。

图表 11. 公司 SaaS 年增速现值

指标	2017~18H1 数值	年增速
计价业务转化率(%)	20	102.0
计价业务续费率(%)	85	
算量业务转化率(%)	27	101.6
算量业务续费率(%)	80	

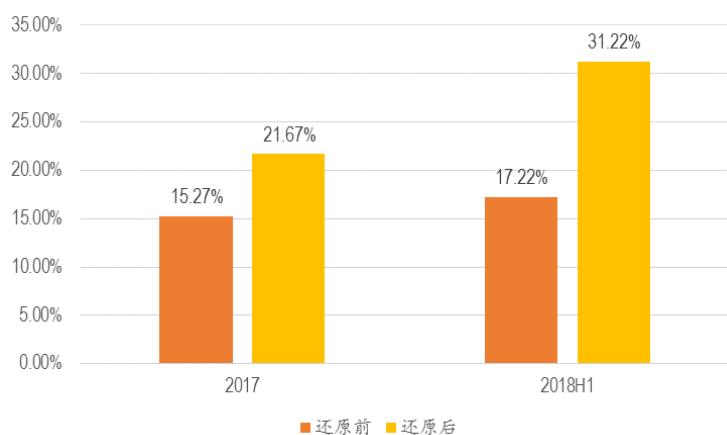
资料来源：公司公告，中银证券

还原后的营收增速

上文分析了公司当前成长指标表明 SaaS 业务稳定增长，健康状态尚佳。在进一步分析指标达到哪些条件公司的业务增速符合预期之前，需要先考虑 SaaS 订单和营收之间的关系。当年云订单的金额不在当期全部确认，而是形成预收款项。此类订单如果按照传统业务方式还原，方可与之前口径统一对比。图表 12 中展示了 2017 年报和 2018 半年报中还原后营收增速（其中 2018H1 的对比基数仍为 2017H1 公告的营收，因 2017 半年报中未公告存在云业务订单）。公司实质的增长超过表观业绩，并且程度随着 SaaS 占比的增加而增加。



图表 12. 云业务还原前后公司营收增速对比

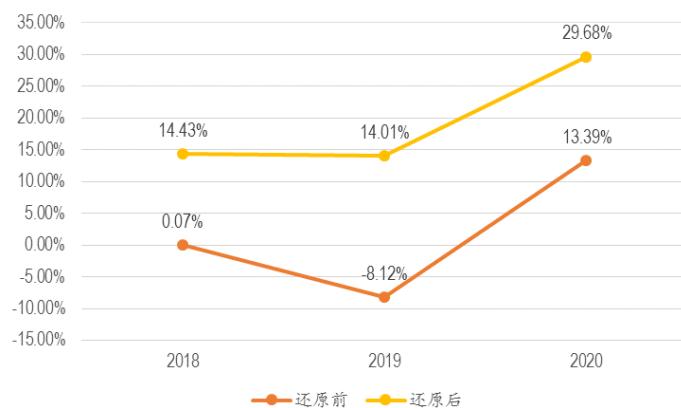


资料来源：公司公告，中银证券（注：18H1 增速计算以 2017 年报表观数据为基础）

业绩预判与成长路径归纳

已知转型成功后的市值体量以及追踪转型进展的关键指标，那么衡量公司转型成功的 SaaS 指标应该是多少？我们将盈利预测中造价业务的收入进行了还原，得到的年增速如图表 13。如果 SaaS 订单量增长符合图中增速，对应的市值提升路径即得以实现。

图表 13. 云业务还原前后造价业务营收增速



资料来源：公司公告，中银证券

具体来说，2018~2020 年的 SaaS 订单增速应分别达到 14%、14% 和 30%。可将转化率和续费率相应拆分如图表 14 所示。基于续费率稳步提升的假设，参考 2017 年计价业务续费率 85%，因此预期续费率将达 90%。对应 2018~2020 年的转化率指标为 27%、27% 和 44%。

图表 14. 符合订单增速的 SaaS 指标组合

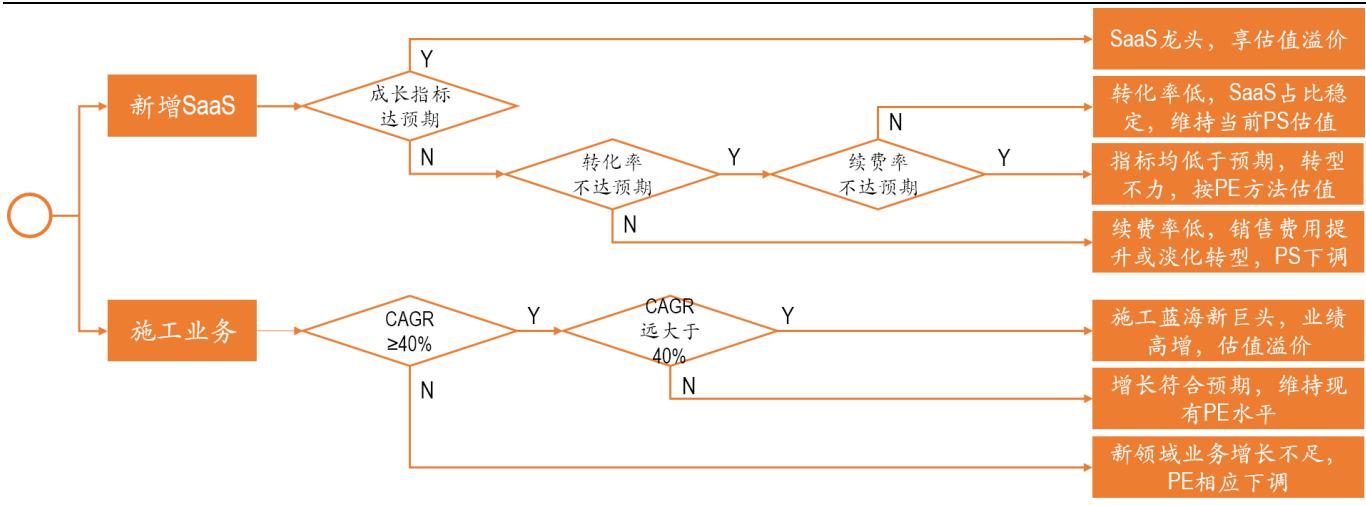
续费率(%)	转化率(%)			年增速(%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
75	52.58	52.02	72.90			
80	43.04	42.52	62.10			
85	34.63	34.14	52.56	114.43	114.01	129.68
90	27.15	26.68	44.09			
95	20.45	20.02	36.50			

资料来源：公司公告，中银证券



因此，当公司 SaaS 指标符合上述预期组合时，有望在 2020 年成功到达转型完成的里程碑。其中最典型的一种结果是续费率达到 90%，转化率在未来三年实现 27%、27% 和 44%。如果指标最终落入其他情况，相应的成长路径如下图所示。

图表 15. 公司潜在成长路径对应的估值结果



资料来源：中银证券



建筑信息化领域龙头，造价与施工两大看点重申

公司成立于1998年，2010年5月上市。目前拥有7个研发机构、60余家分子公司、5200余名员工和18万余家企业客户。客户企业中工具及管理类产品直接使用者100余万，移动端应用产品直接使用者近千万。

图表 16. 公司发展历程



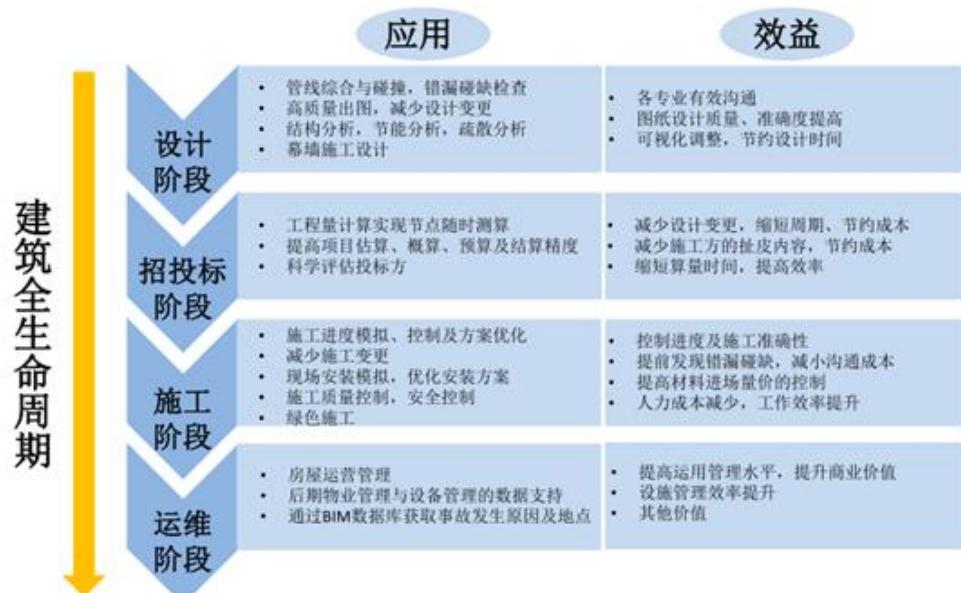
资料来源：公司官网，中银证券

虽然建筑业信息化程度较低，但是由于建筑业投资规模巨大（如图表3所示），建筑业市场规模仍然十分可观。2016年中国建筑业信息化高峰论坛显示，我国的建筑业信息化水平为0.03%，而国际建筑业信息化率已达0.3%，差距显著。2016年建筑业总产值近20万亿，计算的信息化市场规模为60亿元。

另一方面，2017年后，国内建筑业增速较之前有所放缓，因此行业将转向精细化发展，势必会对设计水准、质量管控、施工效率等方面提升需求，相应的信息化程度有望向国际靠拢。

目前主要的信息化领域在设计招投标阶段和施工阶段。公司在设计领域具备领先优势，在施工领域积极布局。

图表 17. 建筑项目生命周期



资料来源：中国产业信息网，中银证券



计价业务领先，云化重夺增速

在工程造价软件板块中，主要包含计价、工程量计算（算量）、钢筋算量、评标等主要产品。其中计价软件是公司发展的基础，行业市占率超 50%。

图表 18. 造价业务主要产品及用途

产品类别	主要用途
工程量计算软件	应用于建筑工程的土建（地基基础、结构、装修）、给排水、暖通空调、电气等工程量计算
钢筋计算软件	应用于建筑工程中钢筋工程量的计算
工程计价软件	高效率完成设计概算、施工图预算、建设方的招标标底、施工方的投标报价、竣工阶段的结算等工作
评标软件	导入电子标书、符合性审查、计算错误检查、合理性分析、设定评标流程、设定评分规则、按评分规则自动评分以及输出评标报告等

资料来源：公司招股书，中银证券

图表 19. 云计价产品主界面

资料来源：公司官网，中银证券

因公司造价业务市场份额高，发展重心从份额抢占到业务质地改善，以及长尾市场（盗版市场、中小竞争对手和地区市场）的竞争。相应地，公司推出云转型战略。由于各省编制工程预算时的定额及计算规则不同，广联达计价软件分地区提供不同版本，因此也天然成为云转型按地区推进的逻辑。在云转型规划中，2017~2019 年三年将逐步推广到全国 80% 地区，我们预计 2020 年后或将推广到全部市场。

图表 20. 计价算量软件市场参与者

产品类别	厂商/产品
计价/预算软件	广联达、上海神机妙算、深圳清华斯维尔、鲁班、四川青山、纵横、北京盈友万通、新蓝等
算量软件	广联达土建算量、鲁班总体、算王安装算量、算算量、蓝光安装算量、鲁班钢构等

资料来源：工程造价员网，中银证券

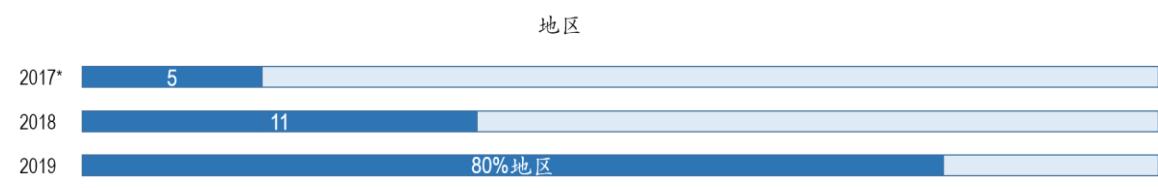


图表 21. 计价软件产品分地区版本不同



资料来源：广联达软件，中银证券

图表 22. 2017~2019 年造价业务云转型规划



* 2017年仅计价业务进行转云试点

资料来源：公司公告，中银证券

具体来说，SaaS 模式对软件厂商和用户都提供了充分的优势。

1、为软件商提供的优势

(1) 减少盗版损失：本地软件授权机制容易通过激活码、注册机等技术手段绕开，是传统软件厂商收入流失的最主要因素之一。SaaS 软件的授权在云端实现，账号权限保存在云端数据库，因此能够消除盗版带来的损失。盗版渠道的消失有助于将一部分用户转换为付费用户，产生额外收入。

图表 23. 广联达加密锁软硬件结合授权机制



资料来源：广联达软件，中银证券



图表 24. 微软 Office365 采用 SaaS 订阅模式



资料来源：Office 官网，中银证券

(2) 扩大付费用户基数：传统软件研发成本高、周期长，因此 License 费用一般比较昂贵。例如，Office 2010 专业版的售价约 5000 元，100 名员工即意味着至少 50 万元的软件购买费用，而且人员流动时还存在额外的管理开销。而在 SaaS 模式下付费门槛降低，例如 Office365 商业版一年的订阅费仅 600 余元（见图表 24），简单计算可知一个员工工作 8 年后公司为该软件支付的费用才会超过传统模式。同时，人员变动时相关账户的停用、更新也非常灵活。

(3) 激活沉默用户：用户购买 License 后如果没有大的需求和技术革新，一般不愿为后续版本的更新付费。特别是项目制行业软件中，前个项目完成而后一个项目尚未开始的间隔期内相关软件的需求其实暂不存在，影响企业客户的购买决策。传统模式中有付费意愿的用户一次采购后可能转变为沉默用户。SaaS 模式则使得用户每年都能更新付费，灵活匹配多个项目周期，减少沉默用户的数量。

(4) 提升用户黏性：一般来说，软件产品在不能满足需求或客户面临采购决策时点时会出现潜在的客户流失几率。SaaS 模式下通过快速迭代、及时更新，可以减少用户体验不佳的情况；通过连续付费、自动续费等功能，也可以减少用户切换到其他产品的概率。

2. 为用户提供的优势

(1) 需求及时满足：在 SaaS 模式中，用户的需求可以及时反馈到软件商，通过迭代开发，在短期内于云端更新，从而及时满足。相比以往在传统模式中，多个用户的不同需求一般需要经过反馈，在软件新版本规划中进行汇总，在下一次版本发布中更新，前后一般需要几个月甚至几年。

(2) 运维过程简化：很多软件在客户本地运行，对客户的 IT 能力提出了要求。要么客户自己维护 IT 人员，要么购买软件商或实施商的运维服务。另外，从技术层面看，不同客户所处的计算、网络、安全环境不同，本地实施和维护中也往往会出现很多复杂问题，并需要较长时间解决。在 SaaS 模式下，服务在云端提供，软件商可以很好的把控环境差异，客户也不需要特别的软件运维服务。

(3) 试错成本降低：SaaS 付费方式较为灵活。在初创企业或新软件采购场景中，用户的需求可能显著变动，或者对具体软件不够了解。在确实需要迁移到其他产品的时候，试错成本能凭借 SaaS 灵活的付费模式而得到控制，迁移难度一般也较低。



施工蓝海市场培育“第二个广联达”

施工前阶段主要以预算和招投标等需求为主，施工阶段的需求则主要包括 BIM 建造、智慧工地、数字企业等。

施工阶段软件产品是蓝海市场，简单理解就是企业软件在建筑业垂直领域的应用，在项目管理、采购、人力等各个方面均处于起步阶段。建筑业信息化程度低，即现有的市场竞争者中，造价软件厂商体量仍较小，而通用 ERP 企业巨头在行业经验和理解方面存在短板。因此，一旦公司能够在施工业务取得突破，有望成长为建筑业垂直领域的用友、金蝶或 SAP。

市场空间：据前瞻产业研究院《2018-2023 年中国建筑信息模型（BIM）市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据，2016 年我国建筑信息模型应用项目比率约为 30%-40%，市场规模约 6.7 亿。而住建部 2015 年发布的《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》提出 2020 年目标比率达到 90%。因此，2020 年的 BIM 市场空间应在 20 亿元左右。保守假设智慧工地、数字企业和 BIM 建造的规模相当，则施工业务市场可达 60 亿元，与造价业务相当。实际上，前两者面向的领域更广，整体上为打造“第二个广联达”提供了充足的市场空间。

图表 25. 广联达施工产品线



资料来源：公司官网，中银证券

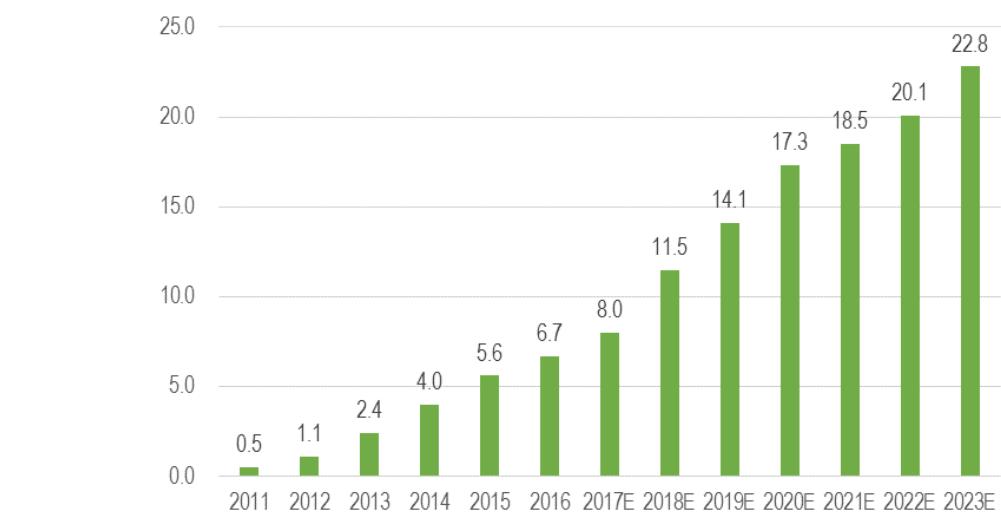
图表 26. 施工企业项目管理软件产品核心价值



资料来源：公司官网，中银证券



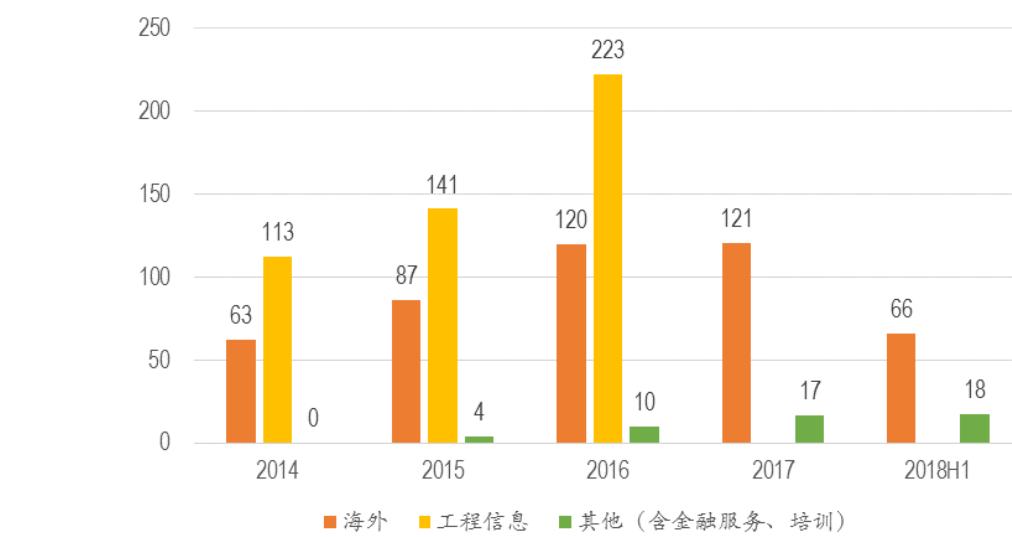
图表 27. 2011~2023 年中国 BIM 市场规模及预测 (人民币 万)



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

其他主营业务：除了造价和施工业务，细分业务领域还有工程信息、海外、金融服务和培训等，近年来增长情况良好，为实现数字建筑产业平台商战略转型提供助力。

图表 28. 其他主要业务近年增长情况 (人民币 百万)



资料来源：公司公告，中银证券（注：“工程信息”业务于 2017 年并入“工程造价”业务口径未单列）



盈利预测及投资建议

盈利预测

核心假设：（1）造价业务订单稳定增长，预计行业 20%左右复合增速；（2）SaaS 比例 2018~2019 年按公司规划在不同地区推进，续费率和转化率符合前文预期；（3）施工业务增速较好，预计约 40% 左右复合增速；（4）海外和其他业务平稳增长；（5）随着 SaaS 程度增加，毛利率小幅上涨。

图表 29. 公司分板块拆解业务预测

(人民币：百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
工程造价与信息业务				
收入	1,642.58	1,743.26	1,706.67	2,041.30
YOY (%)	23.85	6.13	(2.10)	19.61
成本	64.00	46.81	20.19	20.83
毛利	1,578.58	1,696.45	1,686.48	2,020.47
毛利率(%)	96.10	97.31	98.82	98.98
工程施工业务				
收入	558.27	775.75	1,077.56	1,464.83
YOY (%)	61.17	38.96	38.91	35.94
成本	74.50	100.58	140.81	197.13
毛利	483.77	675.18	936.76	1,267.70
毛利率(%)	86.66	87.04	86.93	86.54
海外业务				
收入	121.06	127.11	132.20	138.15
YOY (%)	0.72	5.00	4.00	4.50
成本	23.41	24.70	25.64	26.66
毛利	97.65	102.42	106.56	111.48
毛利率(%)	80.66	80.57	80.61	80.70
其它业务				
收入	17.82	19.60	21.17	22.23
YOY (%)	(25.84)	10.00	8.00	5.00
成本	0.11	0.12	0.13	0.14
毛利	17.71	19.48	21.04	22.09
毛利率(%)	99.38	99.37	99.37	99.37
主营收入合计	2,339.73	2,665.73	2,937.60	3,666.50
YOY (%)	14.73	13.93	10.20	24.81
毛利润	2,177.71	2,493.52	2,750.83	3,421.74
毛利率(%)	93.08	93.54	93.64	93.32

资料来源：Wind, 中银证券

投资建议

从 PS/PE 分部估值方法我们认为广联达近期估值合理，2 年后远期价值有望翻番。本小节再从横向对比角度，以传统 PE 方式与可比公司做估值分析（如

图表 30)。选取主要的 SaaS 软件工具公司和建筑信息化领域公司为参考, 2017~2019 年平均市盈率水平为 78X、61X 和 48X, 而公司对应 PE 为 64X、56X 和 44X, 低于行业平均水平, 因此维持买入评级。



图表 30. 可比公司市盈率对比

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
用友软件	600588.SH	27.82	0.27	0.45	0.56	103	62	50
泛微网络*	603039.SH	88.03	1.26	1.14	1.54	70	77	57
石基信息*	002153.SZ	33.76	0.39	0.47	0.55	87	72	61
卫宁健康*	300253.SZ	14.42	0.14	0.20	0.27	103	72	53
达实智能*	002421.SZ	4.04	0.16	0.19	0.24	25	21	17
平均值						78	61	48
广联达	002410.SZ	26.78	0.42	0.48	0.61	64	56	44

资料来源: Wind, 中银证券 (注: 截止最新交易日, 标*股票采用 Wind 一致性预测)

风险提示

- 1、SaaS 收入不及预期: 受客户接受程度、各地竞争格局不一, 新地区的 SaaS 推进情况可能出现波动, 存在核心成长指标增长不及预期的风险;
- 2、建筑业需求不及预期: 行业周期性对建筑业上游企业影响犹存, 存在下游客户施工项目增长放缓及数字企业需求低于预期的风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,039	2,357	2,685	2,959	3,693
销售成本	(172)	(203)	(234)	(244)	(301)
经营费用	(1,605)	(1,753)	(1,943)	(2,053)	(2,528)
息税折旧前利润	262	401	509	662	864
折旧及摊销	(45)	(49)	(53)	(53)	(53)
经营利润(息税前利润)	217	353	456	609	811
净利润收入/(费用)	12	(26)	(4)	17	10
其他收益/(损失)	251	43	160	159	153
税前利润	480	370	612	785	974
所得税	(42)	(43)	(54)	(70)	(83)
少数股东权益	14	22	25	32	39
净利润	423	472	534	684	851
核心净利润	473	351	596	760	942
每股收益(人民币)	0.378	0.422	0.477	0.611	0.760
核心每股收益(人民币)	0.422	0.313	0.533	0.679	0.841
每股股息(人民币)	0.300	0.250	0.369	0.440	0.529
收入增长(%)	32	16	14	10	25
息税前利润增长(%)	163	63	29	34	33
息税折旧前利润增长(%)	111	53	27	30	31
每股收益增长(%)	76	12	13	28	24
核心每股收益增长(%)	65	(26)	70	27	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	480	370	612	785	974
折旧与摊销	45	49	53	53	53
净利润息费用	(12)	26	4	(17)	(10)
运营资本变动	87	21	(121)	(106)	141
税金	(28)	146	(54)	(70)	(83)
其他经营现金流	(54)	(16)	(220)	163	(168)
经营活动产生的现金流	518	596	274	808	906
购买固定资产净值	31	97	2	2	2
投资减少/增加	(154)	(72)	15	15	15
其他投资现金流	(605)	(735)	98	(35)	(11)
投资活动产生的现金流	(728)	(709)	116	(17)	6
净增权益	(336)	(280)	(413)	(492)	(592)
净增债务	(1)	54	(50)	(1)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,097	(112)	(386)	133	(247)
融资活动产生的现金流	760	(310)	(797)	(257)	(618)
现金变动	550	(424)	(407)	534	295
期初现金	1,713	2,281	1,839	1,432	1,966
公司自由现金流	(210)	(114)	390	791	913
权益自由现金流	(223)	(33)	344	773	903

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,285	2,336	1,732	2,266	2,561
应收帐款	108	142	110	268	204
库存	6	10	197	16	245
其他流动资产	16	19	156	45	83
流动资产总计	2,416	2,507	2,195	2,595	3,093
固定资产	351	767	734	702	669
无形资产	188	285	267	249	231
其他长期资产	596	195	337	385	306
长期资产总计	1,136	1,247	1,339	1,336	1,206
总资产	4,491	4,887	4,555	4,983	5,358
应付帐款	26	27	59	15	78
短期债务	0	55	3	2	2
其他流动负债	456	636	508	538	587
流动负债总计	482	719	570	555	667
长期借款	987	989	660	880	844
其他长期负债	1	3	2	2	2
股本	1,119	1,119	1,119	1,119	1,119
储备	1,848	1,985	2,086	2,278	2,537
股东权益	2,968	3,104	3,205	3,397	3,657
少数股东权益	62	93	118	149	189
总负债及权益	4,491	4,887	4,555	4,983	5,358
每股帐面价值(人民币)	2.65	2.77	2.86	3.03	3.27
每股有形资产(人民币)	2.48	2.52	2.62	2.81	3.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.04)	(1.59)	(1.27)	(1.75)	(2.02)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.9	17.0	18.9	22.4	23.4
息税前利润率(%)	10.6	15.0	17.0	20.6	22.0
税前利润率(%)	23.5	15.7	22.8	26.5	26.4
净利率(%)	20.7	12.9	19.9	23.1	23.0
流动性					
流动比率(倍)	5.0	3.5	3.8	4.7	4.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	13.5	124.4	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)		净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.0	3.5	3.5	4.6	4.3
估值					
市盈率(倍)	70.9	63.5	56.1	43.8	35.2
核心业务市盈率(倍)	63.4	85.4	50.3	39.5	31.8
市净率(倍)	10.1	9.7	9.4	8.8	8.2
价格/现金流(倍)	57.8	50.3	109.3	37.1	33.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	105.7	70.3	56.1	42.3	32.1
周转率					
存货周转天数	16.6	14.6	161.1	158.8	158.2
应收帐款周转天数	16.4	19.4	17.1	23.3	23.3
应付帐款周转天数	4.3	4.2	5.9	4.5	4.6
回报率					
股息支付率(%)	79.4	91.9	77.3	72.0	69.5
净资产收益率(%)	14.7	10.0	16.9	20.7	24.1
资产收益率(%)	5.2	6.6	8.8	11.6	14.3
已运用资本收益率(%)	3.1	2.9	3.2	4.1	4.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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，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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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