

沪港通股票

兴业证券

积极多渠道融资、坚定向财富管理转型，但估值较高

融资融券利率下调影响较小，继续看好公司信用业务收入高增长

15年公司继续积极多渠道融资，发布配股预案、拟募资150亿元，并完成第一期短期公司债券和短融发行。3月3日公司将两融融资利率下调至8.35%，我们预计影响公司收入约3800万元、占15年预测收入0.5%，影响较小。受益于两融平均余额高增长，我们预期15年公司两融利息收同比+117%。

坚定向财富管理转型，经纪、自营业务弹性较大

近年来公司坚定向财富管理转型，已提前将佣金率降至行业低位，2014.1-3Q母公司佣金率0.061%。2014年公司通过目标客户分级、综合金融服务等经纪份额和佣金率保持相对稳定。自营方面，公司投资风格稳健、投资能力较强，投资收益收入占比近年来在上市券商中一直处于较高水平。我们认为股市、债市显著回暖下，公司经纪、自营业务收入向上弹性较大。

上调2014-16年盈利预测

1月30日公司发布业绩快报，2014年净利润17.85亿元，超出我们和市场预期。2月6日公司发布1月数据，1月净利润3.51亿元，占2014年全年的20%。考虑目前股基交易额仍处于高位、公司信用业务收入高增长，我们上调公司2014-16年EPS预测12%/8%/7%至0.34/0.46/0.57元。

估值：估值偏高，维持“卖出”评级

我们上调2015年盈利预测8%，基于分部估值法将目标价上调9%至12.90元，对应2015E P/E 27.8x、P/B 4.04x。尽管我们的盈利预测中已反映公司信用业务收入高增长、日均成交额维持高位、IPO节奏加快等较乐观的假设，但目前股价仍对应2015E P/E 30.1x、P/B 4.34x。我们认为目前中小券商估值普遍偏高，而从公司自身来看，目前的P/B估值远高于3.02x的历史平均水平，因此我们仍然认为公司目前估值偏高，维持“卖出”评级。

Equities

中国

多样化金融服务

12个月评级	卖出		
	保持不变		
12个月目标价	Rmb12.90		
	之前: Rmb11.83		
股价	Rmb13.97		
路透代码: 601377.SS 彭博代码 601377 CH			
交易数据和主要指标			
52周股价波动范围	Rmb16.20-2.96		
市值	Rmb72.6十亿/US\$11.6十亿		
已发行股本	5,200百万 (ORDA)		
流通股比例	52%		
日均成交量(千股)	239,620		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb3,431.9		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb14.7十亿		
市净率 (12/14E)	4.9x		
一级资本充足率	-		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	%市场预测
12/14E	0.31	0.34	12.33 0.24
12/15E	0.43	0.46	8.49 0.31
12/16E	0.53	0.57	6.97 0.55

潘 洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

崔 晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	2,315	2,539	3,104	5,608	7,415	8,913	9,982	11,395
税前利润	742	748	1,032	2,570	3,373	4,144	4,740	5,525
净利润 (本地 GAAP)	435	476	670	1,785	2,410	2,962	3,392	3,980
净利润 (UBS)	435	476	670	1,785	2,410	2,962	3,392	3,980
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.10	0.11	0.13	0.34	0.46	0.57	0.65	0.77
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	5.2	5.6	6.2	12.9	15.4	16.6	16.7	17.2
股价/拨备前营业利润(稀释后)	46.7	33.1	27.8	28.6	21.5	17.5	15.3	13.1
市净率	3.9	2.7	2.1	4.9	4.4	3.8	3.4	2.9
市净率(UBS)	3.9	2.7	2.1	4.9	4.4	3.8	3.4	2.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	75.1	48.7	41.1	40.7	30.1	24.5	21.4	18.3
净股息收益率(%)	1.3	2.3	1.5	0.8	1.0	1.3	1.4	1.6

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2015 年 03 月 05 日 18 时 56 分的股价(Rmb13.97)得出；

投资主题

兴业证券

投资理由

兴业证券是一家中大型证券控股集团，目前业务涵盖证券、基金、期货、直投和海外。兴业证券管理层较早意识到行业佣金率将持续下滑趋势，提前将佣金率降至行业低位并坚定向定位高端的财富管理业务转型。公司重点发展私人银行、机构业务、资产管理及创新业务等，收入更加多元。考虑到公司资本中介业务规模高增长和利差上升，IPO 重启、再融资规模增长以及股市明显回暖和债市表现优异，我们认为资本中介、投行和自营业务将驱动公司 2014 年业绩高增长。同时，公司经纪业务转型较早，经纪收入占比较低且佣金率处于上市券商较低水平，经纪业务有望保持平稳。但目前中小券商估值普遍偏高，另一方面从公司自身来看，公司目前 P/B 估值大幅高于 3.02x 的历史平均水平，我们仍然认为公司目前估值偏高，维持“卖出”评级。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2015-17 年日均交易额分别为 4,854 亿元/5,346/5,693 亿元以及综合投资收益率分别为 12.0%/11.6%/11.5% 的乐观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.51 元/0.64 元/0.78 元，每股估值为 16.72 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2015-17 年日均交易额分别为 3,236 亿元/3,564/3,796 亿元以及综合投资收益率分别为 6.0%/5.6%/5.5% 的悲观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.34 元/0.43 元/0.52 元，每股估值为 12.06 元。

近期催化剂

兴业证券向财富管理转型，若 2015 年公司私人银行、机构业务发展超预期，是股价正面催化剂；受经纪业务竞争加剧影响，若 2015 年公司经纪份额、佣金率下滑幅度超预期，是股价负面催化剂；

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb12.90

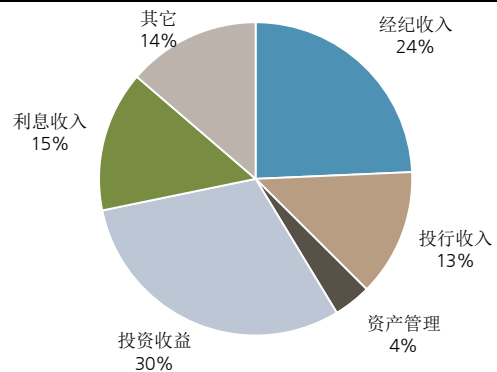
公司简介

兴业证券成立于 1999 年，公司总部设于福建省福州市，是一家全国性综合类证券公司。经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、代办非上市股份公司股份转让、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、融资融券、证券投资基金代销和为期货公司提供中间介绍业务等。

行业展望

中国证券行业的盈利模式正处于快速变化中，盈利模式由传统的“通道服务”为主的模式逐渐演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。我们预计新的盈利模式下行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，一方面行业发展的空间已经全面打开；另一方面行业竞争日趋激烈，行业竞争格局可能根本性改变。我们认为随着业务范围扩大和净资本管制的进一步放松，证券行业创新正迎来一轮新的快速发展，短期看好资本中介业务的快速成长。

兴业证券收入构成 (2014.1H)



来源：公司数据

兴业证券简要损益表(亿元)

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25.4	31.0	56.1	74.2	89.1
营业支出	18.4	21.2	30.9	40.4	47.7
所得税	1.7	2.5	6.1	8.2	10.1
净利润	5.7	7.8	19.6	25.5	31.3
归属母公司净利润	4.8	6.7	17.8	24.1	29.6

来源：公司数据，瑞银证券估算

积极股债融资，为创新业务发展储备资金

发布 2015 年度配股公开发行业务预案。2015 年 1 月 24 日，兴业证券发布 2015 年度配股公开发行业务预案。兴业拟按照每 10 股配售不超过 3 股的比例，向全体股东配售不超过 15.6 亿股。本次配股拟募集资金不超过 150 亿元人民币，扣除发行费用后将全部用于增加公司资本金，补充公司营运资金，扩大公司业务规模。其中值得注意的是，公司控股股东福建省财政厅已承诺将以现金全额认购其应认购的股份。这一配股预案已通过公司董事会和股东大会，尚需证监会核准。

短期公司债券上限升至 80 亿元，并完成第一期短期公司债券发行。2014 年 12 月 30 日，公司收到上海证券交易所通知，取得证券公司短期公司债券的备案金额 55 亿元。2015 年 1 月 13 日，公司第一期证券公司短期公司债券“14 兴业 D1”发行完毕，发行规模人民币 25 亿元，期限 93 天，票面利率 5.47%。2015 年 1 月 21 日，公司收到中证资本市场发展监测中心备案函。根据该函，公司在中证资本市场发展监测中心备案发行的短期公司债券的备案金额为 80 亿元。

考虑近期两次降息和一次降准，我们预期未来公司融资成本有望下降，信用业务利差有望保持较高水平。2015 年 2 月 13 日，公司完成 2015 年度第一期短期融资券发行，成功募资 27 亿元，票面利率 4.95%。从上市证券公司 2015 年以来发行的短融成本来看，兴业证券的融资成本处于同类公司中等水平。

考虑到近期两次降息和一次降准，我们期待公司未来融资成本有所下降，信用业务利差有望保持较高水。

图表 1: 2015 年以来上市券商已发行短融成本比较

发行人	发行日	募资规模 (亿元)	利率	期限 (天)
中信	1/12/2015	50	4.93%	91
长江	1/14/2015	25	4.90%	90
华泰	1/16/2015	30	4.77%	90
广发	1/22/2015	30	4.83%	90
西部	1/22/2015	6	5.00%	90
东吴	1/22/2015	5	4.93%	91
招商	1/29/2015	28.5	4.93%	90
东北	2/2/2015	12	5.19%	85
广发	2/3/2015	30	5.19%	90
华泰	2/10/2015	30	4.90%	87
招商	2/12/2015	18	4.88%	90
兴业	2/13/2015	27	4.95%	91
西部	2/13/2015	6	5.08%	90

来源: 公司公告

两融利率下调影响较小，继续看好信用收入高增长

已主动下调融资融券业务利率。2015 年 3 月 3 日兴业证券官网发布公告：中国人民银行 2015 年 2 月 28 日宣布，自 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款

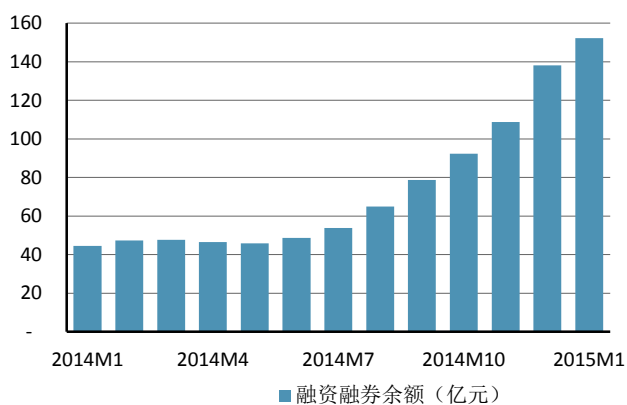
和存款基准利率 0.25 个百分点，根据兴业证券股份有限公司《融资融券合同》约定，我司融资融券业务适用的融资年利率和融券年费率同步下调 0.25 个百分点，融资年利率由现行的 8.6% 下调到 8.35%，融券年费率由现行的 10.6% 下调到 10.35%，自公告之日起执行。

融资利率的下调是跟随挂钩的 1 年期贷款利率下调而调整。我们认为目前证券公司下调融资融券利率，主要是因为公司《融资融券合同》中约定融资利率为 1 年期贷款利率上浮 300BP，而人民银行下调了 1 年期贷款利率。我们维持流动性宽松环境下，公司融资成本维持低位，有利于信用业务利差维持高位的判断。

融资融券需求仍非常旺盛，近期增速放慢主要由于春节因素和监管检查。2015 年 3 月 3 日，证券行业融资融券总余额达到 1.20 万亿元，较春节前最后一个交易日（2 月 17 日）1.11 万亿元快速回升，并再次创出历史新高。因此，我们认为目前融资融券业务的市场需求依然十分旺盛。

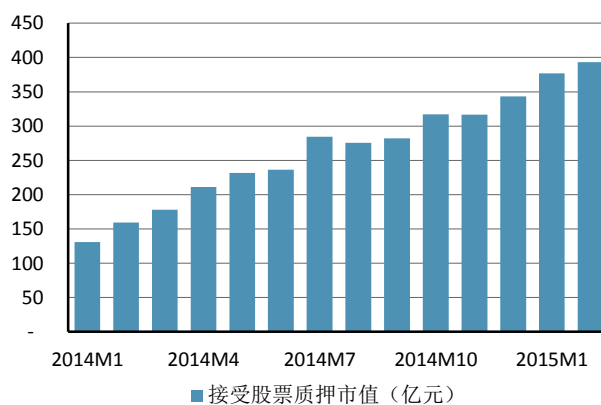
即使考虑融资融券利率下调，公司信用业务收入仍有望高增长。2014 年，兴业证券融资融券平均余额为 68.1 亿元，2015 年 1 月余额为 152.2 亿元。因此，即使我们保守的假设公司 2015 年融资融券业务规模不增长，公司两融业务平均余额也可同比增长 124%。公司主动将融资利率由 8.60% 下调至 8.35%，我们估算影响利息收入约 3800 万元，占公司 2015 年预计营业收入的 0.51%，影响较小。我们认为受益于公司两融业务平均余额高增长，2015 年公司两融业务利息收入仍然有望实现 117% 的高增长。

图表 2: 公司融资融券业务规模持续增长



来源: WIND

图表 3: 公司股权质押业务规模持续增长



来源: WIND

修改公司章程，子公司布局期待显著加快

2015 年 2 月 27 日，公司公告收到福建证监局《关于核准兴业证券股份有限公司变更公司章程重要条款的批复》（闽证监机构字〔2015〕3 号）。公司章程第十六条增加“公司可以设立子公司从事金融产品等投资业务。经公司股东大会或董事会批准，公司亦可以设立子公司从事其他金融类业务”。

从公司章程增加条款的内容来看，我们认为公司修改公司章程旨在配合另类投资子公司及其他创新子公司的设立，因此我们预计公司另类投资和其他金融类创新子公司布局显著加快。

盈利预测调整概要

2014 年净利润超预期。2015 年 1 月 30 日公司发布业绩快报，2014 年营业收入、净利润分别为 56.08 亿元、17.85 亿元，盈利超出我们和市场预期。

2015 年 1 月净利润已达到 2014 年全年的 20%。2015 年 2 月 6 日公司公布 2015 年 1 月财务数据。公司 1 月份实现净利润 3.51 亿元，占 2014 年全年净利润（业绩快报金额）的 20%。

考虑到：

(1) 目前股基交易额仍处于高位。2015 年 1-2 月日均股基成交额 5997 亿元，同比增长 174%。3 月以来市场交易一直维持在 6500-8000 亿元，相对于 2014 年平均 3168 亿元继续维持高位。

(2) 公司信用业务收入有望实现高增长。受益于 2014 年两融平均余额的高增长，我们认为即使两融利率由 8.60% 下调到 8.35%，公司两融业务利息收入仍然有望同比+117%。

(3) IPO 节奏显著加快。3 月 2 日，证监会核发今年第三批 IPO 批文，核准了 24 家企业首发申请。考虑到注册制推出的临近，我们预计 2015 年 IPO 家数可能相比 2014 年大幅增加。

因此，我们上调公司 **2014-16 年盈利预测**。调整后 2014-16 年 EPS 预测为 0.34/0.46/0.57 元，上调幅度为 12%/8%/7%。

图表 4: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
调整后	1,785	2,410	2,962
调整前	1,589	2,222	2,769
调整%	12.3%	8.5%	7.0%
营业收入（百万元）			
调整后	5,608	7,415	8,913
调整前	5,345	7,102	8,643
调整%	4.9%	4.4%	3.1%
总资产（百万元）			
调整后	73,490	104,634	129,426
调整前	68,060	98,621	124,658
调整%	8.0%	6.1%	3.8%
净资产（百万元）			
调整后	14,687	16,623	19,005
调整前	14,454	16,281	18,515
调整%	1.6%	2.1%	2.6%

来源: 瑞银证券估算

图表 5: 兴业证券月度/季度财务数据 (百万元)

	母公司月度营业收入			母公司月度净利润			合并净利润		
	2014	2015	同比	2014	2015	同比	2014	2015E	同比
1月	70	759	984%	-13	351	N/A			
2月	265			95					
3月	357			157			188		
4月	279			123					
5月	301			128					
6月	342			109			418		
7月	343			127					
8月	346			102					
9月	413			131			470		
10月	433			117					
11月	507			168					
12月	835			265			709		
1-12月累计	4491			1509			1785	2410	35%

来源: 公司公告

估值调整概要

基于分部估值法, 我们将目标价由 11.83 元上调至 12.90 元, 上调幅度 9%。

目标价对应 2015E P/E 27.8x、P/B 4.04x。估值调整主要包括:

- 传统业务:** 公司坚定向财富管理转型, 已提前佣金率处于行业低位, 且 2014 年经纪份额和佣金率保持相对稳定。市场显著回暖下, 我们认为公司经纪业务向上弹性较大, 因此我们上调公司传统业务收入预测, 调整后公司传统业务价值由 129 亿元提升至 139 亿元。
- 资本中介业务:** 公司 2014 年信用业务增速高于行业平均。降准降息下, 市场流动性较为宽松, 资本中介的利差有望维持高位。考虑到公司信用业务规模平均余额高增长, 经测算我们认为两融利率下调对公司营业收入影响较小, 预期公司信用业务收入仍有望高增长。因此, 我们上调公司资本中介业务收入预测, 估值倍数维持不变, 公司资本中介业务价值由 335 亿元提升至 375 亿元。
- 投资业务:** 公司投资风格稳健、投资能力较强, 近年来投资收益收入占比在上市券商中一直处于较高水平。我们上调了公司 2015 年投资收益预测, 调整后公司投资业务价值由 77 亿元提升至 84 亿元。

图表 6: 兴业证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2015E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	31	32	3%	市场显著回暖下, 公司经纪、投行等业务存在较大向上潜力
净利润	9	9	8%	
P/E 倍数	15	15	0%	
业务价值	129	139	8%	
资本中介业务				
净收入	18	19	6%	公司 2014 年信用业务增速高于行业平均
净利润	7	8	12%	
P/E 倍数	48	48	0%	
业务价值	335	375	12%	
资本投资业务				
净投资收益	14	15	8%	市场显著回暖下, 上调公司上调投资收益预测
净利润	6	7	8%	
P/E 倍数	12	12	0%	
业务价值	77	84	8%	
子公司				
兴证基金	31	31	0%	
南方基金	18	18	0%	
兴证创新资本	7	7	0%	
兴证期货	11	11	0%	
兴证香港	3	3	0%	
股权转让中心	3	3	0%	
子公司价值小计	73	73	0%	
估算市值	615	671	9%	
每股价值 (元)	11.83	12.90	9%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 估值仍较高, 维持“卖出”评级

我们上调 2015 年盈利预测 8%, 基于分部估值法将目标价上调 9% 至 12.90 元, 对应 2015E P/E 27.8x、P/B 4.04x。

尽管我们的盈利预测中已反映公司信用业务收入高增长、日均成交额维持高位、IPO 节奏加快等较乐观的假设, 但目前股价仍对应 2015E P/E 30.1x、P/B 4.34x。我们认为目前中小券商估值普遍偏高, 而从公司自身来看, 目前的 P/B 估值远高于 3.02x 的历史平均水平, 因此我们仍然认为公司目前估值偏高, 维持“卖出”评级。。

图表 7: 可比公司估值比较

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013 A	2014E	2015E
方正证券	12.99	1,069	71.6	61.9	39.2	5.13	4.00	3.81
兴业证券	13.97	726	103.5	40.7	30.4	2.79	4.95	4.37
长江证券	14.37	681	136.9	37.9	28.9	5.37	4.82	4.25
国元证券	33.52	658	98.6	57.5	43.3	4.21	4.00	3.74
国金证券	21.80	618	89.0	91.0	61.8	4.19	8.00	6.42
东吴证券	20.65	558	108.7	47.9	34.1	5.28	3.95	3.59
西南证券	19.00	536	70.4	39.1	28.0	4.08	3.28	2.97
太平洋	12.31	435	273.6	109.3	58.0	9.33	7.14	6.94
西部证券	35.65	428	155.0	97.1	58.8	9.21	7.99	6.18
国海证券	16.95	392	113.0	76.8	44.6	6.33	5.76	5.48
山西证券	15.15	382	137.7	75.7	65.2	5.53	5.22	4.92
东北证券	18.21	356	148.7	59.3	25.3	4.79	4.50	4.29
平均			125.5	66.2	43.1	5.52	5.30	4.75

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 西南、东吴、兴业 EPS 使用瑞银证券估算, 其他公司使用 WIND 一致预期, 估值/股价采用 2015 年 3 月 5 日收盘价

兴业证券 (601377.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	314	238	346	773	123.7	1,194	54.4	1,395	1,363	1,575
非利息收入总额	2,001	2,302	2,758	4,834	75.3	6,221	28.7	7,518	8,618	9,820
总盈利	2,315	2,539	3,104	5,608	80.7	7,415	32.2	8,913	9,982	11,395
现金支出总额	(1,532)	(1,790)	(2,059)	(3,012)	-46.3	(3,985)	-32.3	(4,711)	(5,181)	(5,808)
折旧前营业利润	784	750	1,044	2,596	148.5	3,430	32.1	4,202	4,800	5,587
折旧和摊销(除商誉)	(83)	(50)	(54)	(55)	-3.0	(57)	-3.0	(59)	(61)	(62)
拨备前营业利润	700	700	991	2,540	156.4	3,373	32.8	4,144	4,740	5,525
总拨备	1	3	(6)	(21)	-255.5	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	702	703	985	2,519	155.8	3,373	33.9	4,144	4,740	5,525
来自联营及合资公司的利润(税前)	40	45	48	53	11.5	(1)	-	(1)	(1)	(2)
其他税前项目	0	0	0	(2)	NM	1	-	1	1	2
税前利润(UBS)	742	748	1,032	2,570	149.0	3,373	31.2	4,144	4,740	5,525
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	742	748	1,032	2,570	149.0	3,373	31.2	4,144	4,740	5,525
税项	(196)	(174)	(252)	(612)	-143.3	(822)	-34.2	(1,010)	(1,155)	(1,346)
税后利润	546	574	781	1,958	150.8	2,551	30.3	3,134	3,585	4,179
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(111)	(98)	(111)	(173)	-55.8	(141)	18.5	(172)	(192)	(198)
净利润(本地 GAAP)	435	476	670	1,785	166.5	2,410	35.0	2,962	3,392	3,980
净利润(不计优先股股息)	435	476	670	1,785	166.5	2,410	35.0	2,962	3,392	3,980
净利润(UBS)	435	476	670	1,785	166.5	2,410	35.0	2,962	3,392	3,980
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.10	0.11	0.13	0.34	166.5	0.46	35.0	0.57	0.65	0.77
每股收益(UBS 稀释后)	0.10	0.11	0.13	0.34	166.5	0.46	35.0	0.57	0.65	0.77
拨备前营业利润(稀释后)	0.16	0.16	0.19	0.49	156.4	0.65	32.8	0.80	0.91	1.06
每股股息净值	0.10	0.12	0.08	0.11	37.5	0.14	27.3	0.18	0.20	0.23
每股账面价值	1.92	1.98	2.50	2.82	12.9	3.20	13.2	3.65	4.15	4.74
每股账面价值(UBS)	1.92	1.98	2.50	2.82	12.9	3.20	13.2	3.65	4.15	4.74
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	21,946	22,704	36,292	73,490	102.5	104,634	42.4	129,426	154,993	181,190
银行资产(平均)	26,242	22,325	29,498	54,891	86.1	89,062	62.3	117,030	142,210	168,092
总资产(年底)	21,946	22,704	36,292	73,490	102.5	104,634	42.4	129,426	154,993	181,190
风险加权资产(RWA)(年底)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产(RWA)(平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	835	990	8,654	22,718	162.5	35,179	54.9	43,884	52,598	60,121
客户贷款(平均)	418	913	4,822	15,686	225.3	28,948	84.6	39,532	48,241	56,360
生息资产(平均)	11,131	12,417	17,756	33,685	89.7	44,988	33.6	60,339	76,433	94,322
客户存款	8,804	8,249	8,738	15,823	81.1	23,166	46.4	23,861	24,577	25,314
普通股权益(年底)	8,426	8,710	13,005	14,687	12.9	16,623	13.2	19,005	21,600	24,657
普通股权益(平均)	8,411	8,568	10,857	13,846	27.5	15,655	13.1	17,814	20,303	23,129
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	8,765	9,072	13,433	15,289	13.8	17,329	13.3	19,820	22,494	25,596
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	8,756	8,919	11,253	14,361	27.6	16,309	13.6	18,575	21,157	24,045
有形资产净值	8,765	9,072	13,433	15,289	13.8	17,329	13.3	19,820	22,494	25,596
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	3.8	4.4	23.8	30.9	29.6	33.6	8.8	33.9	33.9	33.2
存款/银行资产(年底)	40.1	36.3	24.1	21.5	-10.6	22.1	2.8	18.4	15.9	14.0
存贷比	9.5	12.0	99.0	143.6	45.0	151.9	5.8	183.9	214.0	237.5
股东资金总额/银行资产(年底)	39.9	40.0	37.0	20.8	-43.8	16.6	-20.4	15.3	14.5	14.1

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

兴业证券 (601377.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	-	-	-	-	-	-	-	0
总资本	-	-	-	-	-	-	-	0
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	0	0	0	0
核心资本(一级资本)充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
有形权益	8,426	8,710	13,005	14,687	16,623	19,005	21,600	24,657
权益对资产比率%	38.4	38.4	35.8	20.0	15.9	14.7	13.9	13.6
有形权益对有形资产比率%	38.4	38.4	35.8	20.0	15.9	14.7	13.9	13.6
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
拨备: 平均贷款余额	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良资产净值与股东资金比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利能力								
净息差(平均资产)	1.20	1.06	1.17	1.41	1.34	1.19	0.96	0.94
拨备与营业利润率	(0.2)	(0.4)	0.6	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	5.2	5.6	6.2	12.9	15.4	16.6	16.7	17.2
经调整的资产收益率	5.2	5.6	6.2	12.9	15.4	16.6	16.7	17.2
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	2.08	2.57	2.65	3.57	2.86	2.68	2.52	2.49
生产率								
成本收入比	69.8	72.4	68.1	54.7	54.5	53.5	52.5	51.5
成本与平均资产比率	6.15	8.24	7.16	5.59	4.54	4.08	3.69	3.49
薪酬费用比	52.5	56.2	52.7	30.9	25.7	22.5	20.7	18.8
增长率(%)								
营业收入	-15.4	9.7	22.2	80.7	32.2	20.2	12.0	14.2
拨备前营业利润	-41.2	0.0	41.5	156.4	32.8	22.8	14.4	16.6
净利润 (UBS)	-44.7	9.4	40.6	166.5	35.0	22.9	14.5	17.3
每股股息净值	-33.3	20.0	-33.3	37.5	27.3	28.6	11.1	15.0
总资产(年底)	-28.1	3.5	59.9	102.5	42.4	23.7	19.8	16.9
客户贷款	-	18.5	NM	162.5	54.9	24.7	19.9	14.3
客户存款	-54.2	-6.3	5.9	81.1	46.4	3.0	3.0	3.0
Value (x)								
市值/收入	14.1	9.1	8.4	13.0	9.8	8.1	7.3	6.4
市值/存款	3.7	2.8	3.0	4.6	3.1	3.0	3.0	2.9
股价/拨备前营业利润(稀释后)	46.7	33.1	27.8	28.6	21.5	17.5	15.3	13.1
市盈率(本地 GAAP, 基本)	75.1	48.7	41.1	40.7	30.1	24.5	21.4	18.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	75.1	48.7	41.1	40.7	30.1	24.5	21.4	18.3
净股息收益率(%)	1.3	2.3	1.5	0.8	1.0	1.3	1.4	1.6
市净率	3.9	2.7	2.1	4.9	4.4	3.8	3.4	2.9
市净率(UBS)	3.9	2.7	2.1	4.9	4.4	3.8	3.4	2.9

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	-7.7%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	-6.7%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-15.3%

风险声明

我们认为公司股价下行风险主要包括：非现场开户放开、互联网技术应用以及轻型营业部不断新增导致经纪业务竞争加剧、佣金率中长期内持续下滑的风险；债务融资规模增长，利息支出增加，导致融资融券、股权质押等资本中介业务业绩贡献低于预期；创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险；证券市场投资收益波动、市场交易持续低迷等风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE)：** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：潘洪文；崔晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

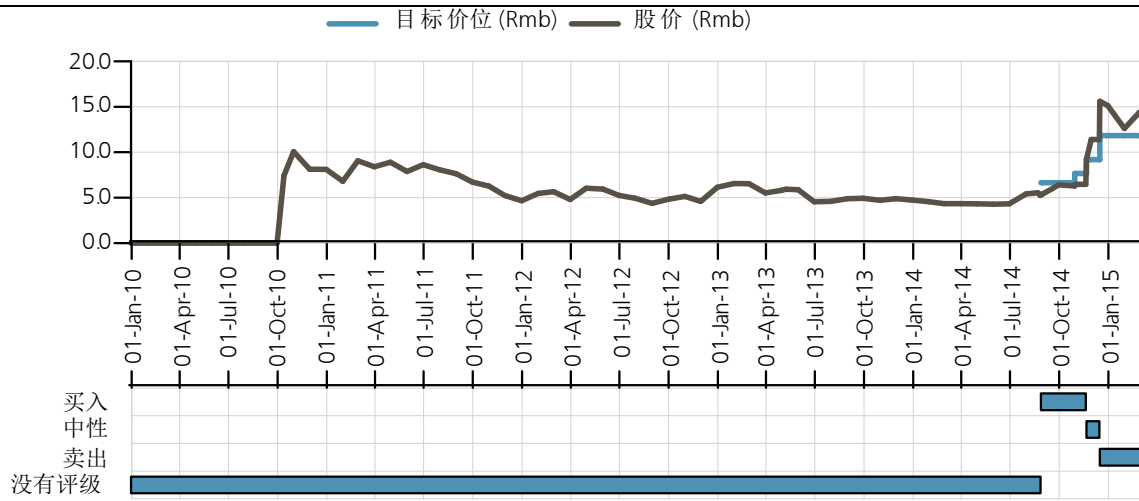
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
兴业证券	601377.SS	卖出	不适用	Rmb13.87	2015 年 03 月 04 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

兴业证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 3 月 4 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACPR）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1995/011140/07）分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与有联系或可能与有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。迪拜：由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd (MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C) 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecfs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd（资本市场服务执照号：CMS/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

