

用友软件 云计算开始落地

畅捷通：中国的 Salesforce

用友畅捷通向小微企业客户提供通用型应用软件产品和共有云平台及服务，以 SaaS 模式为小微企业用户提供云计算服务。良好的客户基础和 CSP 平台的技术优势使得我们认为畅捷通有机会成为中国最具竞争力的中小企业公有云计算服务平台。

高端企业软件：国产化替代和新技术驱动，拐点有望到来

经历 2009-13 年的投入期，用友软件在高端业务上做了较大的投入，收入获得快速增长，但是盈利能力不强是困扰公司的主要问题。13 年开始，通过提升分签分销比重，提高产品化程度等努力，盈利能力开始逐步恢复。

Salesforce：云计算商业模式改变传统软件行业

通过仔细分析了美国 SaaS 市场领先的平台型公司 Salesforce 的商业模式，我们认为云计算商业模式符合企业未来 IT 建设的需要，在中国也具备落地的基础。

估值：上调目标价至 25.2 元，上调评级为买入

我们认为用友软件是中国云计算市场最佳投资标的。我们上调了公司 13 年盈利预测至 0.52 元，以反映公司利润率的改善；我们略微下调 14/15 年盈利预测至 0.70/0.97 元，以反映公司开拓云计算业务可能带来传统软件收入增长的下滑。此外，我们上调了对公司长期销售额的增长预测，因为我们看好公司 SaaS 业务度过投入期之后的长期增长潜力。根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型得出新目标价 25.2 元 (WACC8.8%)，上调评级至买入。

Equities

中国

软件业

12 个月评级

买入

之前：中性

12 个月目标价

Rmb25.20

之前：Rmb12.00

股价

Rmb20.81

路透代码：600588.SS 彭博代码 600588 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb24.48-8.82
市值	Rmb20.0 十亿/US\$3.26 十亿
已发行股本	959 百万 (ORDA)
流通股比例	42%
日均成交量(千股)	13,088
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb237.3
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb3.36 十亿
市净率 (12/13E)	6.1x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/13E	0.47	0.52	10.00 0.50
12/14E	0.71	0.70	-1.10 0.72
12/15E	1.01	0.97	-3.60 0.86

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	2,979	4,122	4,235	4,334	5,064	5,908	6,866	7,997
息税前利润(UBS)	103	334	208	243	481	731	1,069	1,507
净利润 (UBS)	332	537	380	511	690	952	1,305	1,747
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.34	0.55	0.39	0.52	0.70	0.97	1.33	1.78
每股股息 (Rmb)	0.22	0.40	0.20	0.25	0.34	0.47	0.62	0.80
净债务 / (现金)	1,043	713	408	639	997	1,528	2,371	3,356
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	3.4	8.1	4.9	5.6	9.5	12.4	15.6	18.8
ROIC (EBIT) (%)	8.8	18.8	8.8	9.4	17.9	26.2	37.4	50.8
EV/EBITDA(core)x	92.7	36.8	41.1	57.4	32.0	21.5	14.6	10.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	56.8	32.2	36.9	39.9	29.5	21.4	15.6	11.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.8	1.1	1.0	2.4	3.2	4.5	6.6	7.9
净股息收益率(%)	1.1	2.3	1.4	1.2	1.6	2.2	3.0	3.8

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 2014 年 03 月 06 日 20 时 56 分的股价(Rmb20.81)得出；

投资主题

用友软件

投资理由

2014 年将是用友软件进军云计算市场的关键一年，我们认为公司最有可能实现从传统软件企业向云计算服务提供商转型，主要理由：（1）公司管理层坚定明确的战略方向和执行力；（2）公司原有的海量企业客户基础；（3）公司核心技术和产品成熟度方面的优势。我们认为公司有机会抓住 SMAC 浪潮带来的市场机遇，完成商业模式的跨越。

乐观情景

SaaS 用户数和收入增长超预期，则我们预计公司的 13/14/15 年盈利预测为 0.52/0.72/1.01 元，则每股估值为 29 元，较目前股价高 40%。

悲观情景

SaaS 用户数和收入增长低于我们的测算，则我们预计公司 2013-15 年盈利预测为 0.52/0.66/0.94 元，，每股估值为 20 元，较目前股价低 10%。

近期催化剂

畅捷通在香港成功挂牌上市

公司定期报告披露用户数超预期或者低于预期

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb25.20

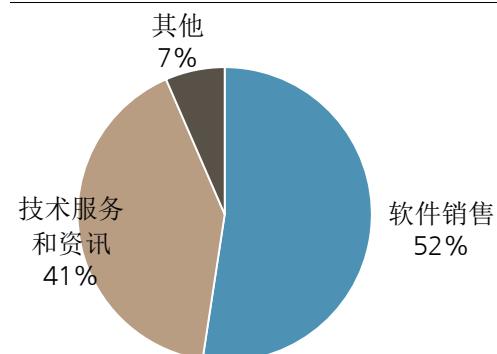
公司简介

用友软件股份有限公司主要从事财务软件、管理软件和其他企业应用软件的产品研发、市场推广和服务支持，是国内最大的管理软件及服务提供商，也是国内领先的企业云服务、医疗卫生软件、管理咨询及管理信息化人才培训服务提供商，连续 9 年国内管理软件市场占有率第一、财务软件市场占有率第一。公司产品包括 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、小型企业信息化服务、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、内部审计软件等。

行业展望

我们认为中国管理软件行业距离行业成长的天花板还为时尚远。在经济结构转型的大背景下，管理软件渗透率提升和持续的技术创新这两大因素应会在较长的时间段发挥作用，刺激企业增加 IT 投资，推动管理软件行业持续快速增长。云服务平台的打造和产业链生态系统建设将是未来在管理软件行业立足的根本

2013H1 分产品收入 (%)



来源: 公司公告

分产品毛利

人民币 百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E
软件销售	2,131	2,179	2,390	2,681	2,976
技术服务和咨询	1,226	1,200	1,081	1,359	1,671
其他业务	140	182	160	216	282
合计	3,497	3,560	3,631	4,256	4,929

来源: 公司公告、瑞银证券估算

周中, 分析师, S1460513090004, zhong.zhou@ubssecurities.com, +86-213-866 8815

用友软件 2014 年 3 月 7 日

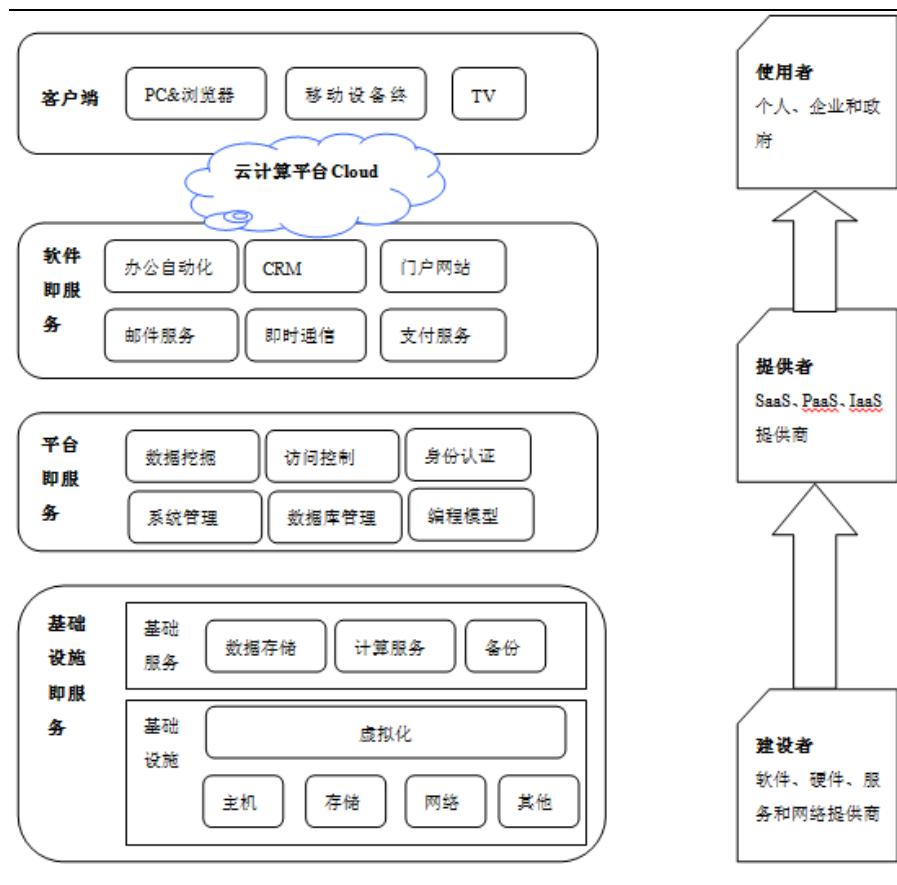
2014/03/07 06:10

UBS 瑞银 2

云计算业务开始落地

云计算就一种基于互联网、以服务模式按需向客户提供计算资源的技术。在美国企业 IT 市场, 云计算已经进入普及阶段, 成为企业进行信息化的首选模式之一。当前云计算在中国正处于快速发展阶段。据 IDC 预计, 2013 年中国云计算服务市场将达到 18.3 亿美元的规模, 同比增长 52.2%。发改委在“十二五规划”中成立云计算专项基金, 设立北京、上海、深圳、杭州、无锡等五大云计算示范城市, 支持 15 个云计算示范项目。

图片 1: 云计算平台的商务服务模型



来源: 瑞银证券整理

对于不同的企业, 云计算有不同的应用价值。对于拥有自己数据中心的企业而言, 他们最重要的应用是私有云的应用。这种情况下云计算的核心价值是, 降低企业数据中心的建设与运营成本, 提高数据中心的可靠性, 增强数据中心快速部署新应用的能力, 以便为企业的业务运营提供更强有力的支撑。

图片 2: 云计算模型和传统计算模型的比较

	传统计算模型	云计算模型
客户端	具有很强运算、存储功能的本地计算机等设备	具有网络接入和必要处理能力的多种网络设备; 服务器进行数据储存和运算 处理
应用程序	本机运行的应用程序; 客户端/服务器 (C/S) 模式	丰富的互联网应用程序; Web2.0 等技术; 软件即服务
平台	本地应用程序运行平台; 本地文件储存和数据库	网络托管的应用程序平台; 网络托管的文件储存和数据库
存款	本地物理磁盘	用户间共享分配的存储空间
基础设施	物理服务器; 物理网络; 本地的系统管理	虚拟服务器; 虚拟网络设置; 作为服务的系统管理

来源:瑞银证券整理

图片 3: 新技术驱动, 企业信息化不断深入

	核心价值	关键技术	典型产品	所处阶段
移动互联网	•员工的新工作平台 •新的营销手段	•移动APP开发 •加密和安全	•移动OA •IBM Worklight	•已推广5年 •成长阶段中期
云计算	•快速且弹性部署 •低成本且按需付费	•虚拟化 •弹性部署	•微软 Azure •用友UAP/CSP	•已推广4年 •成长阶段中期
大数据	•优化与快速决策 •推出新产品与服务	•大数据存储 •非结构化分析	•用友AE/BQ •Hadoop	•已推广2年 •导入阶段
物联网	•将设备纳入统一管理 •优化与快速决策	•大数据传输 •数据安全	•车联网 •RFID	•已推广4年 •成长阶段
社交网络	•内外部沟通新手段 •营销新方式	•大数据分析 •与后台系统对接	•社会化OA •Oracle SRM	•已推广3年 •导入阶段

来源:海比研究

公有云平台: 畅捷通

用友软件日前公告其子公司畅捷通将于香港挂牌上市, 发行之后畅捷通向小微企业客户提供通用型应用软件产品和共有云平台及服务, 以 SaaS 模式为小微企业用户提供云计算服务。

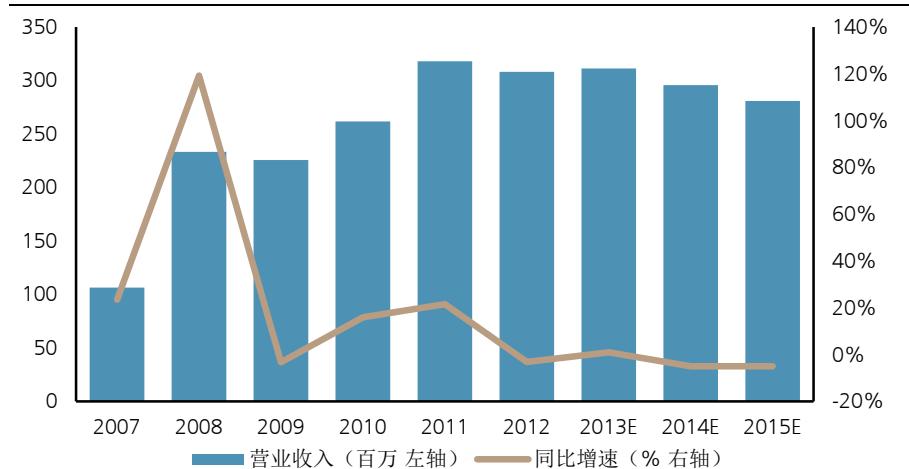
我们认为畅捷通的业务模式将类似于美国 SaaS 领域最具代表性的公司 Salesforce (CRM)。公司目前提供四大领域的云计算服务: 协同云企业空间, 主要服务于企业内部协同及上下游协同; 营销云-旺铺、码客, 主要服务于企业营销; 财税云-会计家园, 提供财税知识及工具服务; 支付云-畅捷支付, 提供线上和线下的企业支付服务。14 年公司将进入产品密集发布期, 我们预计将有一系列具有较强市场竞争优势的产品向推出市场, 从而快速获取用户数。我们看好公司今年以客户为中心, 快速拓宽客户规模的战略。

畅捷通的竞争优势：

- (1) 拥有 180 万客户，中国企业软件公司最大的客户基础；
- (2) CSP 平台的技术优势；

我们认为，畅捷通如果香港成功上市将有助于公司开拓国际市场，顺利融资进一步提升产品和市场竞争力。

图片 4: 畅捷通近年来软件收入及未来预测



来源: 公司公告，瑞银证券估算

图片 5: 畅捷通公有云收入和用户数预测

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Cloud service (百万)	68	248	541	908	1,391	2,122	3,078
YoY growth		367%	218%	168%	153%	153%	145%
收费用户	150	275	429	554	653	767	855
总用户数 (千人)	2,200	2,750	3,300	3,960	4,356	4,792	5,031
总用户增长 (%)		25%	20%	20%	10%	10%	5%
付费用户比例	7%	10%	13%	14%	15%	16%	17%
ARPU (千元)	0.45	0.90	1.26	1.64	2.13	2.77	3.60

来源:瑞银证券估算

中高端 ERP/私有云业务：分签分销提升利润率

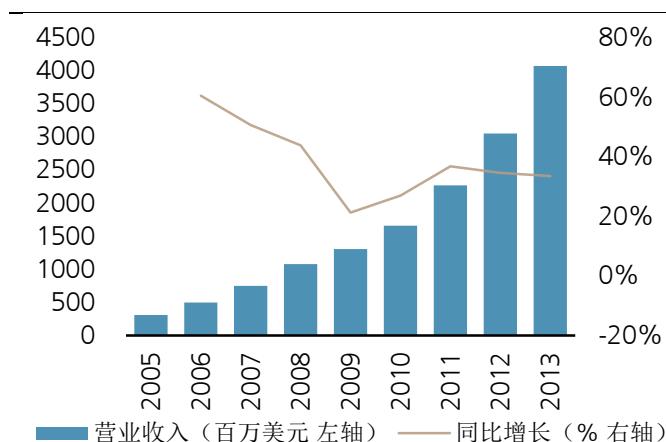
经过不到一年的生态链建设，公司目前合作伙伴数量增长很快。

- 中端业务 U8/U8+目前分销伙伴企业总数 500 家左右，共计约 4500 人左右的用友认证实施服务人员从事中端业务，14 年公司会继续战略加强合作伙伴的业务，关键实现两个很重要的升级：（1）终端升级和（2）产业链升级。2014 年公司将发展更多专业化的伙伴，如央企下属的 IT 公司等，推进合作伙伴专业化进程。
- 高端来看，主要集中在发展专业服务伙伴，高端伙伴原来是做边缘实施业务的，但是 14 年开始高端合作伙伴已经越来越多的介入到大型项目合作开发中去。NC 产品的外部实施顾问团队已经大约有 2000 人，大大扩大了客户覆盖度。结合公司 13 年发布的大型企业开发 UAP 平台，实施服务利润率有望提升。我们认为公司合赢分签的策略目前看正在正确的发展轨道上。

案例分析：Salesforce，商业模式的力量

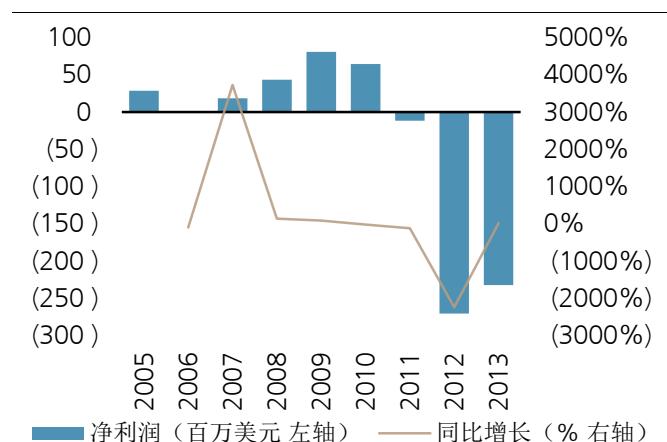
Salesforce 是一家软件服务供应商，在全球范围内提供各行业的客户管理系统（CRM），同时，公司也为客户和开发商建立和运行商业应用提供技术平台。公司主要产品服务包括 Salesforce.com 和 Supportforce.com。客户与独立软件供应商可以对 Salesforce 的产品进行定制和整合，同时也可以建立他们各自所需的软件。Salesforce 的主营业务包括两项：订阅和技术支持、专业服务。

图片 6: Salesforce 营业收入



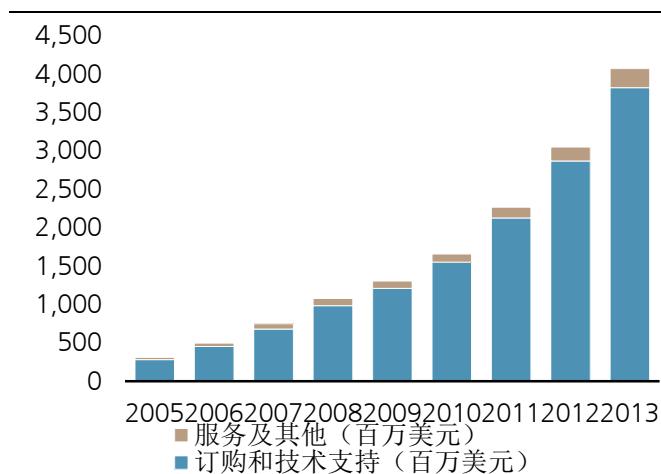
来源: 公司数据

图片 7: Salesforce 净利润



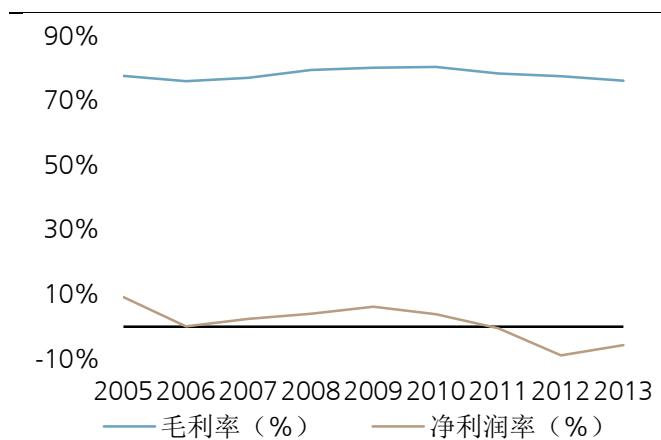
来源: 公司数据

图片 8: Salesforce 主营业务构成



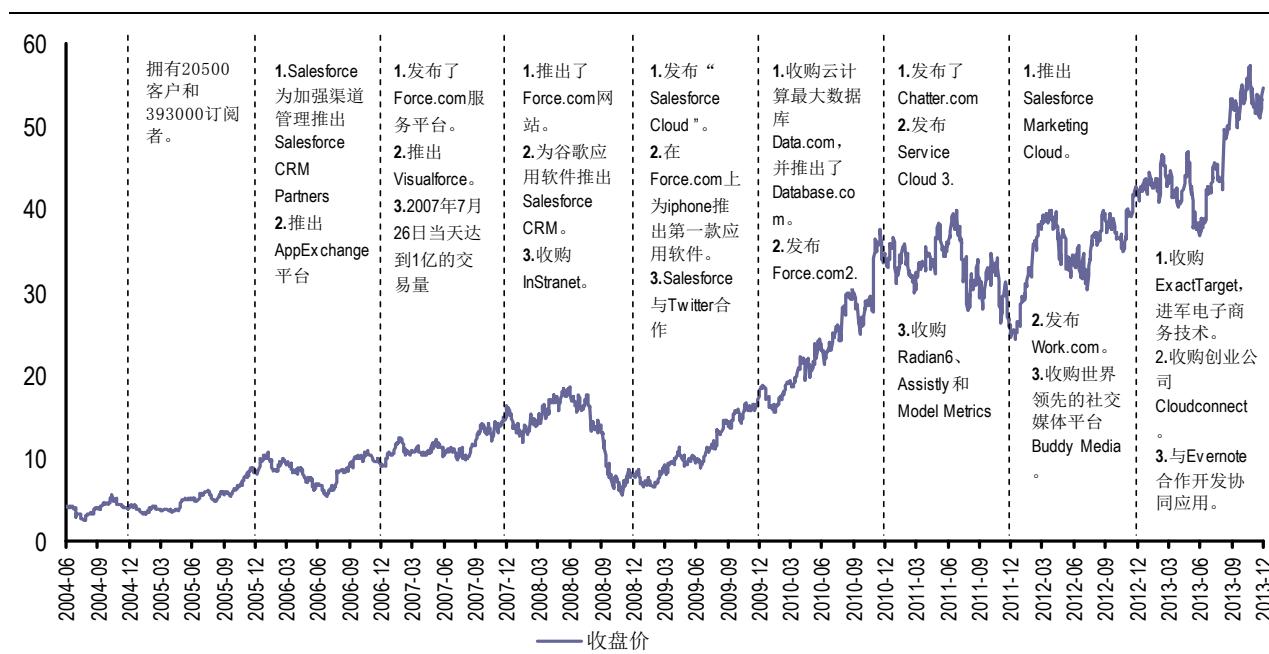
来源: 公司数据

图片 10: 毛利率和净利润率



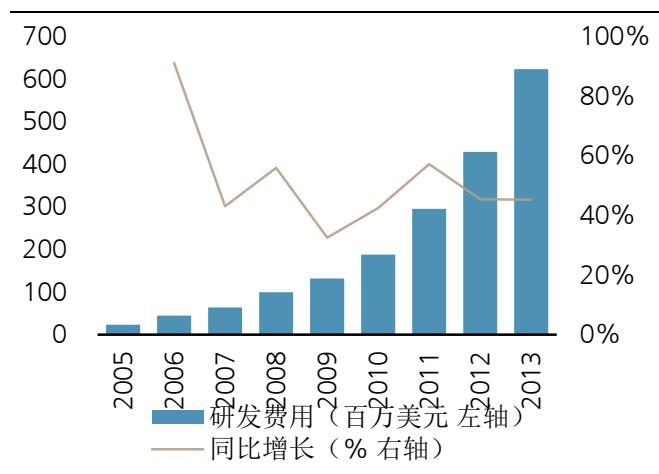
来源: 公司数据

图片 12: Salesforce 股价的历史表现



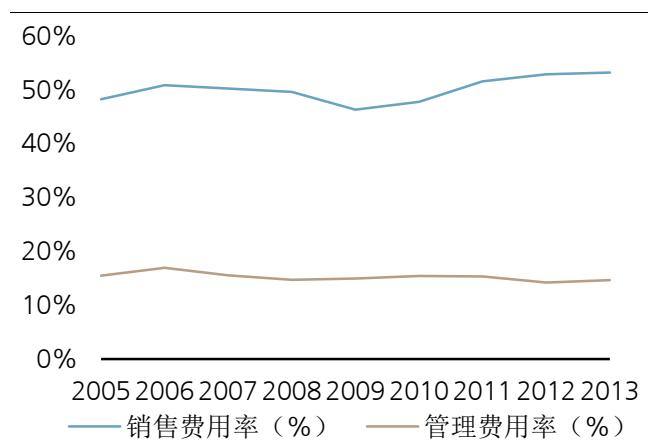
来源: 万得资讯、瑞银证券

图片 9: 研发费用及增速



来源: 公司数据

图片 11: 销售费用率和管理费用率

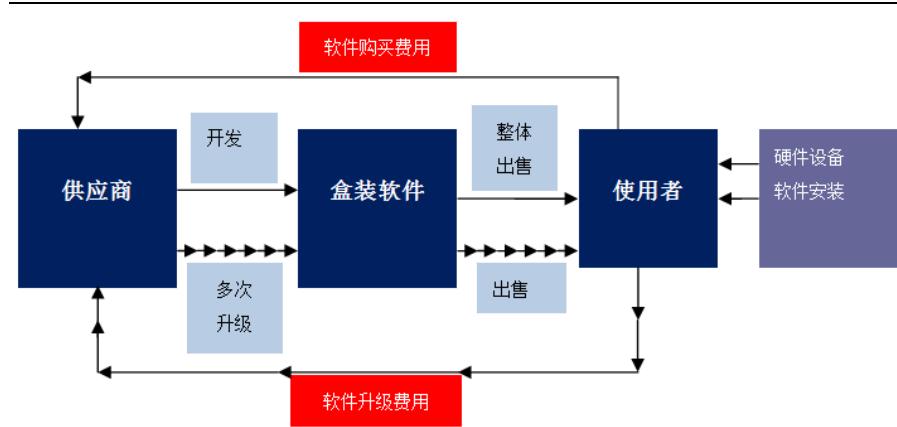


来源: 公司数据

商业模式

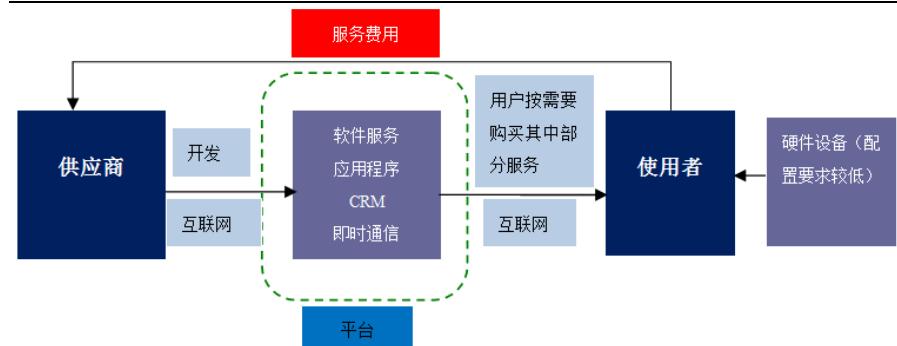
Salesforce 提供的软件服务打破了传统软件公司的业务模式。在传统模式中，企业内部的客户关系管理（CRM）项目一般需要几个月的时间来进行安装、配置、训练和支付，企业需要为此投入大量资金来购买软件和硬件设备。而 Salesforce 公司将客户关系管理（CRM）设计成一个独特的软件解决方案放在主机托管模型上，用户可以根据自己的业务需求对相关部分软件服务进行定制和选择，这种 CRM 系统完全基于互联网架构，用户不需要安装程序、也不需要对相关设备和程序进行维护。

图片 13: 传统软件企业的商业模式



来源: 瑞银证券整理

图片 14: Salesforce 的商业模式



来源: 瑞银证券整理

相比传统的软件销售模式，Salesforce 的商业模式具有以下优点：第一，减少或取消了传统的软件授权费用。第二，由于软件服务提供者将软件服务都部署在统一的服务器上，所以，用户省去了对服务器硬件、网络安全和软件升级维护的支出。第三，用户通过互联网获得软件服务，并免费获得软件的定时更新，所以除了对电脑和互联网连接之外，用户不需要其他 IT 投资。第四，用户可以按照自身的需要来对部分软件服务进行选择。

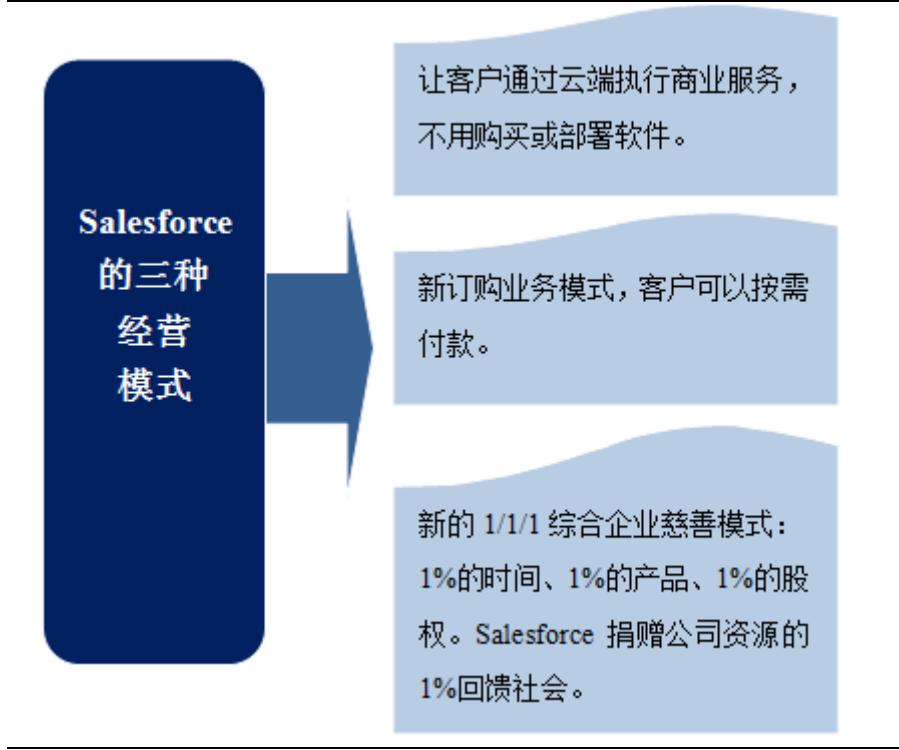
另一方面，Salesforce 面临的一个比较大的挑战在于，如何说服大客户相信其所提供服务的安全性和稳定性。

图片 15: 传统软件模式和 Salesforce 模式的比较

	传统软件企业	Salesforce
运营模式	通过收费授权销售给使用者，不拥有软件所有权，不负责设施维护，软件升级再另收费。	拥有软件所有权，并对基础设施和软件进行维护和升级。
服务方式	将软件销售给用户后，除了修复 bug 外，不负责其它软件服务。	客户按照一定的付费周期来租赁供应商的服务，客户可以与供应商一起对软件服务进行整理和开发，响应客户需求变化。
盈利方式	销售软件收费、升级软件收费。	通过专业化和规模经济来降低供应商的软件服务成本，实现盈利。附加的盈利方式包括广告和无线增值等。
商品类型	软件	服务
对硬件设备要求	较高	较低
付费模式	一次授权购买	付费订制、租用
软件服务的选择性	一次性购买盒装软件，选择性较低、甚至没有。	用户按自身需要选择其中部分服务，选择性较大
产生费用方式	先付费购买软件再安装	先安装软件，需要服务时才产生费用
适合对象	规模较大企业	中小型企业
对互联网要求	不依靠互联网	基于互联网提供服务

来源:瑞银证券整理

图片 16: Salesforce 的商业模式



来源: 瑞银证券整理

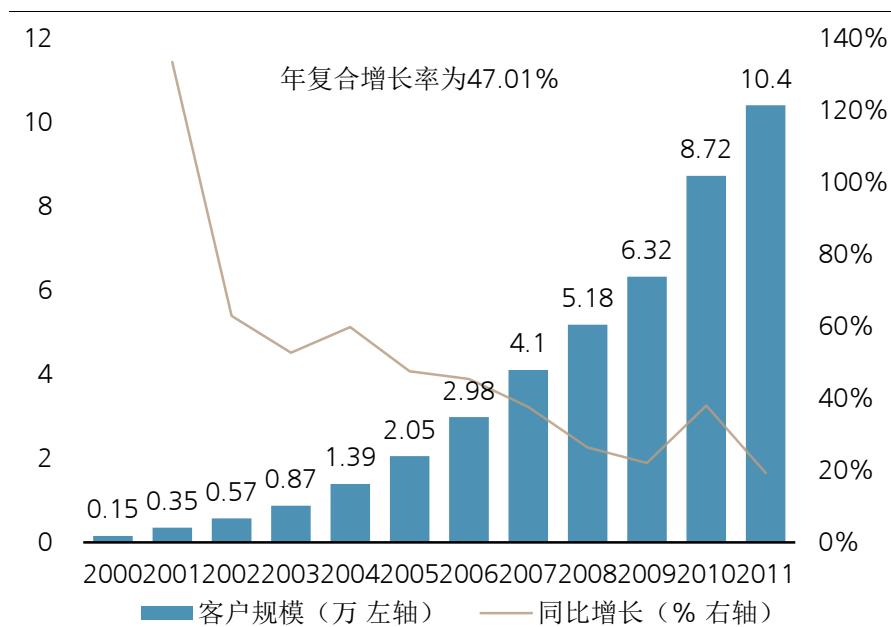
在计算机行业, Salesforce 的模式被称为 SaaS (Software as a Service) 软件即服务。软件即服务属于云计算中的一种, 其与传统的软件服务模式存在较大差异。

Salesforce 的成功启示

在 Salesforce 之前, 类似的商业模式也曾出现过, 但为什么只有 Salesforce 能在与传统软件模式的竞争中得以生存。我们将其原因总结为以下几点。

第一, 成功的经营模式。简单来说, Salesforce 提供的在线 CRM 系统是将软件和互联网结合在了一起。而上世纪 90 年代互联网的快速发展为 Salesforce 新模式的开展提供了保障。另外, Salesforce 选择了非常适合通过互联网交付的客户关系管理系统 (CRM) 作为切入点。从新服务上线开始, 公司用户规模也在不断快速增长, 由 2000 年的 0.15 万增长到 2011 年 8 月的 10.4 万。

图片 17: Salesforce 用户规模增长

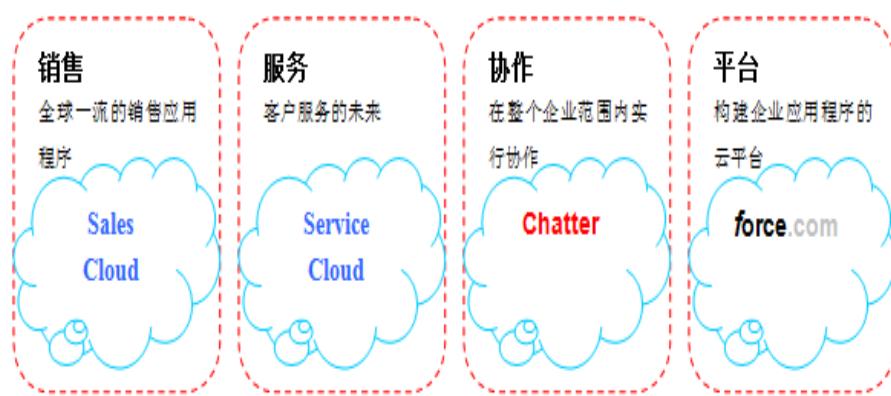


来源: 公司网站

第二, 强大的技术支持。SaaS 模式的前身 ASP (软件托管) 模式就是因为技术方面的缺陷而最终失败, 这种技术的缺陷主要体现在两个方面: 第一, 没有很好解决通过同一个软件满足不同用户需求的问题, 只是实现了一个软件满足一个用户的不同需求; 第二, 网上交付的软件用户体验性较差。Salesforce 通过几年的技术研发和应用实践, 基本满足了 SaaS 的用户需求。

第三, 产业生态圈的建立。在线 CRM 模式取得成功后, Salesforce 又开始了向 SaaS 供应商的基础架构平台发展。2006 年 Salesforce 建立了 Appexchange.com 交易平台。2007 年建立了 Force.com 软件开发平台, 第三方开发者可以在 Force.com 上自主开发一些附加功能模块, 并可以通过 Appexchange 进行交易。可见, 这一平台在使得第三方获得一定赢利的同时, 也丰富了 Salesforce 的模块类型和种类。2011 年公司又推出了协作平台 Chatter, 从而进一步完善了产业生态圈。

图片 18: Salesforce 的产业生态圈



来源: 瑞银证券整理

第四、合并收购拓宽业务范围，强化行业地位。过去的几年中，Salesforce 已经收购了多家公司。比如 Buddy Media (社会化媒体营销)；Ripple (云平台社交管理)；Radian6 (社交媒体监测公司)；Heroku (基于 Ruby on Rails 的网络应用提供商)；Manymoon (在线任务及项目管理)；Assistly (客服帮助平台)；Kieden (连接 Google AdWords 及 CRM) 等。合并收购使得公司规模迅速扩大的同时，公司也较快进入相关行业，拓宽了业务范围。

图片 15: Salesforce 收购情况



来源：瑞银证券

盈利预测和估值：

我们认为随着中国云计算市场的启动，未来两年公司的云计算业务将进入快速增长期，为了更好的显示用友软件的投资价值，我们分别具体分析公司传统软件/私有云业务的盈利能力和平公司公有云业务的未来发展趋势。

私有云和传统软件业务：我们将用友畅捷通之外的业务归类为私有云和传统软件业务，在我们看来，私有云业务的商业模式和传统 ERP 业务比较类似。我们认为公司私有云业务的业绩拐点将在 2014 年到来，我们预计公司的大型 ERP 企业实施业务的利润率将在 2014 年进一步改善。用友软件 2009 年开始全面进军大型企业 ERP 市场，但是由于实施成本过高，公司高端业务增收不增利。我们判断经过 1 年的生态链建设，公司的分签分销策略已经比较成熟，盈利能力将逐步改善。

公有云业务：主要以畅捷通为业务平台，面向中小企业客户提供云计算服务。畅捷通目前拥有非常庞大的小微企业的客户基础，未来有机会成为中国最大的中小企业企业云计算平台。我们预计公司来自公有云的收入将步入快速增长轨道。

我们预计公司 2013-15 年的 EPS 分别为：0.52 元/0.70 元/0.97 元，同比增长 34.6%/35.1%/38%。我们上调了公司 13 年盈利预测，以反映公司利润率的改善；我们略微下调 14/15 年盈利预测以反映公司开拓云计算业务可能带来传统软件收入增长的下滑。此外，我们上调了对公司长期销售额的增长预测，以反映我们对公司云计算业务未来快速增长的预期。根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型得出 25.2 元新目标价 (WACC8.8%)，对应 2014 年 36 倍 PE。我们上调评级至买入。

图片 19: 可比公司估值表

公司	代码	收盘价 (2014/3/5)		EPS (元)			PE (倍)		
		(元)		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
东华软件	002065.SZ	43.03		1.13	1.48	1.97	38.08	29.07	21.84
金证股份	600446.SS	24.56		0.39	0.56	0.77	62.97	43.86	31.90
恒生电子	600570.SS	20.46		0.49	0.64	0.82	41.76	31.97	24.95
汉得信息	300170.SZ	21.2		0.56	0.76	0.98	37.86	27.89	21.63
广联达	002410.SZ	38.65		0.91	1.27	1.71	42.47	30.43	22.60
行业平均							44.63	32.65	24.58
用友软件	600588.SS	21.62		0.52	0.70	0.97	41.58	30.89	22.29

来源:Wind, 瑞银证券估算

图片 20: 瑞银证券 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	481	731	1,069	1,507	1,368	1,559	1,744	1,946	2,165	2,404
折旧及摊销*	116	135	162	164	191	218	248	282	319	361
资本支出	(176)	(197)	(221)	(250)	(228)	(260)	(293)	(329)	(369)	(412)
运营资本变动	(155)	(177)	(115)	(263)	(232)	(286)	(318)	(355)	(395)	(438)
所得税(营运)	(48)	(73)	(107)	(151)	(137)	(156)	(174)	(195)	(217)	(240)
其他	(22)	(25)	(29)	(34)	(34)	(38)	(43)	(48)	(53)	(59)
自由现金流	196	393	759	972	929	1,037	1,164	1,302	1,452	1,615
增长		100.4%	93.0%	28.0%	-4.5%	11.7%	12.2%	11.8%	11.5%	11.2%
估值										
明计现金流现值	12,776									
期末价值(第 20 年)现值	9,161									
企业价值	21,937									
占永续价值百分比	42%									
联营公司及其他	172									
-少数股东权益	87									
现金盈余**	1,652									
-债务***	1,083									
权益价值	22,590									
已发行股数 [m]	959.3									
每股权益价值 (Rmb/股)	23.50									
权益成本	8.8%									
股息收益率	1.7%									
1年期目标价 (Rmb/股)	25.20									
长期假设值										
相对年	+10E	+15E	+25E							
销售额增长	13.0%	11.5%	4.5%							
息税前利润率	14.0%	12.3%	7.3%							
资本支出/销售收入	2.4%	2.2%	2.1%							
投资资本回报率	36.4%	36.6%	23.6%							
估值对应指标										
财年	2014E	2015E	1年预期							
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	36.8x	25.3x	34.0x							
企业价值 / 息税前利润	45.6x	30.0x	41.7x							
自由现金流收益率	0.9%	1.8%	1.1%							
市盈率 (现值)	33.4x	24.2x	31.3x							
市盈率 (目标)	35.7x	25.9x	33.5x							
加权平均资本成本										
无风险利	4.60%									
权益风险溢价	5.0%									
贝塔系数	0.84									
债务/权益比	5.2%									
边际税率	10.0%									
权益成本	8.8%									
债务成本	6.8%									
WACC	8.8%									
期末假设值										
VCH(年数)	20									
对应的自由现金流增长	1.8%									
回报率增幅	8.6%									
企业价值 / 息税折旧摊销前利	8.4x									

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券 VCAM

用友软件 (600588.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	2,979	4,122	4,235	4,334	2.3	5,064	16.8	5,908	6,866	7,997
毛利	2,462	3,499	3,560	3,613	1.5	4,215	16.6	4,923	5,740	6,711
息税折旧摊销前利润(UBS)	188	443	324	337	4.1	597	76.9	866	1,231	1,670
折旧和摊销	(85)	(109)	(117)	(94)	-19.2	(116)	22.5	(135)	(162)	(164)
息税前利润(UBS)	103	334	208	243	17.1	481	98.0	731	1,069	1,507
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	244	304	290	393	35.6	348	-11.5	384	421	460
净利息	1	(32)	(57)	(57)	-1.1	(47)	17.9	(35)	(10)	14
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	348	606	441	579	31.3	782	35.1	1,079	1,479	1,981
税项	(2)	(55)	(54)	(58)	-7.5	(78)	-35.1	(108)	(148)	(198)
税后利润	346	551	387	521	34.6	704	35.1	972	1,332	1,783
优先股股息及少数股权	(14)	(14)	(8)	(10)	-38.0	(14)	-35.1	(19)	(27)	(36)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	332	537	380	511	34.6	690	35.1	952	1,305	1,747
净利润(UBS)	332	537	380	511	34.6	690	35.1	952	1,305	1,747
税率(%)	0.5	9.1	12.2	10.0	-18.1	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.34	0.55	0.39	0.52	34.6	0.70	35.1	0.97	1.33	1.78
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.34	0.55	0.39	0.52	34.6	0.70	35.1	0.97	1.33	1.78
EPS (UBS, 基本)	0.34	0.55	0.39	0.52	34.6	0.70	35.1	0.97	1.33	1.78
每股股息净值(Rmb)	0.22	0.40	0.20	0.25	23.3	0.34	38.0	0.47	0.62	0.80
每股账面价值	2.59	3.02	3.10	3.43	10.5	3.89	13.4	4.52	5.39	6.54
平均股数(稀释后)	979.24	979.08	979.08	979.08	0.0	979.08	0.0	979.08	979.08	979.08
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	1,398	1,397	1,697	1,734	2.2	2,026	16.8	2,363	2,746	3,635
其他流动资产	986	1,388	1,496	1,482	-0.9	1,704	15.0	1,954	2,146	2,498
流动资产总额	2,384	2,786	3,193	3,216	0.7	3,730	16.0	4,318	4,892	6,133
有形固定资产净值	901	1,132	1,389	1,406	1.2	1,420	1.0	1,430	1,436	1,467
无形固定资产净值	1,251	1,268	1,286	1,337	4.0	1,388	3.8	1,445	1,503	1,564
投资/其他资产	227	271	282	282	0.0	282	0.0	282	282	282
总资产	4,763	5,457	6,150	6,241	1.5	6,820	9.3	7,474	8,113	9,446
应付账款和其他短期负债	1,830	1,734	1,739	1,694	-2.6	1,877	10.8	2,086	2,310	2,567
短期债务	205	504	1,131	936	-17.19	869	-7.15	676	216	121
流动负债总额	2,035	2,239	2,869	2,630	-8.3	2,746	4.4	2,763	2,526	2,688
长期债务	150	180	159	159	0.0	159	0.0	159	159	159
其它长期负债	5	6	5	5	0.0	5	0.0	5	5	5
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,190	2,424	3,033	2,794	-7.9	2,910	4.2	2,926	2,690	2,852
普通股股东权益	2,534	2,961	3,037	3,357	10.5	3,805	13.4	4,424	5,272	6,408
少数股东权益	40	72	80	90	13.0	104	15.6	124	150	186
负债和权益总计	4,763	5,457	6,150	6,241	1.5	6,820	9.3	7,474	8,113	9,446
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	332	537	380	511	34.6	690	35.1	952	1,305	1,747
折旧和摊销	85	109	117	94	-19.2	116	22.5	135	162	164
营运资本变动净值	18	(281)	(107)	(9)	91.4	(122)	-1219.7	(135)	(86)	(248)
其他营业性现金流	54	106	109	(25)	-	139	-	144	150	170
经营性现金流	489	472	499	571	14.5	823	44.1	1,096	1,531	1,832
有形资本支出	(342)	(283)	(365)	(92)	74.9	(176)	-91.9	(197)	(221)	(250)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	45	1	3	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(380)	(347)	(44)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(677)	(629)	(406)	(92)	77.5	(176)	-91.9	(197)	(221)	(250)
已付股息	(377)	(180)	(326)	(192)	41.2	(241)	-25.9	(333)	(457)	(611)
股份发行/回购	1	71	20	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1)	(3)	(20)	(56)	-181.64	(47)	16.71	(35)	(10)	14
债务及优先股变化	350	320	599	(194)	-	(67)	65.55	(193)	(460)	(96)
融资性现金流	(27)	209	272	(443)	-	(355)	19.7	(562)	(927)	(693)
现金流量中现金的增加/(减少)	(215)	52	365	37	-89.9	292	695.2	338	383	889
外汇/非现金项目	(13)	(53)	(65)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(227)	(1)	300	37	-87.8	292	695.2	338	383	889

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。

用友软件 (600588.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	56.8	32.2	36.9	39.9	29.5	21.4	15.6	11.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	56.8	32.2	36.9	39.9	29.5	21.4	15.6	11.7
股价/每股现金收益	45.2	26.8	28.2	33.7	25.3	18.7	13.9	10.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.8	1.1	1.0	2.4	3.2	4.5	6.6	7.9
净股息收益率(%)	1.1	2.3	1.4	1.2	1.6	2.2	3.0	3.8
市净率	7.4	5.8	4.6	6.1	5.4	4.6	3.9	3.2
企业价值/营业收入(核心)	5.9	4.0	3.1	4.5	3.8	3.2	2.6	2.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	92.7	36.8	41.1	57.4	32.0	21.5	14.6	10.2
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	25.5	16.8	11.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	22.4	15.0	10.6
企业价值/运营投入资本	NM	9.2	5.7	7.5	7.1	6.7	6.3	5.8
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	18,857	17,312	13,998	19,962	19,962	19,962	19,962	19,962
净债务 (现金)	(1,334)	(878)	(560)	(523)	(818)	(1,263)	(1,950)	(2,864)
少数股东权益	36	56	58	85	97	114	150	186
养老金拨备/其他	2	5	5	5	5	5	5	5
企业价值总额	17,562	16,495	13,501	19,529	19,246	18,818	18,168	17,290
- 非核心资产	(133)	(163)	(177)	(177)	(177)	(177)	(177)	(177)
核心企业价值	17,428	16,332	13,324	19,352	19,070	18,642	17,991	17,113
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	26.9	38.4	2.7	2.3	16.8	16.7	16.2	16.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	-22.7	135.8	-26.9	4.1	76.9	45.2	42.1	35.7
息税前利润(UBS)	-41.4	NM	-37.9	17.1	98.0	51.9	46.2	41.0
每股收益(UBS 稀释后)	-45.9	61.7	-29.3	34.6	35.1	38.0	37.1	33.9
每股股息净值	-63.3	81.8	-50.0	23.3	38.0	37.1	33.9	27.8
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	6.3	10.8	7.7	7.8	11.8	14.7	17.9	20.9
息税前利润率	3.4	8.1	4.9	5.6	9.5	12.4	15.6	18.8
净利 (UBS) 率	11.1	13.0	9.0	11.8	13.6	16.1	19.0	21.8
ROIC (EBIT)	8.8	18.8	8.8	9.4	17.9	26.2	37.4	50.8
税后投资资本回报率	8.7	17.1	7.8	8.5	16.1	23.6	33.6	45.7
净股东权益回报率(UBS)	13.0	19.5	12.7	16.0	19.3	23.1	26.9	29.9
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	(5.5)	(1.6)	(1.3)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	(1.9)	(2.0)
净债务/总权益	(40.5)	(23.5)	(13.1)	(18.5)	(25.5)	(33.6)	(43.7)	(50.9)
净债务/(净债务 + 权益)	(68.1)	(30.7)	(15.0)	(22.7)	(34.3)	(50.6)	(77.7)	NM
净债务/企业价值	(6.0)	(4.4)	(3.1)	(3.3)	(5.2)	(8.2)	(13.2)	(19.6)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	145.7	NM	NM	183.3	NM
资本支出/营业收入(%)	11.5	6.9	8.6	2.1	3.5	3.3	3.2	3.1
息税前利润/净利息	NM	10.5	3.7	4.3	10.3	20.7	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.5	1.4	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
股息支付率 (UBS) %	64.9	73.0	51.6	47.3	48.3	48.0	46.9	44.7
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	2,979	4,122	4,235	4,334	5,064	5,908	6,866	7,997
总计	2,979	4,122	4,235	4,334	5,064	5,908	6,866	7,997
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	103	334	208	243	481	731	1,069	1,507
总计	103	334	208	243	481	731	1,069	1,507

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	+21.1%
预测股息收益率	1.7%
预测股票回报率	+22.8%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+13.2%

风险声明

公司面临的下行风险：业绩低于预期；SaaS 用户开拓进度低于预期。

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

瑞银 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。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 $\pm 6\%$ 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	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 2013 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述及内容的限制。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：周 中。

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
用友软件	600588.SS	暂停评级	不适用	Rmb21.62	2014 年 03 月 05 日

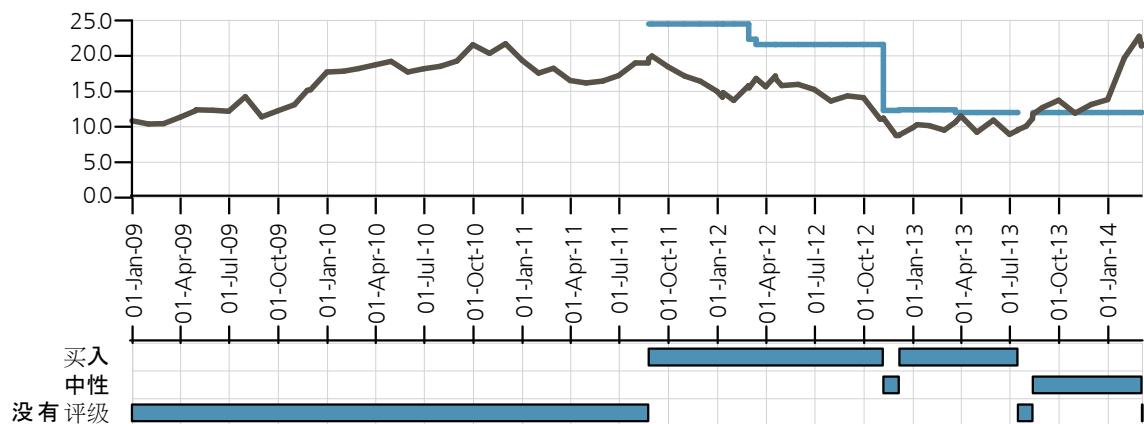
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

用友软件 (Rmb)

— 目标价位 (Rmb) — 股价 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 5 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收回已投资的金额。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致的损失（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。

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（ACP）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，本文件或任何其它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 ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**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 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。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人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 和 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 萨特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。**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. 对通过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) 授权的证券投资基金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 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica] (p) 107/09/2013 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繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。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，出版人及发布人。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：** 1) 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087) 和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。本文件所含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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (澳大利亚金融服务执照号：231127) Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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。**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。**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 (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Makers Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 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 2014 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。

