

用友软件

进军 P2P 网贷业务，把握互联网金融大机遇

进军 P2P 互联网金融业务，把握金融改革红利

用友软件公告联合力合金融投资设立深圳前海用友力合金融服务交易所，该平台将从事 P2P 互联网投融资业务，把握互联网金融市场的大发展机会。用友、力合金融、用友创新中心和合力成邦投资管理中心分别出资比例为 60%、17.5%、10% 和 12.5%。

竞争优势显著

我们认为用友软件在如下几个方面具有较强的竞争优势：（1）品牌优势：同其他中小型 P2P 行业竞争对手相比，用友品牌具有较强市场公信力；（2）贷款客户优势：用友集团拥有 160 万中小企业和 40 万大型企业的真实金融需求，以及企业员工的投融资需求，风险易于控制，并且同公司主业具有较强协同效应；（3）合作伙伴实力强大，管理团队优秀。

看好用友互联网金融业务的发展潜力，平台变现开始提速

我们看好用友力合金融服务平台的发展潜力，将来有望成为互联网新型银行，可以为用友集团庞大的客户基础提供便捷的投融资服务。我们认为用友是企业互联网平台型企业，软件+数据是平台的核心，金融/电信服务是变现手段。我们预期公司未来围绕金融/电信业务还将有更多业务布局，变现速度加快。

估值：重申买入评级，目标价 21 元

我们认为公司的“软件+数据+金融/电信”的企业互联网产业大框架越来越清晰，用友作为企业互联网时代的平台型企业，依托其 20 多年积累的 160 万家中小型企业 和 40 万家大中型企业的客户基础，通过金融业务变现，有望为公司带来新的盈利增长点。我们预测公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.58/0.82/1.12 元，根据瑞银 VCAM（WACC8.8%）模型得出目标价 21 元，维持买入评级。

Equities

中国
软件业

12 个月评级 **买入**

12 个月目标价 **Rmb21.00**

股价 **Rmb14.07**

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	Rmb20.40-7.35	
市值	Rmb16.4 十亿/US\$2.64 十亿	
已发行股本	1,165 百万 (ORDA)	
流通股比例	42%	
日均成交量(千股)	14,463	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb205.8	
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.75 十亿	
市净率 (12/14E)	4.4x	
净债务 / EBITDA	NM	
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)		
	UBS	市场预测
12/14E	0.58	0.63
12/15E	0.82	0.77
12/16E	1.12	1.03

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

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	4,122	4,235	4,363	5,281	6,083	7,068	8,136	9,343
息税前利润(UBS)	334	208	308	523	772	1,109	1,497	1,996
净利润 (UBS)	537	380	548	681	950	1,308	1,716	2,213
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.46	0.32	0.47	0.58	0.82	1.12	1.47	1.90
每股股息 (Rmb)	0.28	0.16	0.25	0.29	0.39	0.52	0.66	0.78
现金 / (净债务)	713	408	185	561	1,134	2,022	3,047	4,376
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	8.1	4.9	7.1	9.9	12.7	15.7	18.4	21.4
ROIC (EBIT) (%)	18.8	8.8	11.8	18.6	26.1	37.2	49.3	62.8
EV/EBITDA(core)x	36.8	41.1	24.6	23.0	16.1	11.1	8.0	5.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	32.2	36.9	20.2	24.1	17.3	12.5	9.6	7.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	3.3	6.0	8.5	10.0	13.2
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	2.0	2.8	3.7	4.7	5.5

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 06 月 30 日 22 时 37 分的股价(Rmb14.07)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

假设 SaaS 用户数和收入增长超预期，则我们预计公司的 13/14/15 年盈利预测将上调为 0.61/0.85/1.15 元，则每股估值为 29 元。

悲观情景

假设 SaaS 用户数和收入增长低于我们的测算，则我们预计公司的盈利预测将下调为 0.52/0.66/0.94 元，每股估值为 20 元。

近期催化剂

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

Rmb21.00

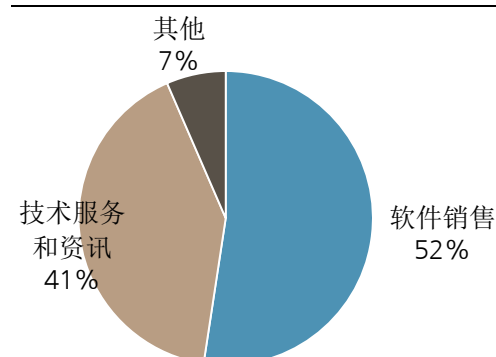
公司简介

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预计将是未来在管理软件行业立足的根本。

图表 1: 2013 产品收入分拆



来源: 公司公告

图表 2: 各产品毛利 (百万人民币)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
软件销售	2,179	2,104	2,516	2,951	3,307
软件服务	1,314	502	1,336	1,258	1,208
其它	43	68	149	346	658

来源: 公司公告、瑞银证券估算

进军 P2P 互联网金融业务，把握金融改革红利

公司公告：为加快搭建公司 2014 年度总计划提出的“软件及 IT 服务 + 数据服务 + 金融/电信服务”的产业框架，积极推进公司互联网金融服务业务，结合全球金融发展与互联网技术发展的趋势，充分发挥公司及其他股东的信息技术能力、客户资源、渠道资源、风险管理能力、人才资源等优势，创建国内领先的安全、便捷、具有公信力的投融资平台，为具有良好信用的中小企业与工薪阶层提供融资咨询服务，实现为个人投资者财富保值增值，促进普惠金融与资金使用效益，公司决定与深圳力合金融控股有限公司、北京用友创新投资中心（有限合伙）、深圳合力成邦投资管理中心（有限合伙）共同发起设立深圳前海用友力合金融服务交易所有限公司。

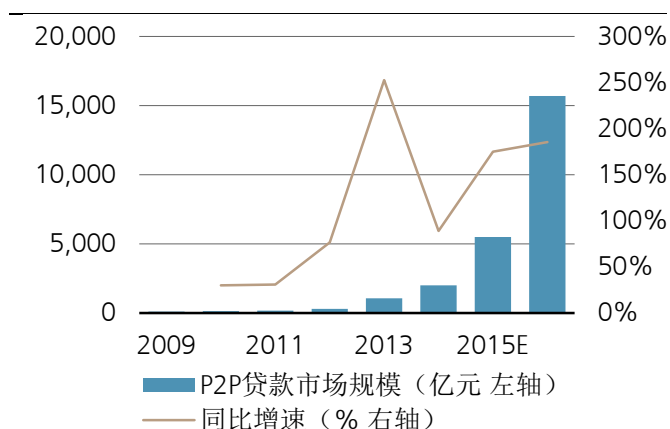
公司注册资本 2500 万元，其中用友、力合金控、用友创新中心和合力成邦投资管理中心分别出资比例为 60%、17.5%、10% 和 12.5%。

公司把握企业互联网市场的战略性机会，进入互联网金融市场。

行业空间大，用友竞争优势显著

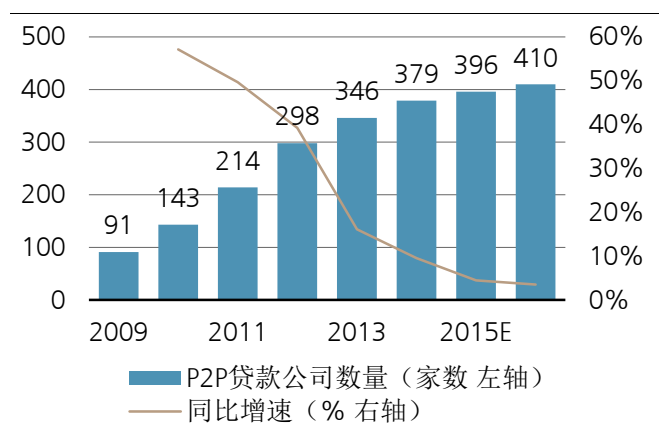
随着 P2P 互联网金融模式被引入中国，行业开始高速增长。我们认为中国 P2P 市场发展空间极大，市场处于高速发展阶段。

图表 3: 中国 P2P 贷款市场规模及增速



来源: 瑞银证券估算

图表 4: 中国 P2P 贷款公司数量及增速



来源: 瑞银证券估算

截止 2013 年，国内 P2P 行业的投融资平台数量有近 500 家，其中较大的平台有平安陆金所，招商银行等，其他还包括人人贷、有利网、拍拍贷等。

按照是否有担保来划分，大致有如下两类：

(1) 有利网和平安陆金所等“有担保”平台。这种平台不接受存款、也不放贷，但发布融资信息并将借贷双方条件进行匹配。这些平台通常会引入机构担保

来提供专业风险管理，放款方风险敞口较小。这类平台不承担任何违约所致的损失。

(2) 拍拍贷及宜信等“无担保”平台。这类平台自身能进行一定的风险管理。这类平台将交易费的一定部分作为风险资金池，为一些交易提供担保。但是，由于缺乏风险管理方面的经验和专业知识，“损失全额赔付”仍是问题。此外，拨备属于 P2P 平台，我们认为对于投资者仍是不明确的。当信用事件发生时，投资者获得赔偿可能会有困难。

P2P 的核心竞争力在于品牌公信力、融资成本和风险控制能力。通过综合分析比较了用友软件和业内主要平台，我们认为用友软件在如下几个方面具有较强的竞争优势，能够帮助公司在市场中获得快速的发展：

(1) 品牌优势：同其他中小型 P2P 行业竞争对手相比，用友品牌具有较强市场公信力和品牌认可度，能够带来更多有效的客户和更好的客户投融资意愿。有助于降低公司的融资成本。

(2) 贷款客户优势：用友集团拥有 160 万中小企业和 40 万大型企业的真实金融需求，以及企业员工的投融资需求，风险易于控制，并且同公司主业具有较强协同效应。这是公司最大的竞争优势，有助于公司降低融资成本，同时有效的控制风险。

(3) 合作伙伴实力强大，管理团队优秀。用友软件+力合+管理团队强强联合。力合金控作为深圳清华大学研究院科技金融产业的综合平台，依托研究院的产学研优势，依靠专业的金融管理团队和科技专家团队，主要开展融资担保、小额贷款、创业投资等业务，是风险管理和投融资专家。用友力合 P2P 投融资平台管理团队主要由具有优秀的专业背景及丰富的互联网金融从业经验与网络营销经验的优秀人才组成。从股东结构来看，主要参与方之间资源有效互补，成功几率较大。

看好用友互联网金融业务的发展潜力，平台变现开始提速，重申买入评级

我们看好用友力合金融服务平台的发展潜力，将来有望成为互联网新型银行，可以为用友集团庞大的客户基础提供便捷的投融资服务。我们认为用友是企业互联网平台型企业，软件+数据是平台的核心，金融/电信服务是变现手段，用友力合的成立应会加快公司互联网金融业务的变现。

我们认为公司的“软件+数据+金融”的企业互联网产业大框架越来越清晰，用友作为企业互联网时代的平台型企业，依托其 20 多年积累的 160 万家中小企业和 40 万家大中型企业的客户基础，通过金融业务变现，有望为公司带来新的盈利增长点。

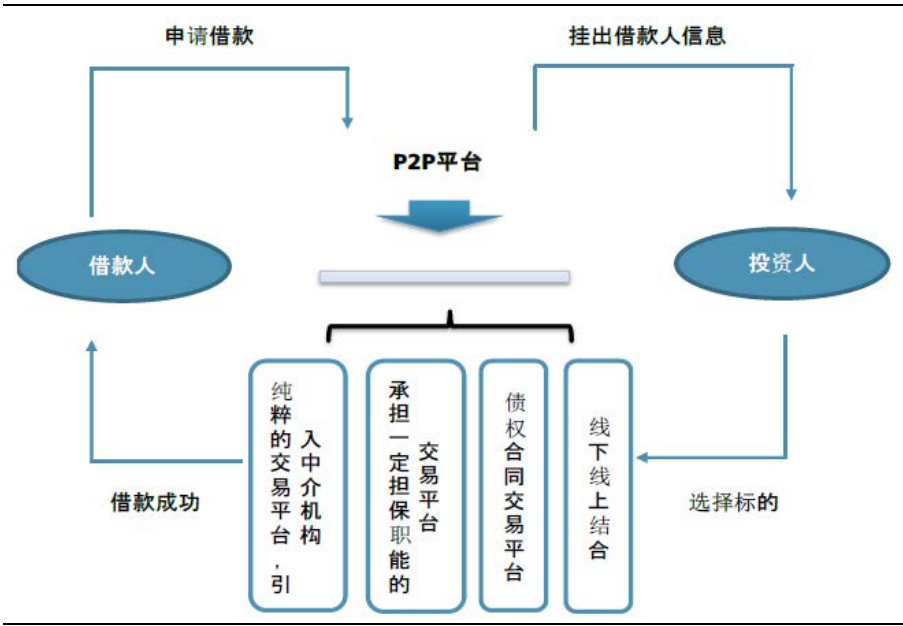
我们根据瑞银 VCAP (WACC8.8%) 模型得出目标价 21 元，维持买入评级。

补充资料：P2P 行业简介

P2P 业务模式和现状简介

P2P 网络金融是指个体（个体可以是个人，也可以是法人）与个体之间通过网络技术实现直接借贷，主要模式表现在个体对个体的信息获取和资金流向，在债务关系中脱离了传统的中介机构，例如银行。该模式的核心在于中间服务方-P2P 互联网金融平台，其主要为 P2P 借贷双方提供信息交流沟通，信息价值判断和支付结算等服务，其本身不承担借贷资金的风险。

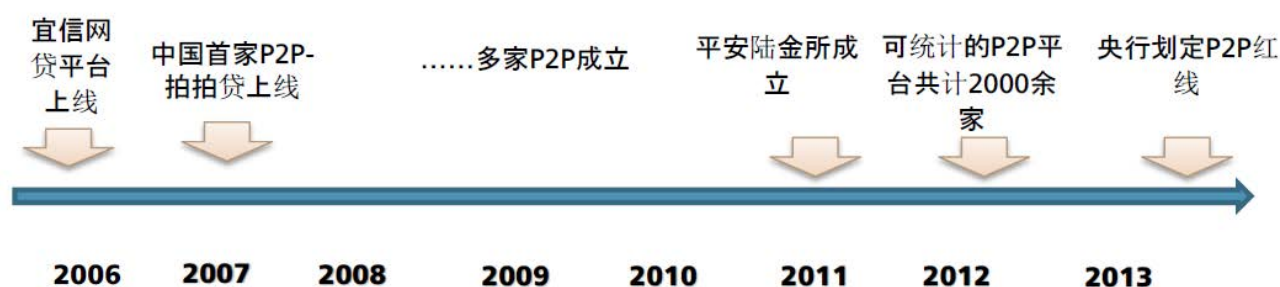
图表 5: P2P 互联网借贷服务的商业模式



来源: 瑞银证券

自 2005 年以来，以 Lending Club、Prosper 等为代表的 P2P 互联网借贷服务行业在欧美兴起，经过十年间的发展，已经在世界各地蓬勃发展。该模式被引入到中国之后，在国内也得到了快速发展。根据网贷之家的《2013 年中国网络借贷行业年报》显示 2013 年国内 P2P 融资规模已经超过 1000 亿元，参与人数超过 20 万人次，行业正处于快速发展壮大过程中。

图表 6: 中国 P2P 行业发展历史



来源: 瑞银证券整理

P2P 行业跨越式发展的优势:

■ 发展空间极大

P2P 投融资是在当前传统银行未能满足小微的融资需求以及低净值客户的理财需求情况下萌芽的, 是在金融改革、普惠金融以及鼓励创新的包容的时代大环境下摸索成长的。一方面, 国内小微、小小微以及普通民众的融资需求长期得不到满足, 小贷公司及民间借贷市场极为庞大。另一方面, 受传统银行只关注财富管理客户而忽视低净值客户的做法, 中国中下层老百姓的理财需求已经培育起来但其需求未得到满足。

■ 政策红利

2013 年出现了 P2P 投融资倒闭浪潮, 分析其倒闭的主要原因是创办人的欺诈, 其次是创办人严重缺乏金融管理能力。我们认为, 实际上, 当前 P2P 的业务模式已经清晰, 并且具有强劲的发展潜力, 在监管空白期可以为正规机构实现监管套利的好机会, 这也是像用友与力合一样的优质企业介入的好时机。

■ 成本优势

类似电子商务对传统零售业的冲击, 互联网金融也节约实体成本, 从互联网改变其他传统行业来看, 轻资产的互联网银行能将节省下来的实体建设网点成本反馈给投资者, 这让背负着众多网点成本与人工成本的传统银行竞争力削弱。此外, 互联网公司技术优势使得其能更好的运用互联网技术与大数据工具, 在风险控制、营销、运营和管理等方面都更具有比较优势。

用友软件 (600588.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	4,122	4,235	4,363	5,281	21.0	6,083	15.2	7,068	8,136	9,343
毛利	3,499	3,560	2,717	4,364	60.6	5,030	15.3	5,859	6,761	7,797
息税折旧摊销前利润(UBS)	443	324	421	685	62.5	950	38.8	1,315	1,713	2,235
折旧和摊销	(109)	(117)	(113)	(161)	42.7	(178)	10.6	(206)	(216)	(239)
息税前利润(UBS)	334	208	308	523	69.7	772	47.5	1,109	1,497	1,996
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	304	290	417	327	-21.5	378	15.4	419	458	501
净利息	(32)	(57)	(78)	(78)	0.0	(73)	7.0	(44)	(10)	13
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	606	441	647	773	19.4	1,077	39.4	1,483	1,945	2,509
税项	(55)	(54)	(78)	(77)	1.5	(108)	-39.4	(148)	(195)	(251)
税后利润	551	387	569	695	22.3	969	39.4	1,335	1,751	2,259
优先股股息及少数股权	(14)	(8)	(21)	(14)	33.0	(19)	-39.4	(27)	(35)	(45)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	537	380	548	681	24.4	950	39.4	1,308	1,716	2,213
净利润 (UBS)	537	380	548	681	24.4	950	39.4	1,308	1,716	2,213
税率(%)	9.1	12.2	12.1	10.0	-17.5	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.46	0.32	0.47	0.58	24.4	0.82	39.4	1.12	1.47	1.90
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.46	0.32	0.47	0.58	24.4	0.82	39.4	1.12	1.47	1.90
每股收益 (UBS, 基本)	0.46	0.32	0.47	0.58	24.4	0.82	39.4	1.12	1.47	1.90
每股股息净值(Rmb)	0.28	0.16	0.25	0.29	12.7	0.39	37.7	0.52	0.66	0.78
每股账面价值	2.52	2.59	2.75	3.22	17.1	3.75	16.5	4.48	5.44	6.67
平均股数(稀释后)	1,174.90	1,174.90	1,165.40	1,165.40	0.0	1,165.40	0.0	1,165.40	1,165.40	1,165.40
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	1,397	1,697	2,100	2,112	0.6	2,433	15.2	2,827	3,445	4,774
其他流动资产	1,388	1,496	1,560	1,779	14.0	2,015	13.2	2,213	2,546	2,921
流动资产总额	2,786	3,193	3,660	3,892	6.3	4,448	14.3	5,040	5,991	7,695
有形固定资产净值	1,132	1,389	1,597	1,584	-0.8	1,566	-1.1	1,544	1,536	1,535
无形固定资产净值	1,268	1,286	1,383	1,421	2.8	1,467	3.2	1,515	1,565	1,616
投资/其他资产	271	282	512	512	0.0	512	0.0	512	512	512
总资产	5,457	6,150	7,152	7,409	3.6	7,994	7.9	8,611	9,604	11,359
应付账款和其他短期负债	1,734	1,739	1,930	1,949	1.0	2,152	10.4	2,386	2,637	2,908
短期债务	504	1,131	1,081	1,215	12.37	963	-20.78	468	61	61
流动负债总额	2,239	2,869	3,011	3,164	5.1	3,115	-1.5	2,855	2,698	2,969
长期债务	180	159	833	337	-59.6	337	0.0	337	337	337
其它长期负债	6	5	7	7	0.0	4	-40.4	4	4	4
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,424	3,033	3,851	3,507	-8.9	3,456	-1.5	3,195	3,039	3,310
普通股股东权益	2,961	3,037	3,166	3,752	18.5	4,369	16.5	5,220	6,335	7,774
少数股东权益	72	80	136	150	10.2	169	13.0	196	231	276
负债和权益总计	5,457	6,150	7,152	7,409	3.6	7,994	7.9	8,611	9,604	11,359
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	537	380	548	681	24.4	950	39.4	1,308	1,716	2,213
折旧和摊销	109	117	113	161	42.7	178	10.6	206	216	239
营运资本变动净值	(281)	(107)	0	(194)	-	(119)	38.7	(85)	(228)	0
其他营业性现金流	106	109	(113)	81	-	171	110.8	187	184	0
经营性现金流	472	499	548	730	33.2	1,180	61.7	1,617	1,889	2,452
有形资本支出	(283)	(365)	(379)	(181)	52.2	(202)	-11.3	(227)	(254)	(284)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	1	3	17	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(347)	(44)	(253)	0	-	(3)	-	0	0	0
投资性现金流	(629)	(406)	(615)	(181)	70.6	(204)	-12.8	(227)	(254)	(284)
已付股息	(180)	(326)	(192)	(289)	-50.9	(332)	-14.9	(458)	(601)	(568)
股份发行/回购	71	20	67	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(3)	(20)	(99)	116	-	(73)	-	(44)	(10)	0
债务及优先股变化	320	599	593	(363)	-	(253)	30.39	(494)	(407)	0
融资性现金流	209	272	369	(536)	-	(658)	-22.7	(996)	(1,017)	(568)
现金流量中现金的增加/(减少)	52	365	301	12	-95.9	318	2456.3	394	618	1,599
外汇/非现金项目	(53)	(65)	102	0	-100.0	3	1908075 5632781 5.4	0	0	(270)

资产负债表现金增加/(减少)	(1)	300	403	12	-96.9	321	2478.9	394	618	1,329
----------------	-----	-----	-----	----	-------	-----	--------	-----	-----	-------

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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	32.2	36.9	20.2	24.1	17.3	12.5	9.6	7.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	32.2	36.9	20.2	24.1	17.3	12.5	9.6	7.4
股价/每股现金收益	26.8	28.2	16.8	19.5	14.5	10.8	8.5	6.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	3.3	6.0	8.5	10.0	13.2
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	2.0	2.8	3.7	4.7	5.5
市净率	5.8	4.6	3.5	4.4	3.8	3.1	2.6	2.1
企业价值/营业收入(核心)	4.0	3.1	2.4	3.0	2.5	2.1	1.7	1.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	36.8	41.1	24.6	23.0	16.1	11.1	8.0	5.6
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	19.8	13.2	9.1	6.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	27.2	24.4	16.7	11.4	8.2	5.8
企业价值/运营投入资本	9.2	5.7	4.0	5.6	5.2	4.9	4.5	3.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	17,312	13,998	10,949	16,397	16,397	16,397	16,397	16,397
净债务 (现金)	(878)	(560)	(297)	(373)	(847)	(1,578)	(2,534)	(3,711)
少数股东权益	56	58	108	143	159	196	231	276
养老金拨备/其他	5	5	6	7	6	4	4	4
企业价值总额	16,495	13,501	10,767	16,174	15,715	15,019	14,098	12,966
非核心资产	(163)	(177)	(420)	(420)	(420)	(420)	(420)	(420)
核心企业价值	16,332	13,324	10,347	15,754	15,295	14,600	13,678	12,546
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	38.4	2.7	3.0	21.0	15.2	16.2	15.1	14.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	135.8	-26.9	30.0	62.5	38.8	38.4	30.3	30.5
息税前利润(UBS)	NM	-37.9	48.6	69.7	47.5	43.6	35.0	33.4
每股收益(UBS 稀释后)	61.7	-29.3	45.5	24.4	39.4	37.7	31.2	29.0
每股股息净值	81.8	-41.2	55.0	12.7	37.7	31.2	29.0	17.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	NM	NM	62.3	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	10.8	7.7	9.7	13.0	15.6	18.6	21.1	23.9
息税前利润率	8.1	4.9	7.1	9.9	12.7	15.7	18.4	21.4
净利 (UBS) 率	13.0	9.0	12.6	12.9	15.6	18.5	21.1	23.7
ROIC (EBIT)	18.8	8.8	11.8	18.6	26.1	37.2	49.3	62.8
税后投资资本回报率	17.1	7.8	10.4	16.8	23.5	33.5	44.4	56.6
净股东权益回报率(UBS)	19.5	12.7	17.7	19.7	23.4	27.3	29.7	31.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.6)	(1.3)	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.5)	(1.8)	(2.0)
净债务/总权益 %	(23.5)	(13.1)	(5.6)	(14.4)	(25.0)	(37.3)	(46.4)	(54.4)
净债务/（净债务 + 总权益） %	(30.7)	(15.0)	(5.9)	(16.8)	(33.3)	(59.6)	(86.6)	NM
净债务/企业价值	(4.4)	(3.1)	(1.8)	(3.6)	(7.4)	(13.8)	(22.3)	(34.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	164.3	155.3	148.4	161.4	164.4
资本支出/营业收入(%)	6.9	8.6	8.7	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0
息税前利润/净利息	10.5	3.7	3.9	6.7	10.6	25.0	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.6	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.4
股息支付率 (UBS) %	60.8	50.5	53.8	48.8	48.2	45.9	45.2	41.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	4,122	4,235	4,363	5,281	6,083	7,068	8,136	9,343
总计	4,122	4,235	4,363	5,281	6,083	7,068	8,136	9,343
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	334	208	308	523	772	1,109	1,497	1,996
总计	334	208	308	523	772	1,109	1,497	1,996

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	+49.3%
预测股息收益率	2.0%
预测股票回报率	+51.3%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+41.9%

风险声明

P2P 业务开展进度低于预期的风险；
监管风险

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

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。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
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 2014 年 03 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。当此类例外适用时，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

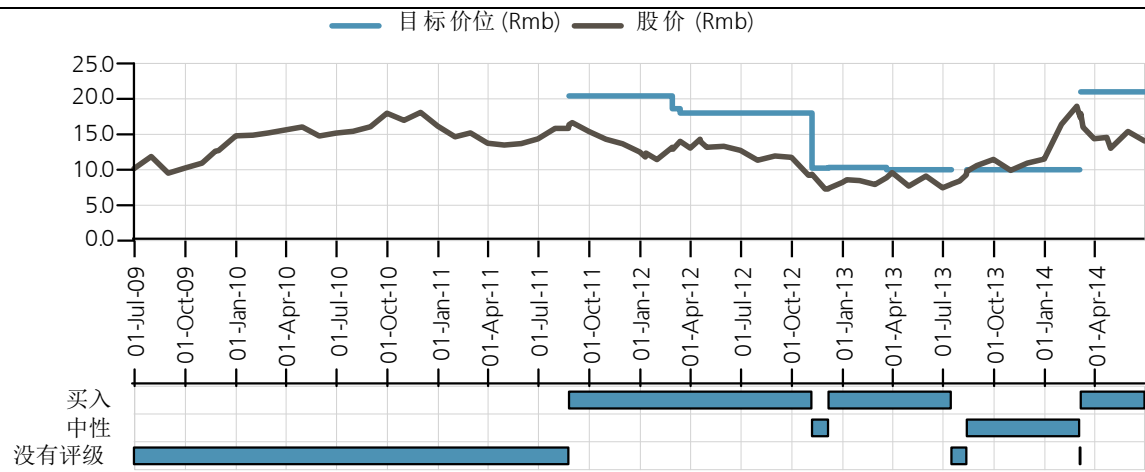
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
用友软件	600588.SS	买入	不适用	Rmb14.07	2014 年 06 月 30 日

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)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 6 月 30 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。

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 (spółka 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）监管的特牌投资推介商。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 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。**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 [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. 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：** 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。**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：** 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主体或元素。© 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。

