

## 西南证券

### 各项业务全面增长，上调盈利预测和目标价

#### 各项业务全面增长，业务结构显著优化

公司 1-3Q 营收 25.8 亿元、同比+107%，净利润 8.91 亿元、同比+76%。在经纪收入同比+14%下，经纪收入占比由 33%降至 18%，显示公司业务结构快速优化且各项业务全面增长。公司投行、投资、利息和资管收入分别同比增长 357%、142%、122%和 68%。

#### 打造全业务链，未来业绩增长引擎较多

公司管理层锐意进取，一方面在发挥投行、债券自营业务优势；另一方面积极做大资产负债表，完成定增、发行次级债后，目前正积极推进短融和公司债发行。我们认为充裕资金驱动公司资本中介业务规模高速增长，也为全产业链建设提供支持。3Q 公司完成设立小贷公司、电子商务公司，并积极推进收购敦沛金融。

#### 大股东转让股份，或开启混合所有制改革、治理结构有望提升

公司公告第一大股东转让部分股份，我们认为这可能预示着公司混合所有制改革的正式启动。西南或成为上市券商中第一家正式启动混合所有制改革的券商。我们期待公司通过引入战略投资者，完善公司治理结构、提高公司决策机制的效率，加快机制和机构改革。同时，我们期待新的股东有望带公司新的资源，例如资金、项目、人才等，成为公司增长新的引擎。

#### 估值：大幅上调盈利预测，上调目标价至 14.35 元，维持“买入”评级

考虑到市场持续回暖且公司未来业绩增长引擎较多，我们将公司 2014-16 年 EPS 由 0.32/0.39/0.44 元上调至 0.41/0.56/0.67 元。我们将估值滚动至 2015 年，基于分部估值法将目标价由 11.67 元上调至 14.35 元，上调幅度 23%，对应 2015-16EP/E 分别 25.6/21.4x，对应 2015E P/B 2.29x，维持“买入”评级。

### Equities

中国

多样化金融服务

12 个月评级 **买入**  
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb14.35**  
之前: **Rmb11.67**

股价 **Rmb10.54**

路透代码: 600369.SS 彭博代码 600369 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb10.67-8.15

市值 Rmb29.8 十亿/US\$4.86 十亿

已发行股本 2,823 百万 (ORDA)

流通股比例 32%

日均成交量(千股) 18,782

日均成交额(Rmb 百万) Rmb185.7

普通股股东权益 (12/14E) Rmb16.2 十亿

市净率 (12/14E) 1.8x

一级资本充足率 -

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.32	0.41	27.92	0.37
12/15E	0.39	0.56	43.37	0.45
12/16E	0.44	0.67	51.08	0.53

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	1,040	1,268	1,964	3,331	4,113	4,837	5,496	6,166
税前利润	268	269	563	1,481	2,012	2,432	2,833	3,285
净利润 (本地 GAAP)	263	342	630	1,170	1,581	1,897	2,197	2,533
净利润 (UBS)	263	342	630	1,170	1,581	1,897	2,197	2,533
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.11	0.15	0.27	0.41	0.56	0.67	0.78	0.90
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)	2.5	3.4	5.9	8.7	9.3	10.2	10.8	11.3
股价/拨备前营业利润(稀释后)	NM	52.4	25.7	18.0	14.0	11.7	10.1	8.8
市净率	2.6	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
市净率(UBS)	2.6	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	98.9	64.2	33.8	25.4	18.8	15.7	13.5	11.7
净股息收益率(%)	4.9	1.1	1.1	1.2	1.6	1.9	2.3	2.7

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 10 月 27 日 19 时 26 分的股价(Rmb10.54)得出;

# 投资主题

## 西南证券

### 投资理由

西南证券注册地重庆、国资背景，区域特征较为显著。公司借壳上市以来，两次定向增发均为公司大股东 100% 认购，彰显股东信心。西南证券经纪业务率先达到低点，投行业务实力较强，尤其并购业务实力远超同类公司。公司投资业务加强量化投资、套期保值等创新型自营投入，未来投资收益有望实现稳定增长。公司创新业务布局全面，2014 年 2 月完成定向增发，资本实力进一步充实。充裕资金支持有望驱动公司资本中介业务、创新型自营、另类投资等业务快速发展，业绩持续高增长可期。

### 乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,829 亿元/3,125 亿元/3,333 亿元以及综合投资收益率分别为 10%/10%/10% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.45 元/0.62 元/0.71 元，每股估值为 16.57 元。

### 悲观情景

假设股市持续低迷，在 2014-16 年日均交易额分别为 1,705 亿元/1,791 亿元/1,882 亿元以及综合投资收益率分别为 3%/3%/3% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.28 元/0.36 元/0.42 元，每股估值为 9.79 元。

### 近期催化剂

2014 年中国并购管制开始放松且展开国有企业改革和混合所有制探索，西南证券并购业务表现突出，下半年公司投行有望受益于并购业务增长，业绩贡献超预期，成为正面催化剂；  
作为唯一注册在重庆且拥有重庆国资背景的证券公司，西南证券下半年有望受益重庆国有企业改革；  
随着经纪业务竞争加剧，下半年佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，成为公司股价的负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb14.35

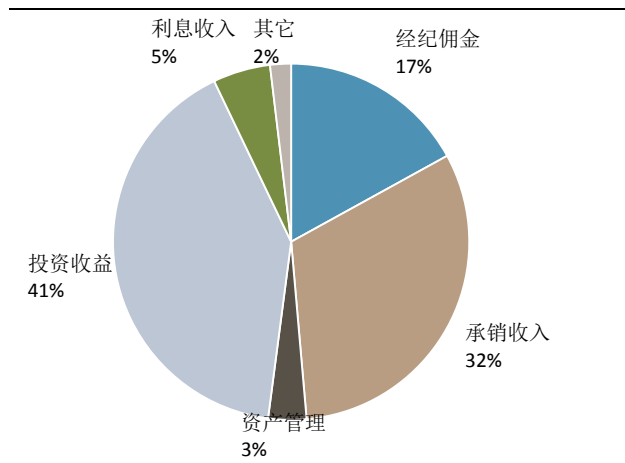
### 公司简介

西南证券是唯一一家注册地在重庆的综合性证券公司，也是重庆唯一一家 A 股上市金融机构。公司经营范围包括：证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、代销金融产品。

### 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。

### 西南证券收入结构 (2014.1H)



来源：公司数据

### 西南证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	12.7	19.6	33.3	41.1	48.4
营业支出	8.8	12.0	17.6	19.9	22.9
营业利润	3.8	7.7	15.7	21.2	25.4
所得税	0.4	0.7	4.0	5.3	6.4
净利润	3.4	6.4	11.8	15.9	19.1
归属母公司净利润	3.4	6.3	11.7	15.8	19.0

来源：公司数据，瑞银证券估算

# 目录

<b>各项业务全面增长，业务结构显著优化</b> .....	<b>4</b>
公司前三季度净利润同比增长 76% .....	4
业绩大幅增长主要由自营、投行和资本中介业务驱动 .....	4
业务结构快速优化，各项业务全面增长 .....	5
<b>打造全产业链，未来业绩增长引擎较多</b> .....	<b>6</b>
积极股债融资、资产扩张速度超预期 .....	6
打造全产业链，未来业绩增长引擎较多 .....	6
<b>或成为业内首家正式启动混合所有制改革上市券商</b> .....	<b>7</b>
<b>盈利预测调整概要</b> .....	<b>7</b>
大幅上调盈利预测，高出市场一致预期 13%/26%/27% .....	7
从公司月度季度财务数据看，我们的盈利预测有支撑 .....	9
估值：滚动至 2015 年，上调目标价至 14.35 元，维持“买入”评级 .....	9

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

# 各项业务全面增长，业务结构显著优化

## 公司前三季度净利润同比增长 76%

公司前三季度营业收入 25.8 亿元、同比+107%，净利润 8.91 亿元、同比+76%，达到我们原全年盈利预测 9.15 亿元的 97%。公司 1-3QROE 6.17%、同比升 1.43 个点，盈利能力显著提升。

图表 1: 西南证券主要指标(百万元)

	2014.1-3Q	2013.1-3Q	同比	2014.3Q	2014.2Q	环比
营业收入	2,582	1,246	107%	1,075	719	50%
经纪净佣金	464	408	14%	208	117	79%
投行收入	711	155	357%	234	121	94%
投资收益	956	395	142%	386	306	26%
资管收入	68	40	68%	16	33	-52%
利息净收入	263	119	122%	184	87	112%
管理费用	1,092	582	88%	476	243	96%
净利润	891	505	76%	349	270	29%
其他综合收益	337	17	1940%	160	184	-13%
管理费用率	42%	47%	-4%	44%	34%	10%
净利润率	35%	41%	-6%	29%	38%	-9%

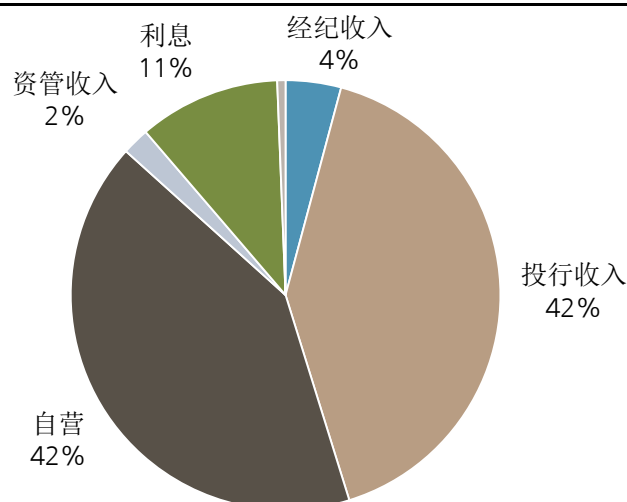
来源: 公司公告

## 业绩大幅增长主要由自营、投行和资本中介业务驱动

2014 年前三季度公司营业收入同比增长 107%，主要由自营、投行和资本中介业务驱动。

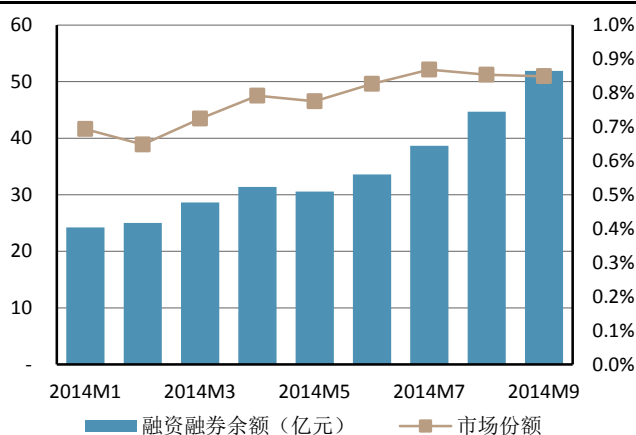
- **自营业务为公司业绩增长的最大驱动因素。** 受益于股市、债市表现优异，前三季度公司投资收益（包括公允价值变动）实现 9.56 亿元，同比增加 5.61 亿元（增幅 142%），为公司业绩增长的最大驱动因素。
- **投行业务为公司业绩增长的第二大驱动因素。** 前三季度公司投行收入实现 7.11 亿元，同比增加 5.55 亿元（增幅 357%），为公司业绩增长的第二大驱动因素。根据 wind 数据，前三季度公司股票承销募资 21.01 亿元，同比增加 870%，其中 IPO 项目 2 个，募资 12.07 亿元，再融资募资 191.63 亿元，同比增加 812%。债券承销募资 401.53 亿元，同比增长 288.6%。此外，考虑到公司投行并购业务实力较强（中报显示有 5 个独立财务顾问项目已经证监会审核通过正在实施），我们认为并购业务也是公司投行收入大幅增长的重要原因。
- **资本中介业务为公司业绩增长的第三大驱动因素。** 前三季度公司利息净收入实现 2.63 亿元，同比增加 1.44 亿元（增幅 122%），为公司业绩增长的第三大驱动因素。公司利息收入增加主要源自融资融券和股权质押业务增长。截止 3 季度末公司，融资融券余额 51.90 亿元，较上年末增长 133%；接受质押股票市值 124.66 亿元，较上年末增长 400%。西南融资融券和股权质押业务增速均快于行业平均。

图表 2: 西南证券营业收入同比增长归隐分析



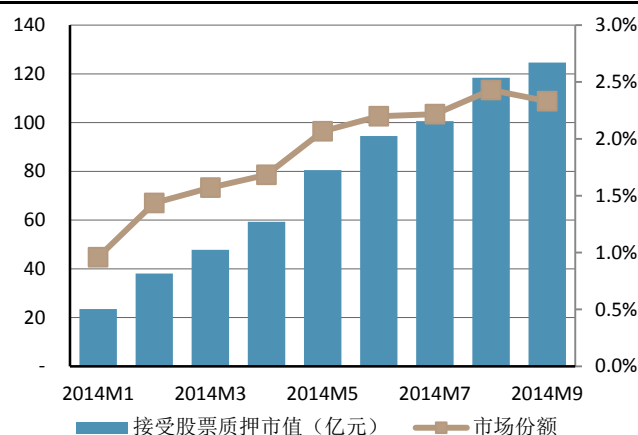
来源: 公司公告

图表 3: 2014 年以来西南融资融券业务规模快速增长



来源: WIND

图表 4: 2014 年以来西南股权质押业务规模快速增长



来源: WIND

## 业务结构快速优化, 各项业务全面增长

从收入结构看, 公司各项业务全面增长。公司前三季度经纪、投行、自营、资管、利息、其他收入占比分别为 18%/28%/37%/3%/10%/5%, 上年同期为 33%/12%/32%/3%/10%/10%。公司经纪收入占比 2014 年 1 季度、上半年、前三季度分别为 18%、17%和 18%, 对传统经纪业务依赖度继续保持低位。在经纪收入同比+14%下, 公司经纪收入占比由 33%降至 18%, 显示公司业务结构快速优化且各项业务全面增长。公司投行、投资、利息和资管收入分别同比增长 357%、142%、122%和 68%。

成本控制卓有成效, 但计提大额减值影响利润增速。前三季度公司净利润同比增长 76%, 增幅小于营业收入增幅, 主要原因在于公司计提了 1.39 亿元减值准备 (上年无)。前三季度公司管理费用共 10.92 亿元, 同比增长 88%, 费用率由上年同期的 47%降至 42%, 成本控制卓有成效。

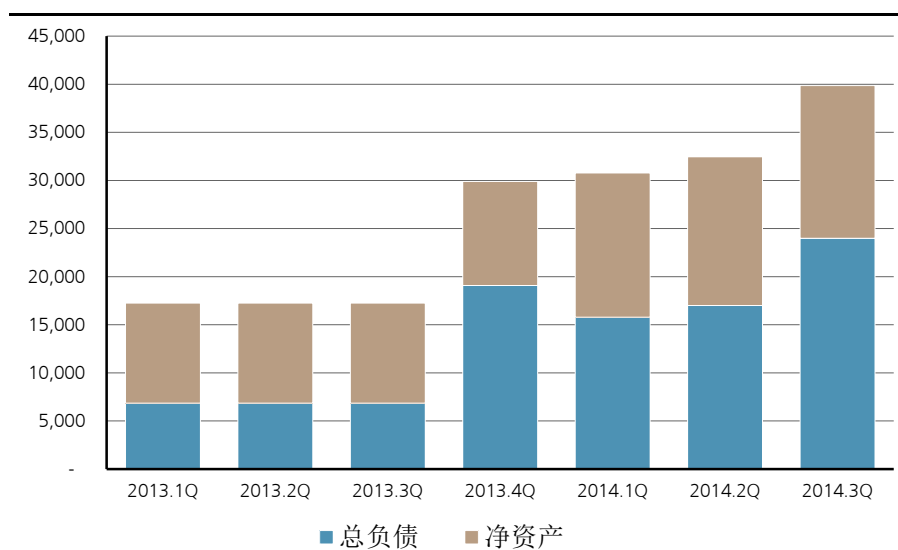
# 打造全产业链，未来业绩增长引擎较多

## 积极股债融资、资产扩张速度超预期

成功发行次级债，短融、公司债发行积极推进中。2014 年以来公司积极做大资产负债表，2 月完成定增 42.5 亿元、10 月成功发行次级债 30 亿元。目前正积极推进发行短期融资券和公司债相关事宜，其中短期融资券发行已取得中国证监会无异议函，等待中国人民银行备案中；公司债已取得中国证监会发行审核委员会审核通过，取得证监会发行批复后即可发行。

积极融资+会计准则变更，公司资产扩张速度超预期。2014 年 3 季度末公司总资产 408 亿元，较上年末增长 36%，其中仅 3 季度一个季度公司资产规模环比增加 25%，资产扩张速度超出我们原先预期。公司资产规模扩张较快，除积极进行股权、债权融资外，另一原因为 3 季度会计准则变更。新会计准则下，重庆西证阳光股权投资基金合伙企业（有限合伙）、重庆西证价值股权投资基金合伙企业（有限合伙）和西南证券双喜汇智 1 号集合资产管理计划，由于公司对其拥有实质控制权，故做为特殊目的主体纳入合并报表范围。

图表 5: 西南证券资产负债快速扩张中（百万元）



来源: 公司公告

## 打造全产业链，未来业绩增长引擎较多

公司管理层锐意进取，一方面充分发挥投行、债券自营业务优势；另一方面积极进行股权、债权融资，做大资产负债表。我们认为充裕资金驱动公司资本中介业务高增长，也为全产业链建设提供支持。三季度公司综合投融资平台建设不断完善，具体表现为：

- **收购敦沛金融有序推进中。**2014 年 7 月 11 日，公司董事会同意公司全资子公司西证国际收购香港上市券商敦沛金融。目前，本次收购行为已获得重庆市国有资产监督管理委员会批复同意以及敦沛金融股东大会通过，后续尚需取得国内及香港监管机构的同意或批准。
- **涉足贷款业务，设立小额贷款公司。**2014 年 8 月 18 日，公司全资子公司西证创新及西证国际共同发起设立重庆西证小额贷款有限公司。重庆西证

小贷公司注册资本 3,000 万美元，经营范围包括在重庆市主城九区办理各项贷款、票据贴现、资产转让。

- **涉足互联网，设立电子商务公司。**2014 年 8 月 27 日，公司全资子公司西证股权投资公司全资发起设立重庆西证电子商务有限责任公司。重庆西证电子商务公司注册资本 1,000 万元，经营范围为利用互联网从事：商务信息咨询；经济信息咨询；计算机软件的技术开发；会议及展览服务；计算机系统服务。
- **期货子公司综合实力显著提升。**2014 年 9 月，公司全资子公司西南期货在证监会 2014 年期货公司分类评价中获 B 类 B 级评级，较上年 C 类 C 级提升了三个等级。监管评级大幅提升显示公司期货子公司在财务管理、风险控制等方面的综合实力显著提升。

## 或成为业内首家正式启动混合所有制改革上市券商

**大股东转让股份，或开启混合所有制改革，治理结构提升有望成为公司增长新的引擎。**2014 年 9 月 28 日，公司控股股东重庆渝富函告正在筹划转让部分公司股份。我们认为，公司公告第一大股东转让部分股份，可能预示着公司混合所有制改革的正式启动。西南证券有望成为上市券商中第一家正式启动混合所有制改革券商。我们期待公司通过引入战略投资者，完善公司治理结构、提高公司决策机制的效率，加强机制和机构改革。同时，我们期待新的股东有望带给公司新的资源，例如资金、项目、人才等，成为公司增长新的引擎。

## 盈利预测调整概要

### 大幅上调盈利预测，高出市场一致预期 13%/26%/27%

- 考虑到 2014 年 7 月以来市场持续回暖，经纪日均股基成交额超出我们原先预期，我们将 2014-16 年日均股基成交额假设由 2,155/2,305/2,464 亿元上调至 2,450/2,620/2,804 亿元。
- 考虑到公司融资融券与股权质押业务增速超出我们原先预期，我们将 2014-16 年融资融券余额假设由 41.6/61.4/80.0 亿元上调至 65.5/92.7/111.5 亿元；我们将 2014-16 年股权质押业务规模假设由 27.1/55.9/77.0 亿元上调至 60.0/77.4/100.6 亿元。

考虑到市场持续回暖且公司未来业绩增长引擎较多，我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.32/0.39/0.44 元上调至 0.41/0.56/0.67 元，上调幅度达到 30%、44%和 53%，我们新的盈利预测分别高出 WIND 市场一致预期 13%、26%和 27%。

图表 6: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
<b>净利润 (百万元)</b>			
调整后	1,170	1,581	1,897
调整前	915	1,103	1,256
调整%	28%	43%	51%
<b>营业收入 (百万元)</b>			
调整后	3,331	4,113	4,837
调整前	2,476	2,837	3,214
调整%	35%	45%	50%
<b>日均股基成交额 (亿元)</b>			
调整后	2,450	2,620	2,804
调整前	2,155	2,305	2,464
调整%	14%	14%	14%
<b>融资融券余额 (亿元)</b>			
调整后	65.5	92.7	111.5
调整前	41.6	61.4	80.0
调整%	57%	51%	39%
<b>股权质押业务规模 (亿元)</b>			
调整后	60.0	77.4	100.6
调整前	27.1	55.9	77.0
调整%	121%	38%	31%

来源: 瑞银证券估算

图表 7: 瑞银预测与市场一致预期 (百万元)

年	项目	一致预期	瑞银预测	差异
2014E	营业收入	3,006	3,331	11%
	净利润	1,032	1,170	13%
	EPS (元)	0.37	0.41	13%
2015E	营业收入	3,626	4,113	13%
	净利润	1,256	1,581	26%
	EPS (元)	0.45	0.56	26%
2016E	营业收入	3,933	4,837	23%
	净利润	1,493	1,897	27%
	EPS (元)	0.53	0.67	27%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期截至 2014 年 10 月 24 日



## 从公司月度季度财务数据看，我们的盈利预测有支撑

根据公司三季报，公司 1-3Q 营业收入 25.8 亿元，净利润 8.91 亿元。前 3 季度净利润达到我们原全年盈利预测 9.15 亿元的 97%。从公司月度财务数据看，公司月均净利润为 1.10 亿元。考虑到 10 月以来市场依然较好（经纪、自营和融资融券表现不错），我们预期四季度公司业绩也应不错。我们认为我们新的盈利预测——2014 年净利润 11.70 亿元有支撑。

图表 8: 西南证券月度/季度财务数据（百万元）

	母公司营业收入			母公司净利润			合并净利润		
	2013	2014	同比	2013	2014	同比	2013	2014	同比
1月	205	202	-2%	83	106	28%			
2月	144	241	67%	59	118	101%			
3月	58	326	464%	(10)	48	-592%	133	272	104%
4月	94	173	84%	34	68	102%			
5月	280	233	-17%	165	139	-15%			
6月	(27)	288	-1183%	(34)	103	-407%	171	270	58%
7月	115	223	93%	39	70	82%			
8月	131	361	176%	48	141	193%			
9月	215	461	115%	113	194	73%	201	349	73%
10月	49			10					
11月	83			15					
12月	367			(41)					
1-9月累计	1,215	2,509	106%	496	988	99%	505	891	76%

来源: 公司公告

## 估值：滚动至 2015 年，上调目标价至 14.35 元，维持“买入”评级

基于分部估值法，我们将估值滚动至 2015 年，将目标价由 11.67 元上调至 14.35 元，上调幅度 23%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 25.6、21.4x，对应 2015E P/B 2.30x，低于同类公司 2.33x P/B（基于 2014 年 10 月 24 日收盘价）的平均估值，维持“买入”评级。调整主要包括：

- **传统业务：**受上调日均股基交易额假设影响，我们对公司 2014-15 年经纪收入预测大幅增加；同时考虑到未来竞争将日益加剧，下调 2015 年传统业务营业利润率。估值倍数不变下，估值滚动至 2015 年，我们预测公司传统业务价值由 61 亿元提升至 73 亿元。
- **资本中介业务：**我们上调公司融资融券、股权质押业务假设，同时考虑债务成本提升，预计公司资本中介业务业绩贡献将增加。但考虑到公司资本中介业务已成规模，2015 年业务增速很可能低于 2014 年，我们给予 2015 年资本中介业务相对较低的 P/E 倍数（由 60x 降至 45x）。估值滚动至 2015 年，我们预测公司资本中介业务价值由 179 亿元提升至 186 亿元。
- **资本投资业务：**考虑到公司资产负债表扩张速度超预期，公司 2014-15 年自营规模有望大幅超出我们原先预期；2014 年前 3 季度，投资业务是公

司业绩大幅增长最大的驱动因素，显示公司投资能力较强，尤其债券投资实力较强。我们上调公司 2014-15 年投资收益。估值倍数不变下，估值滚动至 2015 年，我们预测公司资本投资业务价值由 19 亿元提升至 55 亿元。

- **各子公司：**考虑到公司另类投资子公司——西证创新盈利能力较强，我们给予了西证创新更高的估值。估值滚动至 2015 年，其他子公司价值也有不同幅度的提升。我们预测公司子公司总价值由 71 亿元提升至 91 亿元。

图表 9: 西南证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2014E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
<b>传统业务</b>				
净收入	13	18	31%	上调日均股基交易额假设，经纪收入增加
净利润	5	6	20%	考虑竞争加剧，传统业务利润率略有下调
P/E 倍数	13	13	0%	
业务价值	61	73	20%	
<b>资本中介业务</b>				
净收入	4	8	94%	上调公司融资融券、股权质押业务假设，公司资本中介业务收入增加
净利润	3	4	39%	
P/E 倍数	60	45	-25%	考虑到 2015 年资本中介业务增速可能低于 2014 年，我们在不同的业务增速下给予不同的 P/E 倍数
业务价值	179	186	4%	
<b>资本投资业务</b>				
净投资收益	5	11	111%	公司资产负债表扩张速度超预期，公司 2014-15 年自营规模有望大幅超出我们原先预期；2014 年前 3 季度，投资业务是公司业绩大幅增长最大的驱动因素，显示公司投资能力较强，尤其债券投资实力较强。基于上述两方面因素，大幅上调投资收益。
净利润	2	6	196%	
P/E 倍数	10	10	0%	
业务价值	19	55	196%	
<b>子公司</b>				
银华基金	27	30	11%	
西证股权	20	20	2%	
西证创新	15	29	88%	
西南期货	7	7	2%	
西证国际	0.32	0.34	5%	
股权交易中心	2	4	145%	
子公司价值小计	71	91	27%	
合理市值	329	405	23%	
每股价值 (元)	11.67	14.35	23%	

来源: 瑞银证券估算

## 西南证券 (600369.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	270	199	127	271	114.3	414	52.7	506	644	746
非利息收入总额	770	1,069	1,838	3,060	66.5	3,699	20.9	4,331	4,852	5,420
<b>总盈利</b>	<b>1,040</b>	<b>1,268</b>	<b>1,964</b>	<b>3,331</b>	<b>69.6</b>	<b>4,113</b>	<b>23.5</b>	<b>4,837</b>	<b>5,496</b>	<b>6,166</b>
现金支出总额	(887)	(815)	(1,102)	(1,645)	-49.3	(1,957)	-19.0	(2,259)	(2,517)	(2,735)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>154</b>	<b>452</b>	<b>862</b>	<b>1,686</b>	<b>95.6</b>	<b>2,156</b>	<b>27.8</b>	<b>2,578</b>	<b>2,979</b>	<b>3,431</b>
折旧和摊销(除商誉)	(36)	(33)	(34)	(35)	-0.5	(34)	1.4	(34)	(34)	(34)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>118</b>	<b>419</b>	<b>828</b>	<b>1,652</b>	<b>99.5</b>	<b>2,122</b>	<b>28.4</b>	<b>2,544</b>	<b>2,945</b>	<b>3,397</b>
总拨备	107	(22)	(14)	(79)	NM	0	-	0	0	0
<b>拨备后营业利润</b>	<b>225</b>	<b>398</b>	<b>814</b>	<b>1,573</b>	<b>93.1</b>	<b>2,122</b>	<b>34.9</b>	<b>2,544</b>	<b>2,945</b>	<b>3,397</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	44	(128)	(251)	(92)	63.3	(110)	-19.1	(111)	(112)	(112)
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润 (UBS)</b>	<b>268</b>	<b>269</b>	<b>563</b>	<b>1,481</b>	<b>162.9</b>	<b>2,012</b>	<b>35.9</b>	<b>2,432</b>	<b>2,833</b>	<b>3,285</b>
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>268</b>	<b>269</b>	<b>563</b>	<b>1,481</b>	<b>162.9</b>	<b>2,012</b>	<b>35.9</b>	<b>2,432</b>	<b>2,833</b>	<b>3,285</b>
税项	(73)	(43)	(73)	(395)	NM	(530)	-34.2	(636)	(736)	(849)
<b>税后利润</b>	<b>196</b>	<b>227</b>	<b>490</b>	<b>1,086</b>	<b>121.3</b>	<b>1,482</b>	<b>36.5</b>	<b>1,796</b>	<b>2,096</b>	<b>2,435</b>
股息(优先)	67	116	146	93	-36.2	110	17.9	111	112	112
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	0	0	(6)	(8)	-35.2	(10)	-20.0	(11)	(12)	(14)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>630</b>	<b>1,170</b>	<b>85.7</b>	<b>1,581</b>	<b>35.1</b>	<b>1,897</b>	<b>2,197</b>	<b>2,533</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>630</b>	<b>1,170</b>	<b>85.7</b>	<b>1,581</b>	<b>35.1</b>	<b>1,897</b>	<b>2,197</b>	<b>2,533</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>630</b>	<b>1,170</b>	<b>85.7</b>	<b>1,581</b>	<b>35.1</b>	<b>1,897</b>	<b>2,197</b>	<b>2,533</b>
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.11	0.15	0.27	0.41	52.8	0.56	35.1	0.67	0.78	0.90
每股收益(UBS 稀释后)	0.11	0.15	0.27	0.41	52.8	0.56	35.1	0.67	0.78	0.90
拨备前营业利润(稀释后)	0.05	0.18	0.36	0.59	64.2	0.75	28.4	0.90	1.04	1.20
每股股息净值	0.55	0.10	0.10	0.13	30.0	0.17	30.8	0.20	0.24	0.28
每股账面价值	4.26	4.48	4.66	5.73	23.1	6.25	9.1	6.86	7.56	8.36
每股账面价值(UBS)	4.26	4.48	4.66	5.73	23.1	6.25	9.1	6.86	7.56	8.36
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
银行资产(年底)	17,768	17,257	29,998	42,537	41.8	55,313	30.0	63,624	72,411	80,572
银行资产(平均)	20,273	17,512	23,627	36,267	53.5	48,925	34.9	59,468	68,017	76,492
总资产(年底)	17,768	17,257	29,998	42,537	41.8	55,313	30.0	63,624	72,411	80,572
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	0	0	1,487	3,900	162.4	5,417	38.9	7,044	8,890	10,184
客户贷款(平均)	0	0	743	2,693	262.4	4,659	73.0	6,231	7,967	9,537
生息资产(平均)	11,357	11,648	22,718	31,415	38.3	41,721	32.8	47,957	54,312	60,484
客户存款	5,536	4,725	4,887	6,232	27.5	7,122	14.3	7,500	8,011	8,623
普通股权益(年底)	9,899	10,405	10,819	16,184	49.6	17,650	9.1	19,365	21,343	23,586
普通股权益(平均)	10,511	10,152	10,612	13,502	27.2	16,917	25.3	18,508	20,354	22,464
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	9,899	10,405	10,924	16,297	49.2	17,772	9.1	19,499	21,488	23,738
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	10,511	10,152	10,664	13,610	27.6	17,035	25.2	18,636	20,494	22,613
有形资产净值	9,899	10,405	10,924	16,297	49.2	17,772	9.1	19,499	21,488	23,738
<b>Balance sheet structure (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
贷款/银行资产(年底)	0.0	0.0	5.0	9.2	85.0	9.8	6.8	11.1	12.3	12.6
存款/银行资产(年底)	31.2	27.4	16.3	14.7	-10.1	12.9	-12.1	11.8	11.1	10.7
存贷比	0.0	0.0	30.4	62.6	105.7	76.1	21.6	93.9	111.0	118.1
股东资金总额/银行资产(年底)	55.7	60.3	36.4	38.3	5.2	32.1	-16.1	30.6	29.7	29.5

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。

## 西南证券 (600369.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
一级资本	0	0	0	0	0	0	0	0
总资本	0	0	0	0	0	0	0	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	9,899	10,405	10,819	16,184	17,650	19,365	21,343	23,586
权益对资产比率%	55.7	60.3	36.1	38.0	31.9	30.4	29.5	29.3
有形权益对有形资产比率%	55.7	60.3	36.1	38.0	31.9	30.4	29.5	29.3
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
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	100.0	100.0	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	-
拨备: 平均贷款余额	-	-	0.0	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
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	1.33	1.14	0.54	0.75	0.85	0.85	0.95	0.98
拨备与营业利润率	(90.9)	5.2	1.6	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	2.5	3.4	5.9	8.7	9.3	10.2	10.8	11.3
经调整的资产收益率	2.5	3.4	5.9	8.7	9.3	10.2	10.8	11.3
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	0.97	1.29	2.08	2.99	3.03	3.02	3.08	3.18
<b>生产率</b>								
成本收入比	88.7	66.9	57.8	50.4	48.4	47.4	46.4	44.9
成本与平均资产比率	4.55	4.85	4.81	4.63	4.07	3.86	3.75	3.62
薪酬费用比	83.6	55.4	46.8	27.1	22.7	20.5	17.6	15.8
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	-46.3	21.9	54.9	69.6	23.5	17.6	13.6	12.2
拨备前营业利润	-88.8	256.3	97.5	99.5	28.4	19.9	15.8	15.3
净利润(UBS)	-67.4	30.4	84.1	85.7	35.1	19.9	15.8	15.3
每股股息净值	-	-81.8	0.0	30.0	30.8	17.6	20.0	16.7
总资产(年底)	-22.0	-2.9	73.8	41.8	30.0	15.0	13.8	11.3
客户贷款	-	-	-	162.4	38.9	30.0	26.2	14.6
客户存款	-49.5	-14.6	3.4	27.5	14.3	5.3	6.8	7.6
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	25.0	17.3	10.8	8.9	7.2	6.2	5.4	4.8
市值/存款	4.7	4.6	4.4	4.8	4.2	4.0	3.7	3.5
股价/拨备前营业利润(稀释后)	NM	52.4	25.7	18.0	14.0	11.7	10.1	8.8
市盈率(本地 GAAP, 基本)	98.9	64.2	33.8	25.4	18.8	15.7	13.5	11.7
市盈率(UBS, 稀释后)	98.9	64.2	33.8	25.4	18.8	15.7	13.5	11.7
净股息收益率(%)	4.9	1.1	1.1	1.2	1.6	1.9	2.3	2.7
市净率	2.6	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
市净率(UBS)	2.6	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

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	+36.1%
预测股息收益率	1.3%
预测股票回报率	+37.4%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+28.1%

---

## 风险声明

我们认为，公司股价下行的风险主要包括：市场波动、政策推进不达预期、传统业务下滑等。中国证券行业同质化严重，尤其区域型证券公司大多面临一定的传统业务下滑风险。西南投行实力较强，尤其并购业务居行业前列，但如未来竞争加剧，公司投行收入增速可能受到一定影响。此外，公司另类投资业务业绩贡献较大，但具有较强的不确定性。

## 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](http://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 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
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 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 09 月 30 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

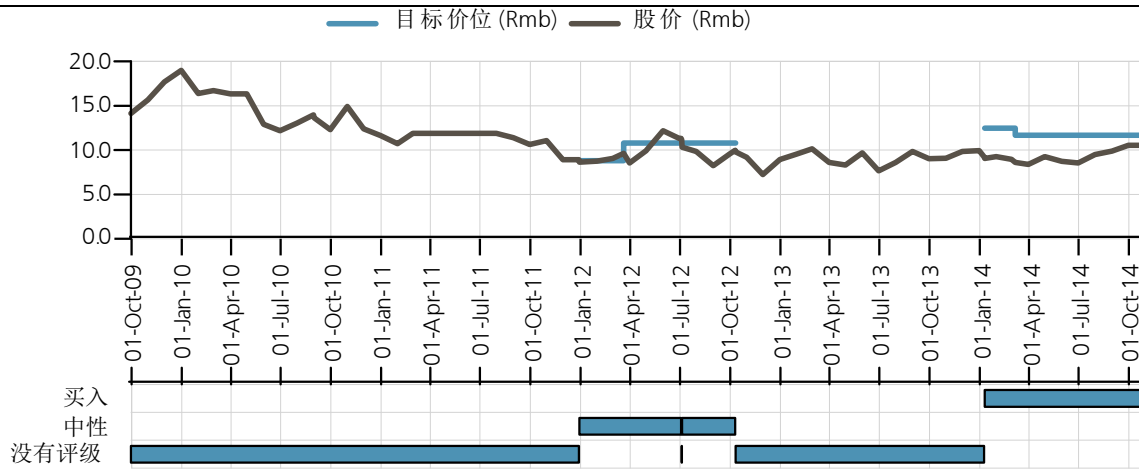
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
西南证券	600369.SS	买入	不适用	Rmb10.54	2014 年 10 月 24 日

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。

### 西南证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 24 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。

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 ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial 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。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 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之有联系或可能与之有联系（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. 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。UBS Securities Australia Limited 金融服务的网址为：www.ubs.com/ecs-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。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，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。

