

# Key Call: 用友软件 友金所平台发展迅速，互联网金融加速布局

## 用友友金所成交额增长迅速

10月9日，用友与力合金控、用友创新中心和合力成邦投资管理中心共同发起设立的P2P平台“友金所”正式上线。截止2014年11月6日，友金所累积成交额已达2000万元，发展十分迅速。

## P2P行业发展空间大，公司介入时机有利，竞争优势显著

作为互联网行业中的新兴产业，国内P2P市场在过去5年呈现高速增长。据艾瑞咨询统计，P2P贷款交易规模从2009年的1.5亿元扩大至13年底的680亿元，年复合增长率高达360%。友金所是最早一批由上市公司发起设立的P2P平台，有望借助先发优势获得宝贵的P2P牌照，享受先行的制度红利。此外，我们认为用友软件还在以下方面拥有竞争优势：（1）品牌优势；（2）贷款客户优势；（3）合作伙伴实力强大，管理团队优秀。

## 加速战略布局互联网金融业务

我们认为，发起设立P2P平台友金所、孙公司畅捷支付获得第三方支付牌照是用友集团今年在互联网金融领域的两大战略布局。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。我们预计公司将进一步拓展其他金融业务条线，完善产业布局；平台变现有望提速。

## 估值：重申“买入”评级，目标价22.3元

我们认为用友作为企业互联网时代的平台型企业，正在从软件企业向互联网企业转型。其依托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，通过互联网金融业务变现，有望为公司带来新的盈利增长点。我们略上调公司2014-16年EPS预测至0.58/0.75/1.06元（原为0.57/0.74/1.06元），我们同时上调公司16年之后的长期盈利增速预测。根据瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC8.2%）得出目标价22.3元（原20.40元），对应2015年30倍PE。

## Equities

中国

软件业

12个月评级

买入

保持不变

12个月目标价

Rmb22.30

之前: Rmb20.40

股价

Rmb19.14

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	Rmb20.40-9.85			
市值	Rmb22.3十亿/US\$3.65十亿			
已发行股本	1,165百万 (ORDA)			
流通股比例	42%			
日均成交量(千股)	28,419			
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb480.2			
普通股股东权益(12/14E)	Rmb3.74十亿			
市净率(12/14E)	6.0x			
净债务 / EBITDA	NM			
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>				
从	到			
12/14E	0.57	0.58	1.55	0.54
12/15E	0.74	0.75	1.04	0.68
12/16E	1.06	1.06	-0.81	0.87

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

翁晴晶

分析师

S1460513100004

doris.weng@ubssecurities.com

+86-213-866 8986

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	4,641	5,268	6,116	7,100	7,773
息税前利润(UBS)	334	208	308	531	758	1,111	1,615	1,876
净利润 (UBS)	537	380	548	673	873	1,230	1,696	1,950
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.46	0.32	0.47	0.58	0.75	1.06	1.46	1.67
每股股息 (Rmb)	0.28	0.16	0.25	0.26	0.37	0.51	0.59	0.59
现金 / (净债务)	713	408	185	750	1,335	2,228	3,309	4,630
盈利能力	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	11.5	14.4	18.2	22.7	24.1
ROIC (EBIT) (%)	18.8	8.8	11.8	19.6	27.6	40.2	57.2	64.2
EV/EBITDA(core)x	36.8	41.1	24.6	31.2	22.6	15.6	10.7	8.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	32.2	36.9	20.2	33.1	25.6	18.1	13.1	11.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	3.2	4.2	6.0	7.5	8.6
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	1.4	1.9	2.7	3.1	3.1

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11月06日20时26分的股价(Rmb19.14)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。我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元和 1.06 元，根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC8.2%）得到目标价 22.30 元，给予“买入”评级。

#### 乐观情景

假设 SaaS 用户数和收入增长超我们基准预期，则我们预计公司的 14/15/16 年 EPS 预测将上调为 0.60/0.86/1.22 元，每股估值为 26 元，较我们目标价高 17%。

#### 悲观情景

假设 SaaS 用户数和收入增长低于我们基准预期，则我们估算公司 14-16 年的 EPS 预测将下调为 0.50/0.70/0.99 元，每股估值为 17 元，较我们目标价低 24%。

#### 近期催化剂

国家有望推动国产化相关政策；  
定期披露公司公有云平台的用户数超预期或低于预期；  
有望获得民营银行业务牌照。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb22.30

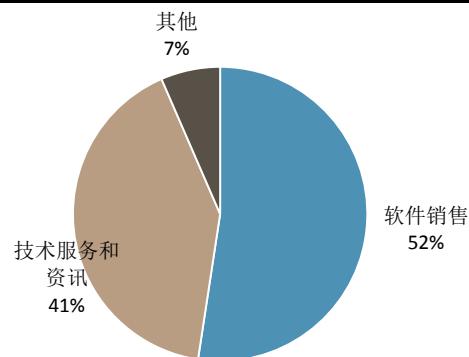
#### 公司简介

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

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将在较长的时间段发挥作用，促使企业增加 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的建设将是未来在管理软件行业立足的根本。

#### 2013 产品收入拆分



来源：公司数据

#### 各产品毛利（百万人民币）

(unit m)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
软件销售	2,179	2,104	2,287	2,559	2,832
软件服务	1,314	502	573	511	548
其它	68	111	97	447	845
合计	<b>3,560</b>	<b>2,717</b>	<b>2,958</b>	<b>3,517</b>	<b>4,226</b>

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

Key Call: 用友软件 2014 年 11 月 7 日

2014/11/07 06:06

UBS 瑞银 2

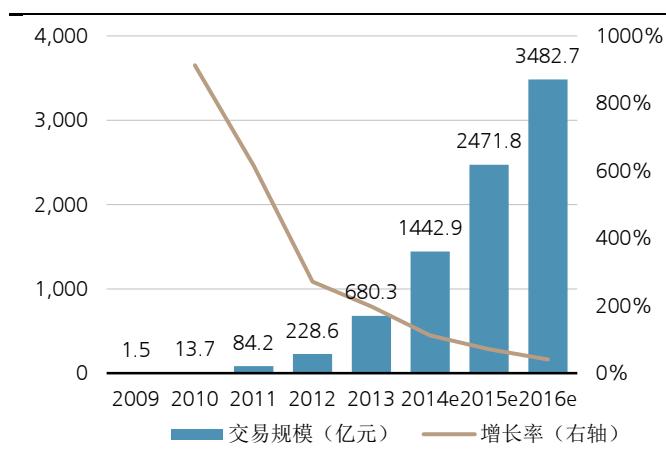
# 快速增长的中国 P2P 行业现状

## 特征一：高速增长期

所谓 P2P (Peer to Peer Lending)，即个人对个人贷款，是一种通过网上平台撮合信贷供求双方的商业模式。2005 年，全球首家 P2P 平台 Zopa 在英国成立。2006 年，美国第一家 P2P 平台 Prosper 成立。2007 年，中国第一家 P2P 平台拍拍贷成立。

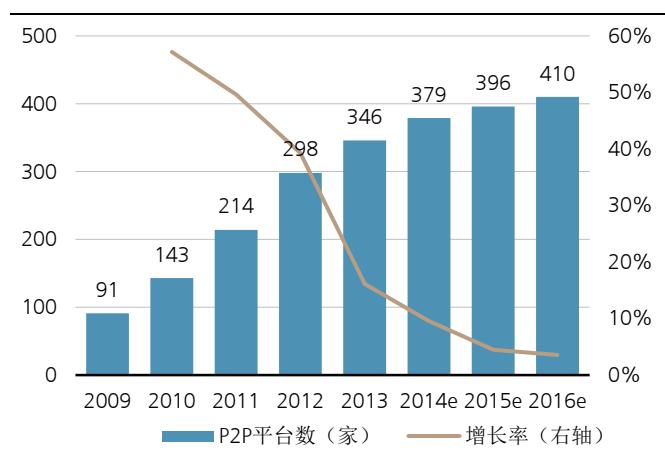
自首个平台成立以来，国内 P2P 行业呈现高速增长。据艾瑞咨询统计，中国 P2P 平台数从 2009 年的 91 家左右大幅增加至 13 年底 346 家；P2P 贷款交易规模从 2009 年的 1.5 亿元扩大至 13 年底 680 亿元，占系统贷款余额的 0.1%。

图表 1: 2009-2016 中国 P2P 贷款交易规模



来源: 艾瑞咨询

图表 2: 2009-2016 中国 P2P 平台数



来源: 艾瑞咨询

我们认为 P2P 行业的高速增长主要源于以下 2 个因素：

### ▪ 小微信贷资源缺失

中国的金融体系以银行为主导。过去利率市场化尚未开启时，银行享受固定的存贷利差，信贷资源长期偏向于信用好、风险小的大型企业。自利率市场化开启以来，尽管在收益和政策的引导下部分银行增大了小微信贷支持，但随着经济下行、相关风险增大，仍有许多小微企业无法获得银行贷款。

2008 年，银监会、央行发布关于小额贷款公司试点的指导意见，鼓励小额贷款公司按照“小额、分散”的原则，面向农户和微型企业提供信贷服务。但由于小贷公司资金来源受到监管限制（从银行业金融机构获得融入资金的余额不得超过资本净额的 50%），其规模扩张面临较大的瓶颈。

### ▪ 投资渠道有限

中国的储蓄率居世界前列，原因之一是金融市场广度十分有限，除了股票、基金、理财和银行存款之外，居民的投资渠道寥寥。

P2P 的兴起为个人提供了新的投资选择，其收益率远高于银行存款，而由于担保的存在，风险也看似被大大降低。随着 P2P 概念不断普及，越来越多个人投资者将资金投入 P2P 平台。

## 特征二：无序发展，平台质量良莠不齐

信贷供给不足+投资需求旺盛带动 P2P 经历了一轮高速增长，同时，由于我国金融大环境尚不成熟，第三方征信体系和监管的缺失使得 P2P 行业一直处于无序发展的模式。

### ▪ 征信系统不完善

目前，我国没有专业的第三方征信系统，央行征信系统仅与银行相连。因此，P2P 平台难以从线上获取借款人的信用数据，而借款人一旦违约，也难以在央行征信系统中反映出来，无法对其还款行为构成约束。

### ▪ 监管空白

国务院于年初决定由银监会牵头承担 P2P 的监管，到目前为止监管细则尚未出台。几年的监管空白使得中国 P2P 行业呈百花齐放的态势，也导致平台质量良莠不齐。据媒体报道，从 2013 年至 2014 年上半年，全国已有 122 家平台出现资金链断裂、欠款、跑路等问题。

根据银监会创新监管部主任王岩岫近期提出的 P2P 行业十大监管原则（见下表），现有的多数平台都面临不合规的问题，在我们观察的 13 家规模较大的平台中：1) 9 家平台以收取风险准备金的方式，自身提供担保；2) 9 家平台有自动投标模式；3) 平台资金是否进行第三方托管也较为模糊。

我们认为，随着 P2P 发展倒逼政府完善征信和监管体系，P2P 行业即将步入整合阶段。

## 图表 3: P2P 十大监管原则

1. P2P 的发展要坚持业务本质，不得建资金池。
2. 落实实名制原则，资金流向要清晰。
3. P2P 要清晰业务边界，区别于其他法定金融业务，打击冒名非法经营。
4. P2P 要有行业门槛。
5. 贷款人和投资人的资金要进行第三方托管，不能以存管代替托管。
6. P2P 自身不担保，引入的担保机构要有资质，不能承担过多担保倍数。
7. 要有明确的收费机制，力求长期的发展，不能盲目追求高收益。
8. 应充分进行信息披露，既要披露自身和运营信息，也要进行风险提示。
9. 要加强行业自律组织的建设、推动行业标准化和信息共享，打击伪 P2P。
10. 坚持小额化、普惠金融、支持个人和小微企业。

来源: 银监会，瑞银证券整理

# 中国模式下的 P2P 业务

## 中国 vs. 美国 (Lending Club)

与中国相比，美国在信贷资源、金融市场、征信体系和监管体系等方面都存在截然不同的情况（见下表）。金融宏观要素的不同使得中美两国 P2P 行业的孕育环境和发展模式也呈现出很大的差异。

图表 4: 中美金融宏观要素对比

	中国	美国
信贷资源	小微企业、个体经营户信贷资源缺失	信贷资源充沛，甚至“过度信贷”
金融市场	深度和广度都有限，可投资品种不多	兼具深度和广度，金融产品丰富
征信体系	缺失	拥有成熟完善的征信体系
监管	缺失	拥有成熟完善的监管体系

来源: 瑞银证券

### ▪ 消费者动机/贷款类别

美国是一个信贷资源充沛、信用支付普遍存在的国家。在美国，并不存在个人/小微企业“贷款难”的问题。因此，借款人使用 P2P（以 lending club 为例）的主要目的，是以较低成本融资来偿还利息较高的银行贷款（主要是信用卡）；其贷款类别也以“消费贷”为主。

相较之下，在中国，更多借款人是为了企业资金周转使用 P2P，因而贷款类别以“经营贷”为主。

### ▪ 平台运作模式/贷款定价和期限

美国的征信体系/监管体系都较为完善，投资者可以通过 FICO 等借款人信用信息作出合理的风险判断。在此背景下，Lending club 只作为信息中介平台，并不提供风险担保；其贷款定价基于第三方征信机构提供的 FICO 分数决定，借款人信息审核也可完全在线上完成。

在中国，由于缺乏完善的征信和监管体系，借款人信用信息的搜集以及贷款定价的方式只能由各平台自身决定，存在较大的信息不对称性，且多以线下方式完成。由于投资者难以有效评判 P2P 贷款风险，平台自身需承担起一定的担保责任以吸引资金；风险不确定性的存在也使得国内 P2P 产品期限集中于短期，如 6-12 个月，vs. lending club 36-60 个月。

由于平台自身承担起担保职责，且需设立线下网点，仅赚取手续费难以维持运营，因此在监管尚处空白期的背景下，一些国内 P2P 平台开启了资金池模式。

### ▪ 市场竞争格局

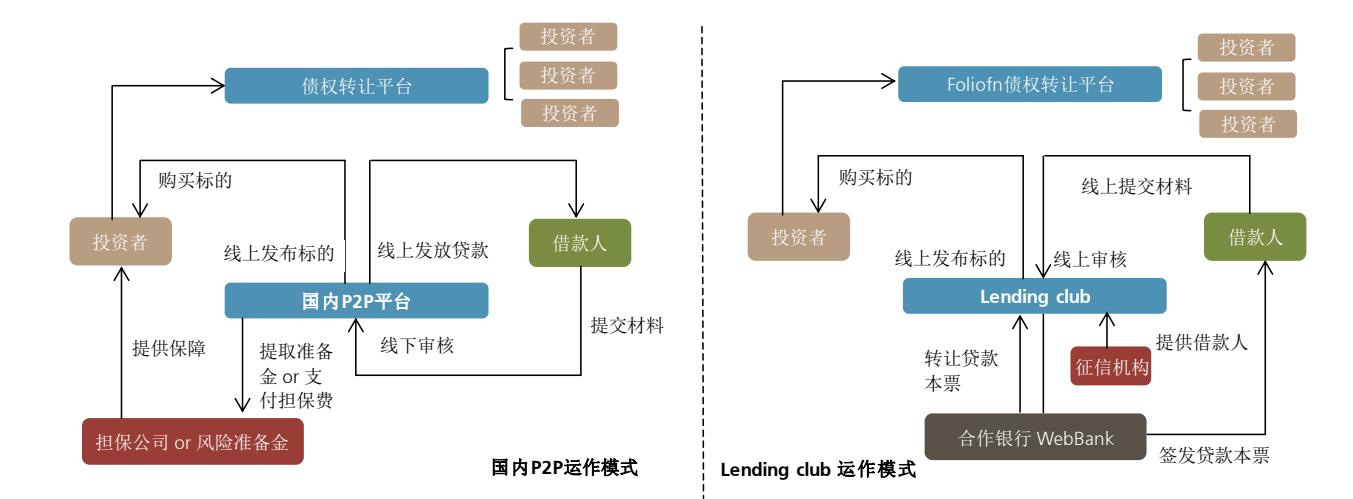
由于监管缺失、市场容量很大，中国 P2P 市场呈现出无序的格局。相较之下，美国 P2P 市场容量较小且监管完善，呈现出一家独大的局面，Lending Club 占据了 75% 的市场份额。随着中国 P2P 行业监管细则的出台，我们认为行业将面临洗牌，但由于市场规模较大，不太会出现像美国的寡头垄断局面。

图表 5: 中美 P2P 对比

		Lending club	国内 P2P
参与动机	借款人	信用卡/银行贷款利息较高, 通过 P2P 进行再融资/偿还信用卡以降低融资成本	难以获得银行贷款, 通过 P2P 融得资金
	投资者	仅为投资渠道之一; 包括个人投资者和机构投资者	有限投资渠道下的新选择, 利率市场化未完成背景下收益率富有吸引力; 多为个人投资者
运作模式	线上线下	纯线上模式: 线上审核借款人信息, 线上发布债权标的	由于征信体系不完善, 多数为线下审核借款人信息, 线上向投资者发布债权标的
	资金托管	有, 托管于富国银行	多数平台没有资金托管
担保模式	担保模式	单纯的信息平台, 无担保; 逾期可按投资者要求雇佣第三方催收	承担一定的风险管理职能; 或引入担保公司, 或使用风险准备金提供一定的资金保障
	定价方式	根据征信机构提供的信用分数 (FICO) 将借款人划分为不同信用级别, 并据此确定贷款利率	基于自身信用评分体系确定贷款利率
贷款特点	其他特色	与银行合作, 通过银行发放贷款, 平台购买相应债权后向投资者发行收益凭证	一些平台偏向理财模式, 开发“自动投标”功能
	贷款类别	消费性贷款为主, 再融资+偿还信用卡占 83.42%	经营性贷款为主
贷款特点	平均期限	36-60 个月	行业平均 6.6 个月
	逾期率	1.3% 左右	2%~10% 不等

来源: Lending club, 瑞银证券

图表 6: 中美 P2P 运作模式对比



来源: Lending club, 瑞银证券整理

# 展望：开启监管下的有序增长

## 增长空间仍然广阔，行业有望步入有序发展

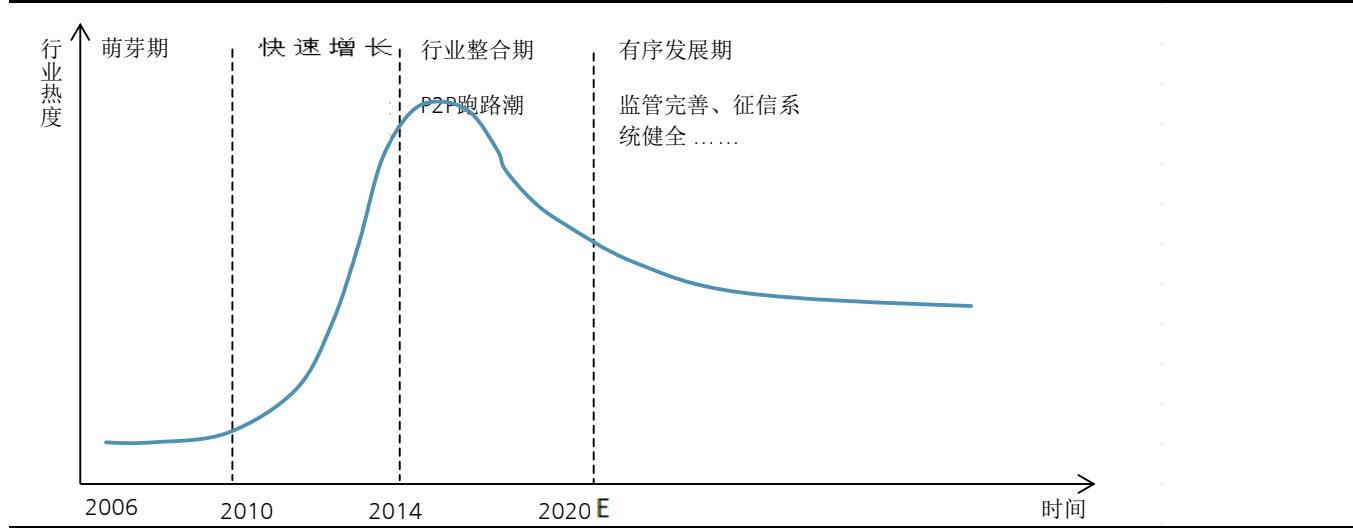
展望未来，我们认为 P2P 行业的增长空间仍然广阔，源于以下 2 个宏观要素在短期内不太可能发生显著的变化。

- (1) **信贷资源依然不平衡。**考虑到中国经济处于下行周期、银行不良压力较大，我们认为中期内小微企业贷款难的问题不太可能得到有效解决，P2P 贷款需求将持续存在、甚至进一步扩大。
- (2) **投资渠道仍然缺乏。**金融市场在深度和广度的扩展难以一蹴而就。我国证券市场投资机制仍不完善，债券市场仍以机构投资者为主，我们预计短期内中国居民面对的投资选择仍然有限。

同时我们认为，受以下几个因素影响，P2P 行业无序竞争局面将要结束，不合规、管理不善的平台将被淘汰，行业即将开启监管之下的有序发展。

- (1) **征信体系将逐步完善。**根据《征信业管理条例》的规定，从事信贷业务的机构应当按照规定向央行征信系统提供信贷信息。这意味着当 P2P 被监管认定为放贷机构后，平台有望与央行的征信系统进行对接。近期，央行征信系统已正式接入小贷公司。
- (2) **监管细则即将出台。**据媒体报道，银监会创新部副主任杨晓军于今年 8 月表示今年下半年或明年初将有 P2P 监管细则出台。届时，P2P 将结束监管空白的局面，行业或面临洗牌。
- (3) **投资者风险规避情绪上升。**随着经济下行，小微企业经营风险加剧，P2P 跑路家数越来越多，投资者避险情绪也在不断上升。我们预计投资者未来将选择更具信誉的大型 P2P 平台，这将倒逼 P2P 行业进行整合。

图表 7: P2P 行业成长周期



来源: 瑞银证券估算

## 企业背景更富竞争优势

在发展之初，P2P 平台多为个人创立。随着行业规模的壮大，越来越多企业也加入到平台的发起之列，标识着行业竞争的不断加剧。

2014 年 10 月，用友软件旗下友金所正式上线，这是自年初以来第 6 家企业发起设立的 P2P 平台。目前，友金所推出了首款产品友金 e 富，其采取的是类陆金所模式：1) 线下审核借款人信息，线上发布标的；2) 贷款收益率统一为 10%；3) 贷款期限统一为 36 个月；4) 由深圳用友力合投资非融资性担保公司提供本息担保。

相较于个人发起，我们认为由企业发起的 P2P 拥有以下竞争优势：

- **客户优势。**企业通常拥有一定的客户群，掌握更详细的客户经营数据，从而为判定借款人信用资质提供支持。
- **网点优势。**企业的网点可自然承担起线下审核的功能，从而减轻成本压力。
- **资金优势。**相较于个人，企业的资金实力更加雄厚。在发起之初能够对人才、IT 进行更大的投资。如下表所示，能够获得风投注资的 P2P 平台仍是少数。
- **政府关系优势。**相较于个人，企业通常与当地政府有较好的关系，后者可在获取 P2P 牌照方面提供一定的助力。
- **声誉优势。**相较于个人，企业（尤其是上市公司）发起的 P2P 平台拥有更好的声誉。由于企业还经营其他主营业务，平台跑路风险大大降低，相对更能够为投资者所接受。

## 友金所平台正式上线

2014 年 10 月 9 日，用友与力合金控、用友创新中心和合力成邦投资管理中心共同发起设立的 P2P 平台“友金所”正式上线。截止 2014 年 11 月 6 日，友金所累积成交额达 2000 万元。

友金所一期上线产品“友金 e 富”，收益率锁定为 10%，期限为 36 个月，由用友力合投资非融资性担保公司提供本息全额担保，起投金额 1000 元；产品初期融资规模在 5-50 万元之间。我们认为在上线初期，平台会以车贷、房贷等小额贷款业务起步，先构建起基础的风控体系和信贷工厂作业模式；工作流程逐步完善之后，中期平台将建立以用友小微客户为主要贷款人，依据客户财务流水给予授信的业务模式。

图表 8: 友金所 vs 陆金所

友金所	陆金所
收益率	10%
期限	36 个月
最低投资额	1 千元
债权转让	30 天后可转
担保	本息全额担保
担保公司	深圳用友力合投资非融资性担保公司
	平安担保

来源: 公司资料, 瑞银证券整理

## 介入时机有利, 竞争优势显著

我们认为用友进军 P2P 行业的时机非常有利。当前, P2P 市场正处于快速增长期, 业务模式基本明确, 监管尚未出台, 行业参与者众多, 平台品牌性不强。友金所赶在监管落地之前上线, 是最早一批由上市公司发起设立的 P2P 平台, 有望借助先发优势获得宝贵的 P2P 牌照, 享受先行的制度红利。

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。我们认为用友集团本身赋予了友金所较强的竞争优势, 能够帮助平台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。** 根据公司公告, 目前公司的高管团队成员大多来自国内股份制银行, 从履历上来看具备丰富的银行业务经验, 对金融风险有比较深刻的理解。力合金融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, 是风险管理投融资专家。

我们预计, 依托用友软件的客户资源, 友金所的贷款交易额有望迎来高速增长, 平台将在上线一年之后转亏为盈。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。

图表 9: 友金所收入利润预测

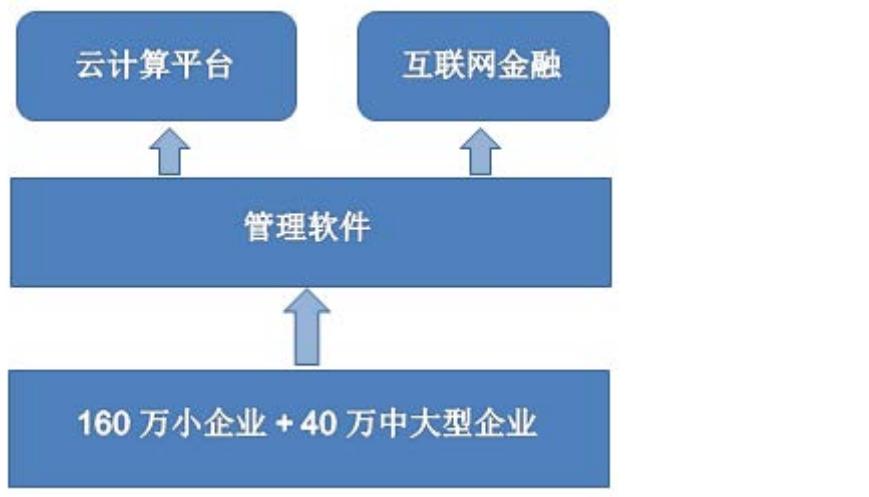
百万人民币	2015E	2016E	2017E
平均贷款余额	500	1,600	2,500
平均贷款利率	24.0%	23.0%	22.0%
融资成本率	10.5%	9.0%	8.0%
利息收入	120	368	550
融资成本	50	144	200
担保成本/坏账损失准备	27	65	112
其他费用	50	75	100
税前净利润	(10)	84	138

来源: 瑞银证券估算。注: 财年截至每年的 9 月底。即, 2015E 指 2014 年 10 月至 2015 年 9 月的财年。

## 战略布局互联网金融业务, 变现有望加速

我们认为, 发起设立 P2P 平台友金所、孙公司畅捷支付获得第三方支付牌照是用友集团今年在互联网金融领域的两大战略布局; 预计公司将进一步拓展其他金融业务条线, 完善产业布局。公司的“软件+数据+金融”的企业互联网产业大框架正越来越清晰。

图表 10: 用友软件产业互联网架构



来源: 瑞银证券

## 盈利预测和估值

我们认为用友作为企业互联网时代的平台型企业, 正在从软件企业向互联网企业转型。其依托 20 多年积累的 160 万家中小型企业以及 40 万家大中型企业的客户基础, 通过互联网金融业务变现, 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 0.58/0.75/1.06 元 (原 EPS 预测为 0.57/0.74/1.06 元), 我们同时上调公司 16 年之后的长期盈利增速预测。根

据瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC8.2%) 得出目标价 22.3 元 (原目标价 20.40 元) , 对应 2015 年 30 倍 PE, 维持 “买入” 评级。

图表 11: 用友软件 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	531	758	1,111	1,615	1,876	1,480	1,628	1,784	1,948	2,119
折旧及摊销*	159	173	198	204	222	183	204	227	252	278
资本支出	(165)	(181)	(202)	(227)	(244)	(209)	(233)	(259)	(288)	(318)
运营资本变动	260	(138)	(96)	(237)	(142)	(62)	(172)	(185)	(199)	(212)
所得税(营运)	(53)	(76)	(111)	(161)	(188)	(148)	(163)	(178)	(195)	(212)
其他	(8)	(19)	(25)	(30)	(20)	(28)	(30)	(33)	(35)	(38)
自由现金流	724	518	874	1,164	1,504	1,216	1,234	1,355	1,483	1,618
增长	-28.5%	68.7%	33.2%	29.2%	-19.2%	1.5%	9.8%	9.5%	9.1%	
<b>估值</b>										
明计现金流现值	14,670									
期末价值(第 20 年)现值	9,024									
<b>企业价值</b>	<b>23,694</b>									
占永续价值百分比	38%									
联营公司及其他	413									
-少数股东权益	137									
现金盈余**	1,755									
-债务***	1,228									
权益价值	24,497									
已发行股数 [ m ]	1,165.4									
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>21.00</b>									
权益成本	8.2%									
股息收益率	1.9%									
<b>1 年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>22.30</b>									
<b>长期假设值</b>										
相对年	+10E	+15E	+25E							
销售额增长	10.5%	10.0%	4.0%							
息税前利润率	16.0%	14.3%	8.6%							
资本支出/销售收入	2.4%	2.2%	2.1%							
投资资本回报率	38.8%	42.1%	30.5%							
<b>估值对应指标</b>										
财年	2014E	2015E	1 年预期							
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	34.3x	25.4x	26.5x							
企业价值 / 息税前利润	44.6x	31.2x	32.7x							
自由现金流收益率	3.1%	2.2%	2.3%							
市盈率(现值)	36.4x	28.1x	29.1x							
市盈率(目标)	38.6x	29.8x	30.8x							
<b>加权平均资本成本</b>										
无风险利	4.25%									
权益风险	5.0%									
溢价										
贝塔系数	0.79									
债务/权益比	5.8%									
边际税率	10.0%									
权益成本	8.2%									
债务成本	6.5%									
<b>WACC</b>	<b>8.2%</b>									
<b>期末假设值</b>										
VCH(年数)	20									
对应的										
自由现金流增长	1.0%									
回报率增幅	9.0%									
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.2x									

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: UBS-VCAM

# 用友软件 (600588.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	4,122	4,235	4,363	4,641	6.4	5,268	13.5	6,116	7,100	7,773
毛利	3,499	3,560	2,717	2,958	8.8	3,517	18.9	4,226	5,092	5,627
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>443</b>	<b>324</b>	<b>421</b>	<b>690</b>	<b>63.8</b>	<b>931</b>	<b>34.9</b>	<b>1,308</b>	<b>1,819</b>	<b>2,098</b>
折旧和摊销	(109)	(117)	(113)	(159)	40.7	(173)	9.0	(198)	(204)	(222)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>334</b>	<b>208</b>	<b>308</b>	<b>531</b>	<b>72.3</b>	<b>758</b>	<b>42.7</b>	<b>1,111</b>	<b>1,615</b>	<b>1,876</b>
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	296	-29.0	327	10.4	358	386	414
净利息	(32)	(57)	(78)	(64)	17.6	(43)	33.7	(15)	4	15
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>606</b>	<b>441</b>	<b>647</b>	<b>763</b>	<b>17.9</b>	<b>1,043</b>	<b>36.6</b>	<b>1,453</b>	<b>2,005</b>	<b>2,305</b>
税项	(55)	(54)	(78)	(76)	2.7	(104)	-36.6	(145)	(201)	(230)
<b>税后利润</b>	<b>551</b>	<b>387</b>	<b>569</b>	<b>687</b>	<b>20.8</b>	<b>938</b>	<b>36.6</b>	<b>1,308</b>	<b>1,805</b>	<b>2,074</b>
优先股股息及少数股权	(14)	(8)	(21)	(14)	33.8	(66)	-378.2	(78)	(108)	(124)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>537</b>	<b>380</b>	<b>548</b>	<b>673</b>	<b>22.9</b>	<b>873</b>	<b>29.6</b>	<b>1,230</b>	<b>1,696</b>	<b>1,950</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>537</b>	<b>380</b>	<b>548</b>	<b>673</b>	<b>22.9</b>	<b>873</b>	<b>29.6</b>	<b>1,230</b>	<b>1,696</b>	<b>1,950</b>
税率(%)	9.1	12.2	12.1	10.0	-17.5	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
<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(UBS 稀释后)	0.46	0.32	0.47	0.58	22.9	0.75	29.6	1.06	1.46	1.67
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.46	0.32	0.47	0.58	22.9	0.75	29.6	1.06	1.46	1.67
每股收益(UBS, 基本)	0.46	0.32	0.47	0.58	22.9	0.75	29.6	1.06	1.46	1.67
每股股息净值(Rmb)	0.28	0.16	0.25	0.26	3.6	0.37	40.9	0.51	0.59	0.59
每股账面价值	2.52	2.59	2.75	3.21	16.8	3.70	15.2	4.38	5.33	6.42
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
<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>
现金和现金等价物	1,397	1,697	2,100	1,856	-11.6	2,107	13.5	2,626	3,707	5,027
其他流动资产	1,388	1,496	1,560	1,625	4.1	1,804	11.0	1,974	2,278	2,491
<b>流动资产总额</b>	<b>2,786</b>	<b>3,193</b>	<b>3,660</b>	<b>3,481</b>	<b>-4.9</b>	<b>3,911</b>	<b>12.3</b>	<b>4,600</b>	<b>5,986</b>	<b>7,518</b>
有形固定资产净值	1,132	1,389	1,597	1,574	-1.4	1,545	-1.8	1,512	1,495	1,478
无形固定资产净值	1,268	1,286	1,383	1,417	2.5	1,458	2.9	1,501	1,546	1,590
投资/其他资产	271	282	512	512	0.0	512	0.0	512	512	512
<b>总资产</b>	<b>5,457</b>	<b>6,150</b>	<b>7,152</b>	<b>6,985</b>	<b>-2.3</b>	<b>7,427</b>	<b>6.3</b>	<b>8,125</b>	<b>9,539</b>	<b>11,099</b>
应付账款和其他短期负债	1,734	1,739	1,930	1,979	2.6	2,124	7.3	2,320	2,523	2,691
短期债务	504	1,131	1,081	769	-28.86	436	-43.32	61	61	61
<b>流动负债总额</b>	<b>2,239</b>	<b>2,869</b>	<b>3,011</b>	<b>2,748</b>	<b>-8.7</b>	<b>2,560</b>	<b>-6.8</b>	<b>2,381</b>	<b>2,584</b>	<b>2,752</b>
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
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>2,424</b>	<b>3,033</b>	<b>3,851</b>	<b>3,092</b>	<b>-19.7</b>	<b>2,901</b>	<b>-6.2</b>	<b>2,722</b>	<b>2,925</b>	<b>3,093</b>
普通股股东权益	2,961	3,037	3,166	3,744	18.3	4,311	15.2	5,110	6,213	7,480
少数股东权益	72	80	136	149	10.1	215	44.0	294	402	526
<b>负债和权益总计</b>	<b>5,457</b>	<b>6,150</b>	<b>7,152</b>	<b>6,985</b>	<b>-2.3</b>	<b>7,427</b>	<b>6.3</b>	<b>8,125</b>	<b>9,539</b>	<b>11,099</b>
<b>现金流量表(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>
净利润(支付优先股股息前)	537	380	548	673	22.9	873	29.6	1,230	1,696	1,950
折旧和摊销	109	117	113	159	40.7	173	9.0	198	204	222
营运资本变动净值	(281)	(107)	0	115	-	(101)	-	(78)	(236)	0
其他营业性现金流	106	109	(113)	(58)	48.7	168	-	193	233	0
<b>经营性现金流</b>	<b>472</b>	<b>499</b>	<b>548</b>	<b>890</b>	<b>62.3</b>	<b>1,113</b>	<b>25.1</b>	<b>1,542</b>	<b>1,898</b>	<b>2,172</b>
有形资本支出	(283)	(365)	(379)	(165)	56.5	(181)	-9.7	(202)	(227)	(244)
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
<b>投资性现金流</b>	<b>(629)</b>	<b>(406)</b>	<b>(615)</b>	<b>(165)</b>	<b>73.2</b>	<b>(184)</b>	<b>-11.4</b>	<b>(202)</b>	<b>(227)</b>	<b>(244)</b>
已付股息	(180)	(326)	(192)	(289)	-50.9	(305)	-5.5	(430)	(594)	(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)	130	-	(43)	-	(15)	4	0
债务及优先股变化	320	599	593	(809)	-	(333)	58.79	(375)	0	0
<b>融资性现金流</b>	<b>209</b>	<b>272</b>	<b>369</b>	<b>(968)</b>	<b>-</b>	<b>(681)</b>	<b>29.6</b>	<b>(821)</b>	<b>(589)</b>	<b>(568)</b>
现金流量中现金的增加/(减少)	52	365	301	(244)	-	248	-	519	1,081	1,359
外汇/非现金项目	(53)	(65)	102	0	-100.0	3	NM	0	0	(39)
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>(1)</b>	<b>300</b>	<b>403</b>	<b>(244)</b>	<b>-</b>	<b>251</b>	<b>-</b>	<b>519</b>	<b>1,081</b>	<b>1,320</b>

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	33.1	25.6	18.1	13.1	11.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	32.2	36.9	20.2	33.1	25.6	18.1	13.1	11.4
股价/每股现金收益	26.8	28.2	16.8	26.8	21.3	15.6	11.7	10.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	3.2	4.2	6.0	7.5	8.6
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	1.4	1.9	2.7	3.1	3.1
市净率	5.8	4.6	3.5	6.0	5.2	4.4	3.6	3.0
企业价值/营业收入(核心)	4.0	3.1	2.4	4.6	4.0	3.3	2.7	2.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	36.8	41.1	24.6	31.2	22.6	15.6	10.7	8.8
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	27.7	18.4	12.1	9.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	27.2	NM	23.3	15.9	11.0	9.0
企业价值/运营投入资本	9.2	5.7	4.0	8.0	7.7	7.4	6.9	6.3
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	17,312	13,998	10,949	22,306	22,306	22,306	22,306	22,306
净债务 (现金)	(878)	(560)	(297)	(468)	(1,043)	(1,781)	(2,769)	(3,970)
少数股东权益	56	58	108	143	182	294	402	526
养老金拨备/其他	5	5	6	7	6	4	4	4
<b>企业价值总额</b>	<b>16,495</b>	<b>13,501</b>	<b>10,767</b>	<b>21,988</b>	<b>21,451</b>	<b>20,822</b>	<b>19,943</b>	<b>18,867</b>
非核心资产	(163)	(177)	(420)	(420)	(420)	(420)	(420)	(420)
<b>核心企业价值</b>	<b>16,332</b>	<b>13,324</b>	<b>10,347</b>	<b>21,568</b>	<b>21,032</b>	<b>20,403</b>	<b>19,524</b>	<b>18,447</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	38.4	2.7	3.0	6.4	13.5	16.1	16.1	9.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	135.8	-26.9	30.0	63.8	34.9	40.5	39.0	15.4
息税前利润(UBS)	NM	-37.9	48.6	72.3	42.7	46.5	45.4	16.2
每股收益(UBS 稀释后)	61.7	-29.3	45.5	22.9	29.6	40.9	38.0	14.9
每股股息净值	81.8	-41.2	55.0	3.6	40.9	38.0	15.0	1.2
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	NM	NM	62.3	63.7	66.8	69.1	71.7	72.4
息税折旧摊销前利润率	10.8	7.7	9.7	14.9	17.7	21.4	25.6	27.0
息税前利润率	8.1	4.9	7.1	11.5	14.4	18.2	22.7	24.1
净利 (UBS) 率	13.0	9.0	12.6	14.5	16.6	20.1	23.9	25.1
ROIC (EBIT)	18.8	8.8	11.8	19.6	27.6	40.2	57.2	64.2
税后投资资本回报率	17.1	7.8	10.4	17.7	24.8	36.2	51.5	57.8
净股东权益回报率(UBS)	19.5	12.7	17.7	19.5	21.7	26.1	30.0	28.5
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.6)	(1.3)	(0.4)	(1.1)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(2.2)
净债务/总权益 %	(23.5)	(13.1)	(5.6)	(19.3)	(29.5)	(41.2)	(50.0)	(57.8)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(30.7)	(15.0)	(5.9)	(23.9)	(41.8)	(70.2)	NM	NM
净债务/企业价值	(4.4)	(3.1)	(1.8)	(3.5)	(6.3)	(10.9)	(17.0)	(25.1)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	152.0	143.9	138.7	154.1	152.7
资本支出/营业收入(%)	6.9	8.6	8.7	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1
息税前利润/净利息	10.5	3.7	3.9	8.3	17.8	71.7	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.6	2.0	1.9	2.2	2.0	2.1	2.5	2.8
股息支付率 (UBS) %	60.8	50.5	53.8	45.4	49.3	48.3	40.2	35.4
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	4,122	4,235	4,363	4,641	5,268	6,116	7,100	7,773
<b>总计</b>	<b>4,122</b>	<b>4,235</b>	<b>4,363</b>	<b>4,641</b>	<b>5,268</b>	<b>6,116</b>	<b>7,100</b>	<b>7,773</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	334	208	308	531	758	1,111	1,615	1,876
<b>总计</b>	<b>334</b>	<b>208</b>	<b>308</b>	<b>531</b>	<b>758</b>	<b>1,111</b>	<b>1,615</b>	<b>1,876</b>

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	+16.5%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+17.9%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+8.7%

## 风险声明

我们认为中国软件服务行业面临的主要风险包括：相关政策推进低于预期。国产化推广进度不及市场预期。

## 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](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；翁 睛晶。

### 涉及报告中提及的公司的披露

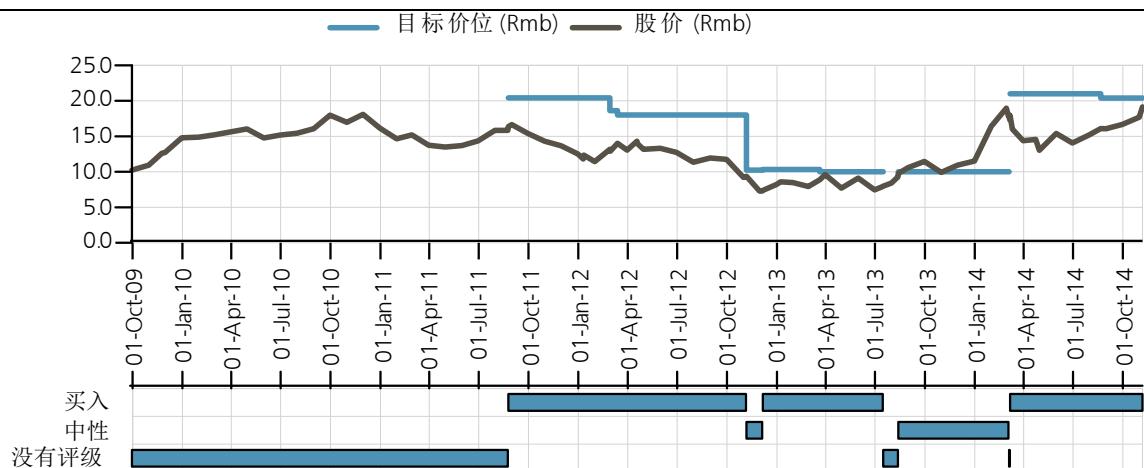
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
用友软件	600588.SS	买入	不适用	Rmb19.14	2014 年 11 月 06 日

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 11 月 6 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)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。

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。瑞银可能履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。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 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. 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 金融服务指南的网址为：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. 首尔分行对韩国分发。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。

