

中信证券

创新业务领先、融资能力强，但费用管控有待提升

3 季度投资收益大幅超出我们预期，交易能力较为突出

2014 年前 3 季度中信实现净利润 63.7 亿元、同比+72%，剔除 REITS 后净利润同比约+37%、慢于行业，费用率偏高是重要原因。但公司 1-3Q 投资收益（包括公允价值变动）62.4 亿元、同比+63%，显著超出我们预期，我们认为主要由于债券自营表现优异，公司交易能力较为突出。

融资渠道、融资成本继续保持优势，创新业务继续保持行业首位

公司资产负债表扩张较快，3Q 末总资产较年初+38%。公司融资渠道具备优势：10 月完成第二期次级债 70 亿、并获批试点短期债券，境外融资取得新进展（设立不超过 30 亿美元境外中期票据计划并完成首期发行 6.5 亿美元）、融资成本仅 3.5%。公司创新业务继续保持行业首位，融资融券、股权质押等规模显著超越主要竞争对手。公司创新业务布局最为领先，我们看好长期成长性。

基于市场持续回暖，我们上调公司 2014-16 年盈利预测

2014 年下半年市场持续回暖，考虑到：（1）日均成交额大幅超我们原先预期；（2）公司资产扩张速度及信用交易业务增速超出我们预期，我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.70/0.77/0.90 元，上调幅度为 10%/4%/9%。

估值：滚动至 2015 年，上调目标价至 17.16 元，维持“买入”评级

公司创新业务布局最为领先，融资成本和渠道具备优势，但费用管控能力有待提升。滚动至 2015 年，我们基于分部估值法，将目标价由 15.32 元上调至 17.16 元，上调 12%，对应 2015-16E P/E 分别 22.2x、19.1x。目标价对应 2015E P/B 1.86x，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 **Rmb17.16**
之前: Rmb15.32

股价 **Rmb13.62**

路透代码: 600030.SS 彭博代码 600030 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb13.63-10.05
市值	Rmb152 十亿/US\$24.9 十亿
已发行股本	9,839 百万 (ORDA)
流通股比例	67%
日均成交量(千股)	140,565
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,854.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb94.4 十亿
市净率 (12/14E)	1.6x
一级资本充足率	-

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.63	0.70	9.70
12/15E	0.74	0.77	3.93
12/16E	0.82	0.90	9.14

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	25,033	11,694	16,115	23,364	28,501	33,046	37,386	41,818
税前利润	15,031	5,487	6,846	10,400	11,464	13,288	15,473	17,415
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	7,673	8,503	9,914	11,607	13,109
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	7,673	8,503	9,914	11,607	13,109
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.23	0.38	0.48	0.70	0.77	0.90	1.05	1.19
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)	16.0	4.9	6.0	8.4	8.7	9.4	10.1	10.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	17.8	13.1	11.3	9.7	8.6
市净率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	19.6	17.6	15.1	12.9	11.4
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	1.6	1.8	2.1	2.3	2.6

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 11 月 07 日 22 时 37 分的股价(Rmb13.62)得出;

投资主题

中信证券

投资理由

中信证券是中国最大的证券公司，中国证券行业的龙头企业。公司总资产、净资产、营业收入、净利润等连续多年居行业首位。公司传统业务积累丰厚，经纪、债券承销等市场份额连续多年居行业首位，股票承销连续多年居行业前三。传统业务为公司积累了大量的客户资源。公司创新业务全面领先。2012 年证券行业启动创新发展以来，公司快速加杠杆、积极扩张资产负债表。中信证券在直投、资本中介、另类投资等方面先发优势明显，公司创新业务种类、规模及收入贡献均远超其他证券公司。

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 0.84 元/1.00 元/1.24 元，每股估值为 19.86 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 0.60 元/0.57 元/0.67 元，每股估值为 11.87 元。

近期催化剂

正面催化剂：市场回暖下，公司创新业务规模有望超预期，导致公司业绩超预期；净资本监管有望放松，将释放公司资本金，同时公司可以投入更多的创新业务。

负面催化剂：随着经纪业务竞争加剧，未来佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩；创新业务出现风险、遭受监管处罚。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb17.16

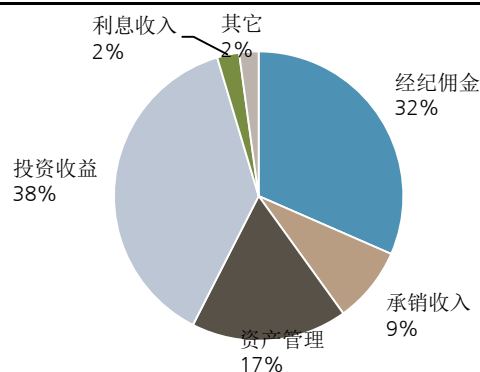
公司简介

中信证券是国内规模最大的证券公司。主营业务范围为：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；期货 IB 业务；代销金融产品等。中信证券在若干业务领域保持或取得领先地位，经纪第一、股票及债券承销第一；受托管理资产规模第一。

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预期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。

中信证券收入构成 (2014.1H)



来源：公司数据

中信证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	116.9	161.2	233.6	285.0	330.5
营业支出	62.6	92.6	152.0	170.4	197.6
营业利润	54.3	68.6	81.7	114.6	132.9
所得税	11.8	15.4	22.8	25.1	29.1
净利润	43.1	53.1	81.2	89.5	103.7
归属母公司净利润	42.4	52.4	76.7	85.0	99.1

来源：公司数据，瑞银证券估算

1-3Q 净利润同比+72%，但剔除 REITS 后增速慢于行业

市场回暖下 3Q 净利润同比+44%，但增速慢于行业

3Q 净利润同比增长 44%。公司 1-3Q 营收 173.79 亿元、同比+68%，净利润 63.65 亿元、同比+72%。公司前三季度净利润相当于我们原全年盈利预测 69.95 亿元的 91%。3 季度净利润 22.89 亿元、同比增长 44%，使得公司 1-3Q ROE 升至 7.05%、同比升 2.81 个点。

我们认为公司 3 季度净利润高增长主要受益于市场环境显著回暖，尤其是成交额大幅上升以及股市债市均表现非常良好。

经纪收入占比仅小幅下降，降幅显著小于行业。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 32%/10%/36%/16%/3%/3%。相对于上年同期的 36%/10%/37%/4%/6%/7%，公司经纪收入占比降低 4 个百分点，收入结构实现相对均衡。

图表 1: 中信证券主要指标(百万元)

	2014.1-3Q	2013.1-3Q	同比	2014.3Q	2014.2Q	环比
营业收入	17,379	10,335	68%	6,844	5,794	18%
经纪净佣金	5,534	3,684	50%	2,210	1,566	41%
投行收入	1,763	1,019	73%	867	486	78%
投资收益	6,241	3,836	63%	2,277	2,496	-9%
资管收入	2,840	408	597%	1,002	1,023	-2%
利息净收入	467	663	-30%	207	55	280%
管理费用	9,519	4,961	92%	3,353	3,546	-5%
净利润	6,365	3,697	72%	2,289	2,765	-17%
管理费用率	55%	48%	7%	49%	61%	-12%
净利润率	37%	36%	1%	33%	48%	-14%

来源: 公司公告

剔除 REITS 后 1-3Q 净利润同比增长约 37%，增速慢于行业。剔除 REITS 一次性贡献后，我们预计 1-3Q 净利润同比约 37%。我们认为公司业绩增速慢于行业主要原因是费用率偏高、对创新业务和自营弹性小于中小券商以及海外资金使用效率偏低。

净利润应主要由自营、大经纪和 REITS 贡献

我们认为自营、大经纪和 REITS 贡献主要净利润。2014 年前三季度公司净利润同比增长 72%，主要由自营、大经纪和 REITS 贡献。

- 投资业务为公司业绩增长的最大驱动因素。股市债市优异表现下，公司 1-3Q 投资收益 62.4 亿元、同比+63%，是净利润增长的主要原因。我们认为投资收益超预期主要由于债券自营表现优异，公司交易能力较为突出。
- REITS 贡献了一次性收入。我们估算 REITS 一次性收益贡献净利润 13 亿，是净利润贡献重要因素。

- **大经纪业务表现良好，是公司净利润贡献的重要因素。**由于合并里昂及成交额大幅上升，经纪收入同比+50%。尽管由于并表原因我们很难看到同口径下的经纪业务增速，但考虑到下半年日均成交额大幅上涨，我们仍认为剔除里昂后经纪收入是公司净利润贡献的重要因素。此外，公司在融资融券业务方面优势明显，融资融券余额超预期增长进一步贡献大经纪业务收入和利润。

经纪业务定位清晰，专注于机构和高净值客户

公司经纪业务定位机构和高净值客户，考核上更重视收入贡献。虽然竞争加剧下公司市场份额失去市场第一的位置，但我们认为清晰定位有助公司经纪业务长远发展，尤其是有收入的增长。

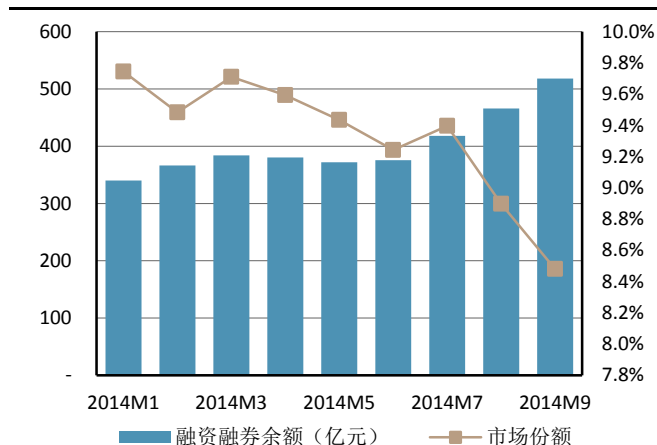
融资能力继续保持优势，创新业务继续保持行业首位

公司融资渠道和融资成本具备明显优势。公司 10 月完成第二期次级债 70 亿、并获批试点短期债券，境外融资取得新进展（设立不超过 30 亿美元境外中期票据计划并完成首期发行 6.5 亿美元）、融资成本仅 3.5%，在融资渠道和融资成本方面具备明显优势。

公司创新业务布局最为领先，业务规模继续保持行业首位。2014 年 3 季度末总资产规模达到 3757.06 亿元，较年初增加 38%，增速快于行业平均。快速扩张资产负债表为公司创新业务发展提供了充裕的资金支持。公司融资融券、股权质押等规模显著超越主要竞争对手。

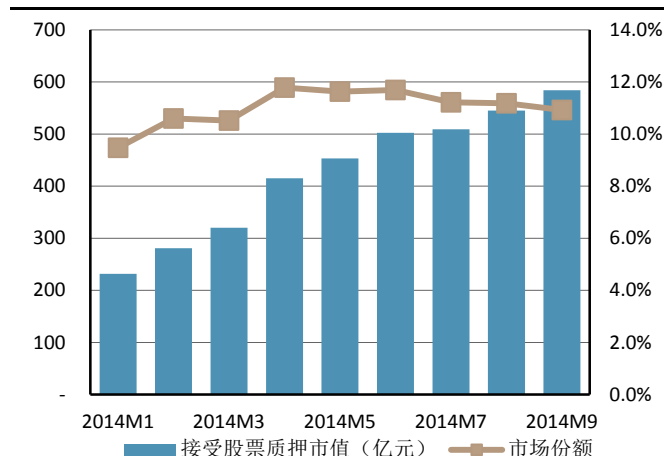
- **融资融券业务快速增长，期待两融份额持续下滑趋势扭转。**9 月末公司融资融券余额达到 518.27 亿元，较上年末增长 55%。公司 9 月末融资融券余额已超出我们 2014 年末达到 485.0 亿元的原预期。尽管 9 月末公司融资融券市场份额 8.5%，较 8 月环比下滑 0.4 个 bp，但公司融资融券余额行业排名保持行业第 1 位。我们期待充裕资金支持下，公司两融份额将保持平稳。
- **接受质押股票市值跃居行业第 1 位，期待业绩贡献。**9 月末公司股权质押业务规模达到 234 亿元（接受质押市值 583 亿元*40%），较上年末增长 183%。相对于我们 2014 年末达到 176.8 亿元的原预期，公司股权质押业务增速大幅超出预期。从行业排名来看，公司股权质押业务由上年末的第 2 位上升至第 1 位。我们期待公司股权质押业务规模快速提升的同时，加大自有资金投入比例，驱动业绩贡献显著提升。

图表 2: 2014 年下半年以来公司融资融券余额快速增长



来源: WIND

图表 3: 2014 年下半年以来公司股权质押持续稳健增长



来源: WIND

盈利预测调整概要

基于日均交易额和信用交易规模超预期，我们上调盈利预测

- 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 485.0/660.5/766.7 亿元上调至 654.5/823.9/921.2 亿元；考虑到股权质押业务增速超出我们原来的预期，我们将 2014-16 年股权质押业务规模假设由 176.8/242.9/333.2 亿元上调至 264.0/369.6/480.4 亿元。

基于市场持续回暖且公司积极扩张资产负债表、资金相对充裕，我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.63/0.74/0.82 元上调至 0.70/0.77/0.90 元，上调幅度达到 10%、4%和 9%，但我们预测低于 WIND 市场一致预期 0.5%、3.2%和 4.5%。

图表 4: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
调整后	7,673	8,503	9,914
调整前	6,995	8,181	9,084
调整%	9.7%	3.9%	9.1%
营业收入（百万元）			
调整后	23,364	28,501	33,046
调整前	22,164	24,650	27,446
调整%	5%	16%	20%
日均股基成交额（亿元）			
调整后	2,450	2,620	2,804
调整前	2,155	2,305	2,464
调整%	14%	14%	14%
融资融券余额（亿元）			
调整后	654.5	823.9	921.2
调整前	485.0	660.5	766.7
调整%	34.9%	24.7%	20.2%
股权质押业务规模（亿元）			
调整后	264.0	369.6	480.4
调整前	176.8	242.9	333.2
调整%	49%	52%	44%

来源: 瑞银证券估算

图表 5: 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	21,496	23,364	8.7%
	净利润	7,711	7,673	-0.5%
	EPS（元）	0.70	0.70	-0.5%
2015E	营业收入	24,892	28,501	14.5%
	净利润	8,782	8,503	-3.2%
	EPS（元）	0.80	0.77	-3.2%
2016E	营业收入	27,781	33,046	19.0%
	净利润	10,377	9,914	-4.5%
	EPS（元）	0.94	0.90	-4.5%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期截至 2014 年 11 月 6 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 1-3 季度净利润 63.65 亿元达到我们原盈利预测——2014 年全年净利润 69.95 亿元的 91%。从公司月度财务数据看，前三季度净利润加上 10 月净利润达到 70 亿。考虑到 10 月以来市场依然活跃（经纪、融资融券表现不错），我们认为新的盈利预测 2014 年净利润实现 76.73 亿元有支撑。

图表 6: 中信证券月度/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	1013	838	-17%	434	305	-30%			
2 月	694	1052	52%	239	437	83%			
3 月	819	683	-17%	257	201	-22%	975	1310	34%
4 月	719	909	26%	257	1412	449%			
5 月	753	893	19%	276	311	13%			
6 月	994	1569	58%	336	736	119%	1134	2765	144%
7 月	883	1337	51%	365	544	49%			
8 月	590	1051	78%	204	398	95%			
9 月	1692	1701	1%	781	770	-1%	1587	2289	44%
10 月	535	1543	188%	163	673	312%			
11 月	582			146					
12 月	1619			350			1547		
合计	8693	11576	33%	3312	5785	75%	3697	6365	72%

来源: 公司公告

估值：滚动至 2015 年，上调目标价至 17.16 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 15.32 元上调至 17.16 元，上调幅度 12%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 22.2、19.1x，对应 2015E P/B 1.86x。公司目前股价对应 2014E P/B 1.60x，低于 1.74x 的同类公司平均水平，我们认为估值依然便宜，维持“买入”评级。估值调整主要包括：

- **传统业务：**我们上调日均股基交易额假设，考虑到竞争加剧下佣金率下降，我们下调传统业务利润率。我们维持公司传统业务估值倍数，估值滚动至 2015 年，我们估算公司传统业务价值由 425 亿元下降至 408 亿元。
- **资本中介业务：**考虑到证券行业融资融券和股权质押业务规模显著超出市场和我们预期，以及公司在创新业务规模继续保持行业最为领先且具备客户资源优势，我们上调公司融资融券、股权质押业务规模假设。同时考虑到 2015 年公司资本中介业务增速可能低于 2014 年，我们下调 P/E 倍数由 30x 至 25x（与海通一致、略高于华泰）。估值滚动至 2015 年，我们估算公司资本中介业务价值由 625 亿元提升至 648 亿元。

- **资本投资业务：**考虑到公司资产负债表扩张较快，自营规模、投资收益大幅超出我们预期，我们上调公司 2014-15 年投资收益预测。估值倍数保持不变。估值滚动至 2015 年，我们估算公司资本投资业务价值由 108 亿元提升至 175 亿元。

图表 7: 可比公司估值比较

	市价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013 A	2014E	2015E
中信证券	13.63	1,502	28.4	19.6	17.6	1.71	1.60	1.50
海通证券	10.88	1,043	25.9	17.6	13.1	1.70	1.59	1.48
广发证券	12.47	738	26.0	19.9	16.9	2.13	1.98	1.83
招商证券	12.88	748	26.9	22.4	18.8	2.21	1.82	1.70
华泰证券	11.39	638	28.8	19.2	15.4	1.79	1.67	1.54
光大证券	12.43	425	206.5	36.5	26.9	1.86	1.77	1.70
平均			57.1	22.5	18.1	1.90	1.74	1.62

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 中信、海通、华泰 EPS 使用瑞银证券估算, 其他公司使用 WIND 一致预期, 估值市价采用 2014 年 11 月 7 日收盘价

图表 8: 中信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
传统业务				
净收入	122	134	10%	上调日均股基交易额假设, 经纪收入增加
净利润	43	41	-4%	考虑到竞争加剧下佣金率下降, 传统业务利润率略下调
P/E 倍数	10	10	0%	
业务价值	425	408	-4%	
资本中介业务				
净收入	38	60	59%	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	21	26	24%	
P/E 倍数	30	25	-17%	考虑到 2015 年资本中介业务增速可能低于 2014 年很高的增速, 我们下调了资本中介业务的 P/E 倍数
业务价值	625	648	4%	
资本投资业务				
净投资收益	27	56	107%	公司资产负债表扩张较快, 自营规模、投资收益大幅超出我们原先预期
净利润	11	17	62%	
P/E 倍数	10	10	0%	
业务价值	108	175	62%	
子公司				
华夏基金	93	119	28%	
金石	222	232	4%	
中信产业	27	28	3%	
中信投资-另类投资	84	172	106%	考虑到另类投资发展潜力大以及次级债后公司资本金大幅增加, 假设公司 2015 年大幅增资另类投资公司
中证期货	39	41	4%	
中证国际	64	69	8%	
子公司价值小计	529	661	25%	
估算市值	1,688	1,891	12%	
每股价值 (元)	15.32	17.16	12%	

来源: 瑞银证券估算

中信证券 (600030.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	1,401	1,224	829	664	-19.9	1,123	69.0	1,347	1,804	2,266
非利息收入总额	23,632	10,469	15,286	22,700	48.5	27,378	20.6	31,698	35,582	39,552
总盈利	25,033	11,694	16,115	23,364	45.0	28,501	22.0	33,046	37,386	41,818
现金支出总额	(8,310)	(5,941)	(8,523)	(14,582)	-71.1	(16,706)	-14.6	(19,427)	(21,582)	(24,073)
折旧前营业利润	16,723	5,753	7,592	8,782	15.7	11,795	34.3	13,619	15,804	17,745
折旧和摊销(除商誉)	(192)	(280)	(331)	(331)	0.0	(331)	0.0	(331)	(331)	(331)
拨备前营业利润	16,532	5,473	7,262	8,451	16.4	11,464	35.6	13,288	15,473	17,415
总拨备	(1,514)	(30)	(353)	(280)	20.7	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	15,018	5,443	6,909	8,172	18.3	11,464	40.3	13,288	15,473	17,415
来自联营及合资公司的利润(税前)	(403)	(388)	(274)	2,061	-	(174)	-	(181)	(189)	(198)
其他税前项目	416	432	211	167	-20.9	174	4.0	181	189	198
税前利润 (UBS)	15,031	5,487	6,846	10,400	51.9	11,464	10.2	13,288	15,473	17,415
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	15,031	5,487	6,846	10,400	51.9	11,464	10.2	13,288	15,473	17,415
税项	(2,427)	(1,180)	(1,538)	(2,280)	-48.3	(2,514)	-10.2	(2,914)	(3,393)	(3,818)
税后利润	12,604	4,307	5,308	8,119	53.0	8,950	10.2	10,375	12,080	13,596
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(28)	(69)	(64)	(446)	NM	(448)	-0.4	(460)	(474)	(488)
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	7,673	46.3	8,503	10.8	9,914	11,607	13,109
净利润(不计优先股股息)	12,576	4,237	5,244	7,673	46.3	8,503	10.8	9,914	11,607	13,109
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	7,673	46.3	8,503	10.8	9,914	11,607	13,109
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.23	0.38	0.48	0.70	46.3	0.77	10.8	0.90	1.05	1.19
每股收益(UBS 稀释后)	1.23	0.38	0.48	0.70	46.3	0.77	10.8	0.90	1.05	1.19
拨备前营业利润(稀释后)	1.62	0.50	0.66	0.77	16.4	1.04	35.6	1.21	1.40	1.58
每股股息净值	0.43	0.30	0.15	0.22	46.7	0.24	9.1	0.28	0.32	0.36
每股账面价值	7.86	7.85	7.96	8.57	7.7	9.21	7.5	9.99	10.90	11.94
每股账面价值(UBS)	7.86	7.85	7.96	8.57	7.7	9.21	7.5	9.99	10.90	11.94
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	148,280	168,508	271,354	426,374	57.1	517,593	21.4	602,772	689,498	771,916
银行资产(平均)	150,729	158,394	219,931	348,864	58.6	471,984	35.3	560,183	646,135	730,707
总资产(年底)	148,280	168,508	271,354	426,374	57.1	517,593	21.4	602,772	689,498	771,916
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	2,604	8,838	41,297	83,928	103.2	108,259	29.0	125,754	145,539	161,304
客户贷款(平均)	1,613	5,721	25,068	62,613	149.8	96,093	53.5	117,006	135,646	153,421
生息资产 (平均)	102,579	120,148	171,696	258,501	50.6	322,956	24.9	388,101	452,390	516,271
客户存款	35,760	33,852	40,125	66,178	64.9	68,163	3.0	70,208	72,314	74,484
普通股权益(年底)	86,587	86,465	87,688	94,411	7.7	101,509	7.5	110,047	120,125	131,552
普通股权益(平均)	78,511	86,526	87,077	91,050	4.6	97,960	7.6	105,778	115,086	125,838
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	86,990	86,684	89,402	96,347	7.8	103,670	7.6	112,438	122,752	134,423
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	78,919	86,837	88,043	92,875	5.5	100,009	7.7	108,054	117,595	128,588
有形资产净值	86,990	86,684	89,402	96,347	7.8	103,670	7.6	112,438	122,752	134,423
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	1.8	5.2	15.2	19.7	29.3	20.9	6.3	20.9	21.1	20.9
存款/银行资产(年底)	24.1	20.1	14.8	15.5	5.0	13.2	-15.2	11.6	10.5	9.6
存贷比	7.3	26.1	102.9	126.8	23.2	158.8	25.2	179.1	201.3	216.6
股东资金总额/银行资产(年底)	58.7	51.4	32.9	22.6	-31.4	20.0	-11.4	18.7	17.8	17.4

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。

中信证券 (600030.SS)

资本充足率 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
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	86,587	86,465	87,688	94,411	101,509	110,047	120,125	131,552
权益对资产比率%	58.4	51.3	32.3	22.1	19.6	18.3	17.4	17.0
有形权益对有形资产比率%	58.4	51.3	32.3	22.1	19.6	18.3	17.4	17.0
资产质量 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
拨备：平均贷款余额	0.0	0.0	0.0	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
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净息差(平均资产)	0.93	0.77	0.38	0.19	0.24	0.24	0.28	0.31
拨备与营业利润比率	9.2	0.5	4.9	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	16.0	4.9	6.0	8.4	8.7	9.4	10.1	10.4
经调整的资产收益率	16.0	4.9	6.0	8.4	8.7	9.4	10.1	10.4
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	8.36	2.72	2.41	2.33	1.90	1.85	1.87	1.86
生产率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
成本收入比	34.0	53.2	54.9	63.8	59.8	59.8	58.6	58.4
成本与平均资产比率	5.64	3.93	4.03	4.27	3.61	3.53	3.39	3.34
薪酬费用比	23.2	40.9	41.1	38.0	31.5	28.8	26.2	24.3
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	-9.9	-53.3	37.8	45.0	22.0	15.9	13.1	11.9
拨备前营业利润	1.4	-66.9	32.7	16.4	35.6	15.9	16.4	12.5
净利润 (UBS)	11.2	-66.3	23.8	46.3	10.8	16.6	17.1	12.9
每股股息净值	-14.0	-30.2	-50.0	46.7	9.1	16.7	14.3	12.5
总资产(年底)	-3.2	13.6	61.0	57.1	21.4	16.5	14.4	12.0
客户贷款	318.7	239.4	367.3	103.2	29.0	16.2	15.7	10.8
客户存款	-42.2	-5.3	18.5	64.9	3.0	3.0	3.0	3.0
Value (x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值/收入	-	11.4	8.7	6.5	5.3	4.6	4.1	3.6
市值/存款	-	3.9	3.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	17.8	13.1	11.3	9.7	8.6
市盈率(本地 GAAP, 基本)	10.2	30.6	25.9	19.6	17.6	15.1	12.9	11.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	19.6	17.6	15.1	12.9	11.4
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	1.6	1.8	2.1	2.3	2.6
市净率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

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

预测回报率

预测股价涨幅	+26.0%
预测股息收益率	1.8%
预测股票回报率	+27.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+18.6%

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。考虑到非现场开户放开、互联网技术应用以及证券行业市场化改革持续推进的影响，我们预计未来行业佣金率下降将是一个持续的过程，证券行业佣金率面临一定的下滑风险。中信证券债务融资规模较大、杠杆率提升速度较快，利息支出对公司业绩形成一定压力；此外，公司 2013 年 8 月完成对 CLSA 全资收购，并将国际化作为公司重要战略，海外扩张具有较大的不确定性。

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。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

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

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	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 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 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
中信证券 ^{2, 4, 5, 16}	600030.SS	买入	不适用	Rmb13.62	2014 年 11 月 07 日

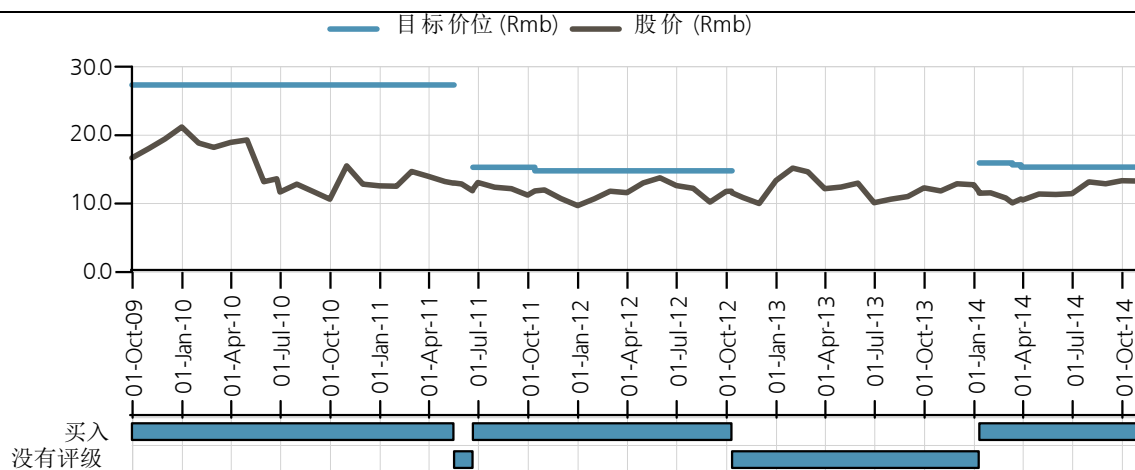
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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。

2. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中信证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 7 日

全球声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（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。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/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。

