

Key Call: 用友软件

企业互联网平台逐步成形

传统企业连接互联网的入口，战略价值提升

我们判断用友软件将成为传统企业连接互联网的入口。互联网的快速发展，使得传统企业（特别是中小型企业）越来越希望通过网络开拓产品销售，提升经营能力，或者获得金融税务等服务。用友的畅捷通平台目前是国内服务中小企业的领先云计算平台，我们预计越来越多的中小企业客户将通过用友接入互联网。我们预计，公司 2014-16 年云计算平台上中小企业累计客户数分别为 20 万家/100 万家/200 万家，长远来看小微企业云计算市场潜力极大。

互联网业务：互联网金融全面布局优势显著

发起设立 P2P 平台友金所、畅捷支付获得第三方支付牌照是用友今年在互联网金融领域的两大战略布局，我们预计公司在互联网金融领域布局还会加快。公司目前是国内上市公司中互联网金融业务布局最为完整，客户优势最为明显的企业。我们预计互联网金融服务将是用友云计算平台收入的主要来源。

软件业务：国产化替代的受益者

我们预计用友传统软件业务（尤其大中型企业）未来 3 年依然能够维持 25% 以上利润增长。一方面，国产化趋势为公司提供了扩大市场份额的良机；另一方面，公司打造生态系统的努力逐步见效，分签分销实施服务订单帮助公司的大中型企业软件业务利润率从 2013 年开始稳步提升，改善趋势有望维持。

估值：维持买入评级，上调目标价至 31.50 元

我们小幅上调公司 2014-16 年 EPS 至 0.58 元/0.78 元/1.11 元，考虑用友的商业模式正处于重大转型阶段，我们采用分部估值法进行估值：给予软件业务/2015 年 30 倍 PE 得到其 201 亿元估值；给予互联网业务 2015 年 20 倍 PS 估值得到 164 亿估值；公司合计估值 365 亿，得到新目标价 31.5 元。

Equities

中国
软件业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb31.50**
之前: **Rmb22.30**

股价 **Rmb24.59**

路透代码: 600588.SS 彭博代码 600588 CH

交易数据和主要指标

| | |
|------------------|------------------------|
| 52 周股价波动范围 | Rmb24.59-9.85 |
| 市值 | Rmb28.7 十亿/US\$4.68 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) | 31,295 |
| 日均成交额(Rmb 百万) | Rmb575.8 |
| 普通股股东权益 (12/14E) | Rmb3.75 十亿 |
| 市净率 (12/14E) | 7.6x |
| 净债务 / EBITDA | NM |

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

| | 从 | 到 | % 市场预测 |
|--------|------|------|--------|
| 12/14E | 0.58 | 0.58 | 0.94 |
| 12/15E | 0.75 | 0.78 | 4.54 |
| 12/16E | 1.06 | 1.11 | 5.01 |

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 | 4,392 | 5,123 | 6,090 | 7,118 | 7,915 |
| 息税前利润(UBS) | 334 | 208 | 308 | 508 | 773 | 1,148 | 1,671 | 1,948 |
| 净利润(UBS) | 537 | 380 | 548 | 679 | 912 | 1,291 | 1,775 | 2,046 |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | 0.55 | 0.39 | 0.57 | 0.58 | 0.78 | 1.11 | 1.52 | 1.76 |
| 每股股息(Rmb) | 0.28 | 0.16 | 0.25 | 0.27 | 0.39 | 0.53 | 0.61 | 0.68 |
| 现金 / (净债务) | 713 | 408 | 185 | 757 | 1,372 | 2,309 | 3,445 | 4,835 |
| 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 | 11.6 | 15.1 | 18.9 | 23.5 | 24.6 |
| ROIC (EBIT) (%) | 18.9 | 8.9 | 11.8 | 18.5 | 28.1 | 41.6 | 59.3 | 66.7 |
| EV/EBITDA(core)x | 36.9 | 41.2 | 24.6 | 41.9 | 29.0 | 19.9 | 13.8 | 11.4 |
| 市盈率(UBS, 稀释后) (x) | 26.9 | 30.7 | 16.7 | 42.2 | 31.4 | 22.2 | 16.1 | 14.0 |
| 权益自由现金流(UBS) 收益率 % | 1.1 | 1.0 | 1.5 | 2.5 | 3.4 | 4.9 | 6.1 | 7.0 |
| 净股息收益率(%) | 1.9 | 1.4 | 2.7 | 1.1 | 1.6 | 2.2 | 2.5 | 2.8 |

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 11 月 20 日 15 时 26 分的股价(Rmb24.59)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、0.78 元和 1.11 元，根据分部估值法得到目标价 31.50 元，给予买入评级。

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 14/15/16 年盈利预测将上调为 0.60/0.90/1.27 元，则每股估值水平为 35 元，较我们的中性假设高 11%。

悲观情景

假设 SaaS 用户数和收入增长低于我们的测算，则公司的盈利预测将下调为 0.50/0.72/1.02 元，则每股估值水平为 26 元，较我们的中性假设低 17%。

近期催化剂

国家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；
获得民营银行业务牌照。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb31.50

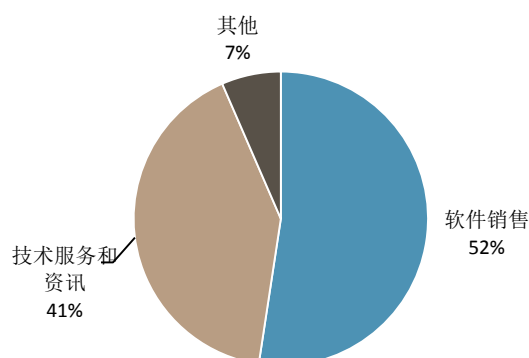
公司简介

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将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有望成为未来在管理软件行业立足的根本。

2013 产品收入分拆



来源：公司数据

各产品毛利（百万人民币）

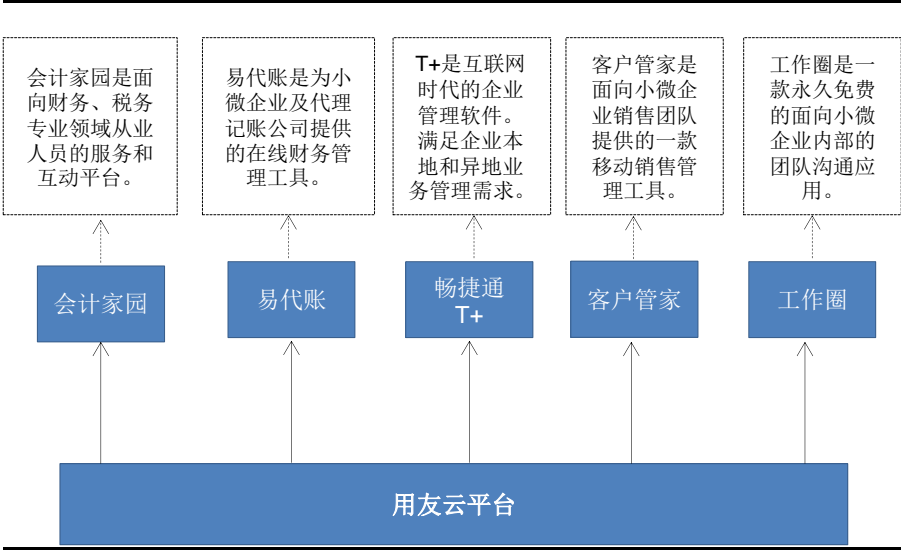
| (unit m) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 软件销售 | 2,179 | 2,104 | 2,275 | 2,517 | 2,805 |
| 软件服务 | 1,314 | 502 | 502 | 483 | 549 |
| 其它 | 68 | 111 | 97 | 447 | 845 |
| 合计 | 3,560 | 2,717 | 2,875 | 3,447 | 4,199 |

来源：公司数据、瑞银证券估算

传统企业连接互联网的入口，战略价值提升

我们判断用友软件将成为传统企业连接互联网的入口。互联网的快速发展，使得传统企业（特别是中小型企业）越来越希望通过网络开拓产品销售，提升经营能力，或者获得金融税务等服务。用友的畅捷通平台目前是国内服务中小企业的领先云计算平台，我们预计越来越多的中小企业客户通过用友接入互联网。我们预计公司 2014-16 年云计算平台上中小企业累计客户数分别为 20 万家/100 万家/200 万家。长远来看，中国共有 1170 万小微企业和 4400 万个体商户，小微企业云计算市场潜力巨大。

图表 1: 用友共有云平台目前所提供的服务



来源: 公司公告

小微企业长尾客户构成的蓝海

中国小微企业数量庞大。根据国家工商总局在其网站公布了《全国小型微型企业发展情况报告》，根据工商总局调查，截至 2013 年底，我国实有小微企业 1169.87 万户，占企业总数的 76.57%。若将 4436.29 万户个体工商户视作微型企业纳入统计，则小微企业在工商登记注册的市场主体中所占比重达到 94.15%。

根据工商总局的统计，我国小微企业创造的最终产品和服务价值相当于国内生产总值的 60%，纳税占国家税收总额的 50%，完成了 65%的发明专利和 80%以上的新产品开发。

由此可见，小微企业的云计算市场的市场潜力非常大。

小微企业信息化/互联网化需求如何满足？

我们认为云计算是满足小微企业信息化/互联网化的主要手段。

- (1) 小微企业本身利润有限，难以支撑高价格的软件产品购买费用；
- (2) 小微企业数量非常庞大，依靠软件销售人员的传统销售方式难以覆盖大量小微企业用户，而且也并不经济。

但是小微企业对财务、报税、库存管理和服务客户等方面的信息化需求依然比较迫切。

互联网技术能够方便解决上述问题。我们认为通过向小微企业免费或者近乎免费提供在线的 IT 服务，可以吸引大量中小企业客户将互联网作为其主要的内部工作平台，而不再是一个个分裂的个体用户。

此外，延伸来看，小微企业的销售、融资、支付、存款等服务大多也都可以在线的方式完成，而这一市场目前来看还是处于发展的初期。小微企业的产品销售和客户关系维护可以借助微信/QQ 等社交平台来完成，互联网金融类服务则可能未来由互联网银行或者传统银行在线提供的服务来实现。

平台提供方如何获得利润？

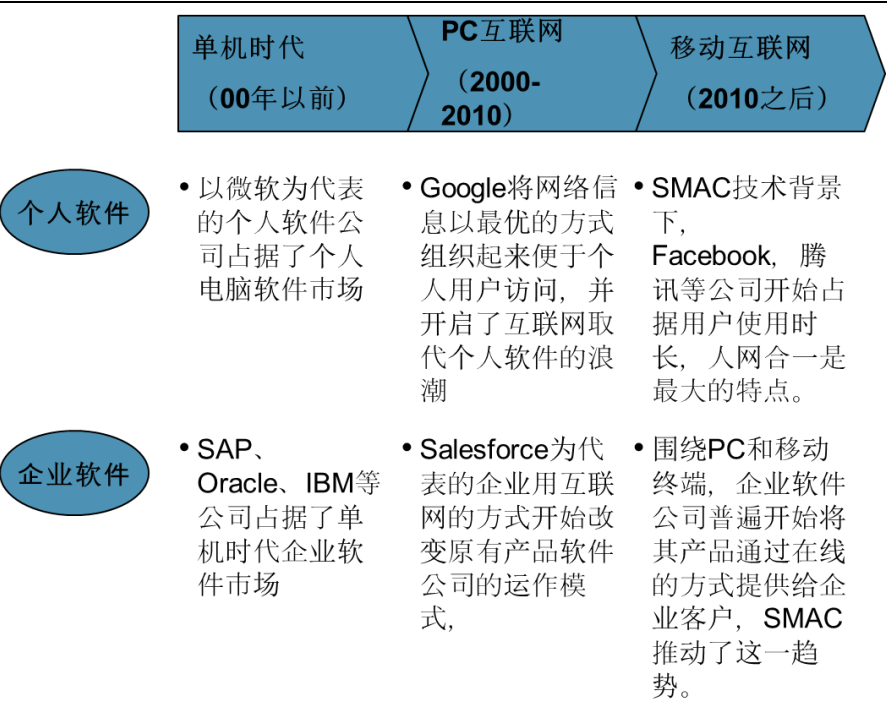
免费提供产品+增值服务收费可能是未来的核心商业模式。如上面所述，小微企业由于本身支付能力不足，付费意愿也并不强，云计算直接收费的商业模式在小微企业市场往往会遇到比较大的推广阻力。我们认为基本服务免费+增值服务收费的商业模式比较符合这一市场的特点。而向小微企业提供在线金融类业务服务是比较容易获益的。

谁能够胜出？

我们认为产品能力强的公司将更容易在企业互联网化的浪潮中获胜。

传统销售软件的时代，企业销售人员的规模和素质，销售网络的覆盖面，销售渠道利益分配是否通常至关重要，产品本身的好坏往往不如销售，尤其是软件这样一种无形的产品，客户容易被销售人员所左右。但是有了互联网这样一个低成本的推广方式，传统渠道价值会下降，产品能力就会成为最为重要的考量。我们认为用友作为经过长期市场考验的企业软件公司，其产品能力更符合市场要求，在互联网时代其市场份额可能突破传统软件企业销售半径的约束，获得更大的增长空间。

图表 2: 企业软件市场和个人软件市场演变比较



来源: 瑞银证券

互联网金融：变现的重要手段

用友在互联网业务未来将有望通过金融业务实现变现。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。

互联网向金融领域不断渗透

从目前国内互联网行业发展的趋势来看，互联网行业正在加速向传统行业渗透，传统行业公司正在积极拥抱互联网。金融行业也不例外，

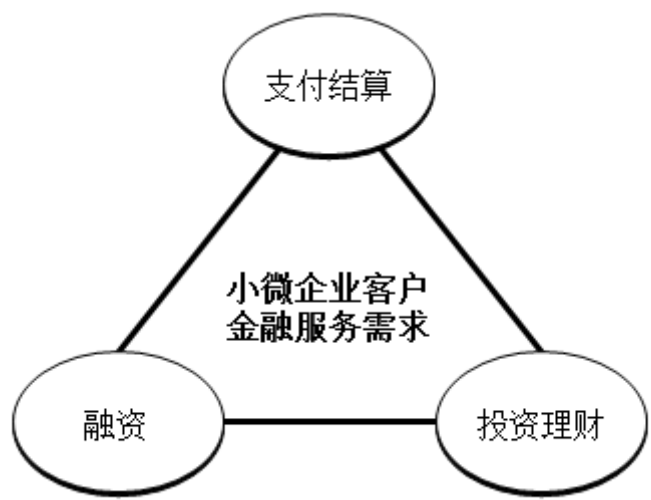
小微企业融资困难的现状：

- (1) 银行信贷资源分配不平衡，大企业较容易获得信贷资源而小微企业比较困难。
- (2) 小微企业自身经营特点也导致传统银行的业务模式难以向小微企业提供优质服务。
- (3) 国内第三方征信发展比较落后，不能有效降低金融机构同小微企业之间的信息不对称。

互联网能够帮助金融机构部分解决上述问题。通过互联网和大数据可以帮助金融机构更好的评估小微企业的风险，设定合理的利息水平。利用互联网平台，金融机构同时也能够降低向中小企业放贷的经营成本。

支付、贷款和企业理财是目前互联网金融三大主要的突破口。企业的金融需求主要集中在支付、信贷和资金理财三个方面，我们认为互联网金融企业将以这三大方向作为主要的突破口。

图表 3: 小微企业客户的金融服务需求主要分为三类



来源: 瑞银证券

上述三类需求均可以通过互联网技术进行优化，我们预计互联网技术将在金融领域得到更多的应用。

大数据的价值

企业在用友的云平台上进行财务记账、进销存、客户关系和订单管理等等内部管理活动，会产生大量的经营数据。这些数据对于金融机构来说是具备很大的商业价值。

用友和阿里巴巴的互联网金融架构比较

我们认为用友软件的互联网金融业务布局比较全面，仅次于在企业互联网方面有着深厚积累的阿里巴巴小微金融企业。

图表 4: 用友金融业务布局和蚂蚁金服的比较

| | | 蚂蚁金服 | 用友金融 |
|-------|-------|----------------------------------|--|
| 旗下板块 | 第三方支付 | 支付宝 | 畅捷支付 |
| | 货币基金 | 余额宝 | 无 |
| | 在线理财 | 招财宝 | 无 |
| | 小额贷款 | 蚂蚁小贷 | 友金所 (P2P) |
| | 民营银行 | 网商银行 (筹) | 中关村科技银行 (申请中) |
| 大数据资源 | | 企业客户交易数据 | 企业客户财务/税务/进销存数据 |
| 业务模式 | | 开放云计算、大数据、信用体系等底层平台，构建金融新生态 | 基于现有企业客户以及云计算布局带来的增量客户，通过第三方支付、P2P、银行等金融增值业务变现 |
| 客户数 | | 蚂蚁小贷70万家小微客户；阿里巴巴电子商务平台约800万企业客户 | 160万小微+40万大中客户 其中目前12万家小微客户活跃在云平台上 |

来源: 瑞银证券

用友的互联网金融业务未来由 P2P，在线支付和网络银行构成。我们预计公司 2014-2016 年用友互联网业务收入如下：（含畅捷通的软件收入）

图表 5: 用友互联网业务板块的收入预测

| (人民币 百万元) | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|
| 畅捷通 | 370 | 420 | 450 |
| P2P | 20 | 150 | 450 |
| 在线支付 | 10 | 50 | 100 |
| 互联网银行 | | 200 | 600 |
| 合计 | 400 | 820 | 1600 |

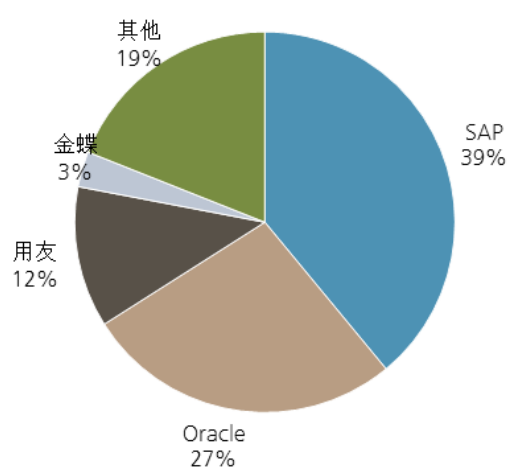
来源: 瑞银证券估算

中大型企业软件业务：ERP 的国产化

我们认为国内 ERP 产品距离外资品牌产品的差距在过去十多年时间中已经大大缩小。在中小型企业 ERP 市场，本土品牌占据优势地位，然而在中大型企业市场，本土品牌的市场份额还远不及海外品牌。

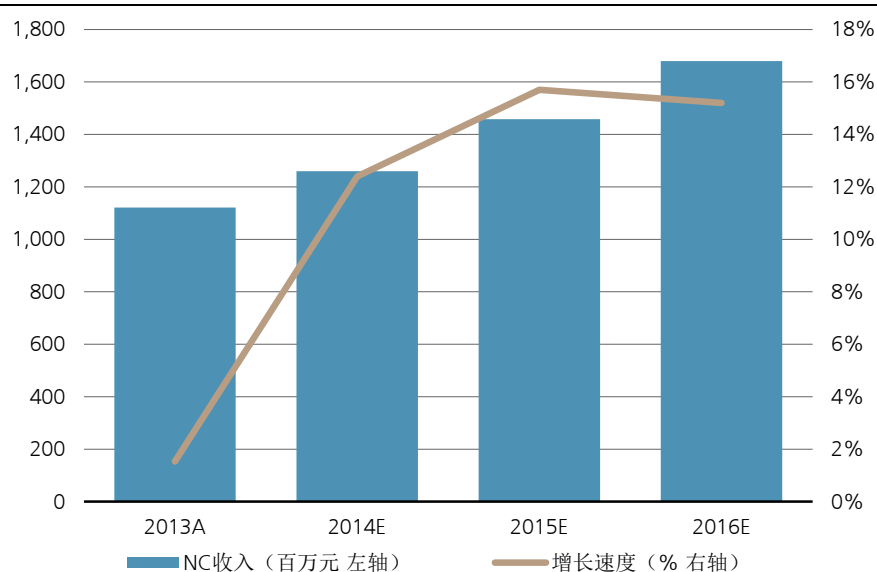
市场环境正在发生变化：我们看到国内中大型企业 ERP 市场竞争格局正在发生显著变化，利用政府推动软件国产化的契机，本土 ERP 厂商有望迎来良好的发展机遇。我们认为未来国产品牌的 ERP 市场份额可能从目前的 35% 左右扩大到 70%，而其中本土龙头品牌用友软件将最为受益这一趋势。

图表 6: 中国中大型企业 ERP 市场份额



来源: IDC

图表 7: 用友新世纪 (NC) ERP 软件收入



来源: Wind, 瑞银证券估算

估值和盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.58/0.78/1.11 元。考虑到目前用友软件公司的战略发展方向正处于重大转型阶段，我们认为采用分部估值法对用友进行估值更加合理。

（1）软件业务：

主要业务单元：该部分主要为面向大中型企业提供 ERP 及相关管理软件产品和服务的业务，包含了用友高端业务公司（NC），用友中端业务公司（优普，U 系列），用友烟草、用友汽车、用友政务等面向大型企业客户和政府业务的行业子公司）。

核心驱动力：软件国产化，工业 4.0 浪潮，制造业升级。

我们预计用友的软件业务 2014-2016 年净利润约为 5.0 亿元，6.7 亿元和 8.5 亿元。该部分业务 EPS 约为 0.43 元/0.58 元/0.73 元，我们基于 2015 年 30 倍 PE（参考公司转型前的历史估值水平），得到该部分估值 201 亿元，折合每股价值 17.4 元。

（2）互联网业务：

主要包含用友畅捷通、用友互联网金融业务（互联网支付、P2P 和民营银行）、用友移动转售业务。该类业务特点是利用用友的海量小微企业客户，通过提供增值服务来实现变现。

驱动力：小微企业的互联网金融服务需求大幅提升，云计算的快速普及。

我们预计用友的互联网业务 2014-2016 年收入分别为 4 亿，8.5 亿和 16 亿元。我们对照美股企业互联网（SaaS 类）公司的估值体系，给予用友 2015 年 20 倍 PS 的估值，对应 164 亿估值，折合每股价值 14.1 元。由于国内并没有可比的 SaaS 公司，我们的 20 倍 PS 是我们参考美国的 SaaS 公司的估值水平给出。

图表 8: 用友互联网业务的收入预测

| | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------|-------|-------|-------|
| 畅捷通 | 370 | 420 | 450 |
| P2P | 20 | 150 | 450 |
| 在线支付 | 10 | 50 | 100 |
| 互联网银行 | | 200 | 600 |
| 合计 | 400 | 820 | 1600 |

来源: 瑞银证券估算

综上所述，我们加总得到用友软件的新目标价为 31.5 元。

美国上市企业互联网公司（SaaS）估值比较：

美国是 SaaS 公司的大本营，CRM、WDAY、CNQR、NOW 等。目前美国投资者已经将软件行业上市公司分为鲜明的两类，SaaS（上面几家）和非 SaaS（微软，Oracle 等）。过去 5 年，SaaS 类公司的股价表现远好于非 SaaS 类软件公司。

我们看到美国市场评估云计算公司最常见的估值工具：P/S，同时重视两个指标：收入增速（Revenue Growth）和潜在市场空间（TAM）。我们将用友的互联网业务和美股相关上市公司做一比较。我们认为用友的互联网业务处于发展的初级阶段，可类比美国 SaaS 公司 2005-2008 年的导入期，收入增长速度比较快，但是由于投入非常大，业务处于亏损状态。综合考虑公司收入增长速度，所在行业市场规模等因素，我们认为给予用友的互联网业务 2015 年 20 倍 PS 是合理的。

图表 9: 中美云计算公司估值比较

| | P/S (15E) | 3 年收入复合增速 | 所在行业市场空间 (亿美金) |
|-----------|-----------|-----------|-------------------|
| WDAY | 19.6 | 67% | 350 |
| CSOD | 7.9 | 45% | 80 |
| CRM | 7.0 | 25% | 250 |
| CNQR | 6.5 | 25% | 100 |
| JIVE | 9.0 | 37% | 60 |
| VMW | 8.6 | 19% | 150 |
| NOW | 8.8 | 63% | 50 |
| SPLK | 14.5 | 39% | 40 |
| 平均 | 10.2 | 40% | |
| 用友（互联网业务） | 20.0 | 70% | 500 |

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算

A 股可比公司对比

我们将用友和市场上主要的互联网金融企业以及转型互联网的软件企业的估值做一比较。目前这批互联网金融公司的 2014-16 年 PE 分别为 124 倍，65 倍和 52 倍。用友的估值水平较上述公司低，我们认为主要是因为公司市值较大和利润体量较大。我们的目标价对应 2015 年 40 倍 PE，较行业平均有 40% 的折扣，我们认为还是比较合理的。

图表 10: A 股转型互联网的软件公司估值对照表

| 公司 | 代码 | 股价 | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | CAGR | PEG |
|------|-----------|-------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------|------|
| | | (元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 2014E | 2015E | 2016E | (13-16E%) | (倍) |
| 恒生电子 | 600570.SH | 41.75 | 0.52 | 0.70 | 0.88 | 1.12 | 59.3 | 47.7 | 37.2 | 17.0 | 3.50 |
| 金证股份 | 600446.SH | 50.04 | 0.42 | 0.59 | 0.86 | 1.18 | 84.5 | 58.3 | 42.4 | 25.8 | 3.28 |
| 安硕信息 | 300380.SZ | 72.04 | 0.78 | 0.82 | 1.03 | 1.27 | 88.0 | 70.0 | 56.6 | 15.8 | 5.56 |
| 银之杰 | 300085.SZ | 41.35 | 0.12 | 0.13 | 0.42 | 0.52 | 320.0 | 97.8 | 80.3 | 58.6 | 5.46 |
| 鼎捷软件 | 300378.SZ | 38.21 | 1.07 | 0.57 | 0.72 | 0.94 | 66.9 | 53.0 | 40.9 | 17.8 | 3.75 |
| 行业平均 | | | | | | | 123.7 | 65.4 | 51.5 | 27.0 | 4.3 |
| 用友软件 | 600588.SH | 24.59 | 0.47 | 0.58 | 0.78 | 1.11 | 42.4 | 31.5 | 22.2 | 24.2 | 1.8 |

来源: Wind, 注: 股价截至 2014 年 11 月 19 日

恒生电子和用友软件为瑞银证券盈利预测

另外，我们采用绝对估值方法来验证我们的目标价。在 WACC=8.1%的假设下，根据瑞银 VCAM 模型计算贴现现金流得出公司合理估值为 31.1 元。这一估值水平同我们按照分部估值法得出的目标价基本一致。

图表 11: 用友软件贴现现金流估值表

| 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 | 508 | 773 | 1,148 | 1,671 | 1,948 | 2,837 | 3,043 | 3,247 | 3,448 | 3,641 |
| 折旧及摊销* | 158 | 172 | 196 | 203 | 222 | 355 | 371 | 385 | 397 | 405 |
| 资本支出 | (159) | (177) | (202) | (228) | (248) | (213) | (237) | (264) | (293) | (324) |
| 运营资本变动 | 278 | (139) | (106) | (239) | (146) | (239) | (178) | (190) | (201) | (212) |
| 所得税(营运) | (51) | (77) | (115) | (167) | (195) | (284) | (304) | (325) | (345) | (364) |
| 其他 | (1) | (22) | (29) | (31) | (24) | (28) | (31) | (33) | (36) | (38) |
| 自由现金流 | 734 | 529 | 893 | 1,209 | 1,557 | 2,427 | 2,663 | 2,821 | 2,970 | 3,108 |
| 增长 | | -28.0% | 68.7% | 35.4% | 28.8% | 55.9% | 9.7% | 5.9% | 5.3% | 4.6% |

| 估值 | |
|-----------------------|---------------|
| 明计现金流现值 | 22,003 |
| 期末价值(第 20 年) 现值 | 11,208 |
| 企业价值 | 33,211 |
| 占永续价值百分比 | 34% |
| 联营公司及其他 | 413 |
| 少数股东权益 | 139 |
| 现金盈余** | 1,664 |
| 债务*** | 1,105 |
| 权益价值 | 34,045 |
| 已发行股数 [m] | 1,165.4 |
| 每股权益价值 (Rmb/股) | 29.20 |
| 权益成本 | 8.1% |
| 股息收益率 | 1.5% |
| 1年期目标价 (Rmb/股) | 31.10 |

| 长期假设值 | | | |
|-----------|-------|-------|-------|
| 相对年 | +10E | +15E | +25E |
| 销售额增长 | 10.5% | 10.0% | 4.0% |
| 息税前利润率 | 27.0% | 17.3% | 10.1% |
| 资本支出/销售收入 | 2.4% | 2.2% | 2.1% |
| 投资资本回报率 | 72.6% | 59.8% | 38.8% |

| 估值对应指标 | | | |
|--------------|-------|-------|-------|
| 财年 | 2014E | 2015E | 1年期预期 |
| 企业价值 / | | | |
| 息税折旧摊销前利润 | 49.9x | 35.2x | 36.4x |
| 企业价值 / 息税前利润 | 65.3x | 43.0x | 44.7x |
| 自由现金流收益率 | 2.2% | 1.6% | 1.7% |
| 市盈率(现值) | 50.1x | 37.3x | 38.4x |
| 市盈率(目标) | 53.3x | 39.7x | 40.9x |

| 加权平均资本成本 | |
|-------------|-------------|
| 无风险利 | 4.16% |
| 权益风险溢价 | 5.0% |
| 贝塔系数 | 0.79 |
| 债务/权益比 | 3.9% |
| 边际税率 | 10.0% |
| 权益成本 | 8.1% |
| 债务成本 | 6.4% |
| WACC | 8.1% |

| 期末假设值 | |
|-----------------|------|
| VCH(年数) | 20 |
| 对应的自由现金流增长 | 0.8% |
| 回报率增幅 | 7.5% |
| 企业价值 / 息税折旧摊销前利 | 9.6x |

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)

| 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 | 4,392 | 0.7 | 5,123 | 16.7 | 6,090 | 7,118 | 7,915 |
| 毛利 | 3,499 | 3,560 | 2,717 | 2,875 | 5.8 | 3,447 | 19.9 | 4,199 | 5,080 | 5,652 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 443 | 324 | 421 | 666 | 58.1 | 944 | 41.8 | 1,344 | 1,874 | 2,170 |
| 折旧和摊销 | (109) | (117) | (113) | (158) | 39.9 | (172) | 8.7 | (196) | (203) | (222) |
| 息税前利润(UBS) | 334 | 208 | 308 | 508 | 64.8 | 773 | 52.0 | 1,148 | 1,671 | 1,948 |
| 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 | 323 | -22.4 | 354 | 9.4 | 390 | 422 | 453 |
| 净利息 | (32) | (57) | (78) | (61) | 21.6 | (37) | 40.2 | (12) | 5 | 17 |
| 例外项目 (包括商誉) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 606 | 441 | 647 | 770 | 19.1 | 1,090 | 41.5 | 1,526 | 2,098 | 2,418 |
| 税项 | (55) | (54) | (78) | (77) | 1.7 | (109) | -41.5 | (153) | (210) | (242) |
| 税后利润 | 551 | 387 | 569 | 693 | 21.9 | 981 | 41.5 | 1,374 | 1,888 | 2,176 |
| 优先股股息及少数股权 | (14) | (8) | (21) | (14) | 33.2 | (69) | -395.2 | (82) | (113) | (131) |
| 非常项目 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 (本地 GAAP) | 537 | 380 | 548 | 679 | 24.0 | 912 | 34.3 | 1,291 | 1,775 | 2,046 |
| 净利润 (UBS) | 537 | 380 | 548 | 679 | 24.0 | 912 | 34.3 | 1,291 | 1,775 | 2,046 |
| 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) | 0.55 | 0.39 | 0.57 | 0.58 | 2.1 | 0.78 | 34.3 | 1.11 | 1.52 | 1.76 |
| 每股收益(本地会计准则, 稀释后) | 0.55 | 0.39 | 0.57 | 0.58 | 2.1 | 0.78 | 34.3 | 1.11 | 1.52 | 1.76 |
| 每股收益 (UBS, 基本) | 0.55 | 0.39 | 0.57 | 0.58 | 2.1 | 0.78 | 34.3 | 1.11 | 1.52 | 1.76 |
| 每股股息净值(Rmb) | 0.28 | 0.16 | 0.25 | 0.27 | 8.3 | 0.39 | 41.5 | 0.53 | 0.61 | 0.68 |
| 每股账面价值 | 2.51 | 2.55 | 2.80 | 3.22 | 14.8 | 3.73 | 15.8 | 4.45 | 5.44 | 6.58 |
| 平均股数(稀释后) | 979.08 | 979.08 | 959.25 | 1,165.40 | 21.5 | 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 | 1,757 | -16.3 | 2,049 | 16.7 | 2,707 | 3,843 | 5,233 |
| 其他流动资产 | 1,394 | 1,502 | 1,638 | 1,533 | -6.4 | 1,752 | 14.3 | 1,966 | 2,286 | 2,542 |
| 流动资产总额 | 2,791 | 3,199 | 3,738 | 3,289 | -12.0 | 3,801 | 15.6 | 4,673 | 6,129 | 7,775 |
| 有形固定资产净值 | 1,132 | 1,389 | 1,597 | 1,570 | -1.7 | 1,540 | -1.9 | 1,507 | 1,492 | 1,478 |
| 无形固定资产净值 | 1,268 | 1,286 | 1,383 | 1,415 | 2.4 | 1,456 | 2.9 | 1,499 | 1,544 | 1,590 |
| 投资/其他资产 | 271 | 282 | 512 | 512 | 0.0 | 512 | 0.0 | 512 | 512 | 512 |
| 总资产 | 5,462 | 6,156 | 7,230 | 6,787 | -6.1 | 7,309 | 7.7 | 8,192 | 9,678 | 11,355 |
| 应付账款和其他短期负债 | 1,734 | 1,739 | 1,930 | 1,881 | -2.5 | 2,067 | 9.9 | 2,307 | 2,526 | 2,743 |
| 短期债务 | 504 | 1,131 | 1,081 | 663 | -38.72 | 341 | -48.54 | 61 | 61 | 61 |
| 流动负债总额 | 2,239 | 2,869 | 3,011 | 2,544 | -15.5 | 2,408 | -5.4 | 2,368 | 2,587 | 2,804 |
| 长期债务 | 180 | 159 | 833 | 337 | -59.6 | 337 | 0.0 | 337 | 337 | 337 |
| 其它长期负债 | 16 | 55 | 23 | 7 | -69.5 | 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) | 2,435 | 3,083 | 3,867 | 2,887 | -25.3 | 2,748 | -4.8 | 2,709 | 2,928 | 3,145 |
| 普通股股东权益 | 2,956 | 2,994 | 3,227 | 3,750 | 16.2 | 4,343 | 15.8 | 5,182 | 6,336 | 7,666 |
| 少数股东权益 | 72 | 80 | 136 | 150 | 10.2 | 218 | 45.9 | 301 | 414 | 545 |
| 负债和权益总计 | 5,462 | 6,156 | 7,230 | 6,787 | -6.1 | 7,309 | 7.7 | 8,192 | 9,678 | 11,355 |
| 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 | 679 | 24.0 | 912 | 34.3 | 1,291 | 1,775 | 2,046 |
| 折旧和摊销 | 109 | 117 | 113 | 158 | 39.9 | 172 | 8.7 | 196 | 203 | 222 |
| 营运资本变动净值 | (281) | (107) | 0 | 141 | - | (114) | - | (91) | (240) | 0 |
| 其他营业性现金流 | 106 | 109 | (113) | (91) | 19.3 | 177 | - | 208 | 243 | 0 |
| 经营性现金流 | 472 | 499 | 548 | 887 | 61.9 | 1,147 | 29.4 | 1,603 | 1,980 | 2,267 |
| 有形资本支出 | (283) | (365) | (379) | (159) | 58.2 | (177) | -11.7 | (202) | (228) | (248) |
| 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) | (159) | 74.2 | (180) | -13.5 | (202) | (228) | (248) |
| 已付股息 | (180) | (326) | (192) | (291) | -51.9 | (319) | -9.6 | (452) | (621) | (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) | 133 | - | (37) | - | (12) | 5 | 0 |
| 债务及优先股变化 | 320 | 599 | 593 | (915) | - | (322) | 64.86 | (280) | 0 | 0 |
| 融资性现金流 | 209 | 272 | 369 | (1,074) | - | (678) | 36.9 | (744) | (616) | (568) |
| 现金流量中现金的增加/(减少) | 52 | 365 | 301 | (345) | - | 290 | - | 658 | 1,136 | 1,451 |
| 外汇/非现金项目 | (53) | (65) | 102 | 2 | -98.1 | 3 | 48.4 | 0 | 0 | (61) |
| 资产负债表现金增加/(减少) | (1) | 300 | 403 | (343) | - | 293 | - | 658 | 1,136 | 1,390 |

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) | 26.9 | 30.7 | 16.7 | 42.2 | 31.4 | 22.2 | 16.1 | 14.0 |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) | 26.9 | 30.7 | 16.7 | 42.2 | 31.4 | 22.2 | 16.1 | 14.0 |
| 股价/每股现金收益 | 22.3 | 23.5 | 13.8 | 34.2 | 26.4 | 19.3 | 14.5 | 12.6 |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 % | 1.1 | 1.0 | 1.5 | 2.5 | 3.4 | 4.9 | 6.1 | 7.0 |
| 净股息收益率(%) | 1.9 | 1.4 | 2.7 | 1.1 | 1.6 | 2.2 | 2.5 | 2.8 |
| 市净率 | 5.9 | 4.7 | 3.4 | 7.6 | 6.6 | 5.5 | 4.5 | 3.7 |
| 企业价值/营业收入(核心) | 4.0 | 3.2 | 2.4 | 6.4 | 5.3 | 4.4 | 3.6 | 3.1 |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心) | 36.9 | 41.2 | 24.6 | 41.9 | 29.0 | 19.9 | 13.8 | 11.4 |
| 企业价值/息税前利润(核心) | NM | NM | NM | NM | NM | 23.3 | 15.4 | 12.6 |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心) | NM | NM | 27.3 | NM | 29.9 | 20.3 | 14.1 | 11.6 |
| 企业价值/运营投入资本 | 9.2 | 5.8 | 4.0 | NM | 10.0 | 9.7 | 9.1 | 8.4 |
| 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 | 28,657 | 28,657 | 28,657 | 28,657 | 28,657 |
| 净债务 (现金) | (878) | (560) | (297) | (471) | (1,064) | (1,840) | (2,877) | (4,140) |
| 少数股东权益 | 56 | 58 | 108 | 143 | 184 | 301 | 414 | 545 |
| 养老金拨备/其他 | 16 | 30 | 39 | 15 | 6 | 4 | 4 | 4 |
| 企业价值总额 | 16,506 | 13,526 | 10,799 | 28,344 | 27,782 | 27,122 | 26,198 | 25,066 |
| 非核心资产 | (163) | (177) | (420) | (420) | (420) | (420) | (420) | (420) |
| 核心企业价值 | 16,343 | 13,349 | 10,380 | 27,924 | 27,363 | 26,702 | 25,779 | 24,646 |
| 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 | 0.7 | 16.7 | 18.9 | 16.9 | 11.2 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 135.8 | -26.9 | 30.0 | 58.1 | 41.8 | 42.3 | 39.4 | 15.8 |
| 息税前利润(UBS) | NM | -37.9 | 48.6 | 64.8 | 52.0 | 48.6 | 45.5 | 16.6 |
| 每股收益(UBS 稀释后) | 34.7 | -29.3 | 47.3 | 2.1 | 34.3 | 41.5 | 37.5 | 15.2 |
| 每股股息净值 | 81.8 | -41.2 | 55.0 | 8.3 | 41.5 | 37.5 | 15.2 | 11.2 |
| 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 | 65.5 | 67.3 | 69.0 | 71.4 | 71.4 |
| 息税折旧摊销前利润率 | 10.8 | 7.7 | 9.7 | 15.2 | 18.4 | 22.1 | 26.3 | 27.4 |
| 息税前利润率 | 8.1 | 4.9 | 7.1 | 11.6 | 15.1 | 18.9 | 23.5 | 24.6 |
| 净利 (UBS) 率 | 13.0 | 9.0 | 12.6 | 15.5 | 17.8 | 21.2 | 24.9 | 25.8 |
| ROIC (EBIT) | 18.9 | 8.9 | 11.8 | 18.5 | 28.1 | 41.6 | 59.3 | 66.7 |
| 税后投资资本回报率 | 17.2 | 7.9 | 10.3 | 16.7 | 25.3 | 37.4 | 53.3 | 60.1 |
| 净股东权益回报率(UBS) | 19.6 | 12.8 | 17.6 | 19.5 | 22.5 | 27.1 | 30.8 | 29.2 |
| 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) | (1.1) | (1.5) | (1.7) | (1.8) | (2.2) |
| 净债务/总权益 % | (23.5) | (13.3) | (5.5) | (19.4) | (30.1) | (42.1) | (51.0) | (58.9) |
| 净债务 / (净债务 + 总权益) % | (30.8) | (15.3) | (5.8) | (24.1) | (43.0) | (72.8) | NM | NM |
| 净债务/企业价值 | (4.4) | (3.1) | (1.8) | (2.7) | (5.0) | (8.6) | (13.4) | (19.6) |
| 资本支出 / 折旧 % | NM | NM | NM | 147.1 | 142.2 | 139.4 | 155.6 | 155.2 |
| 资本支出/营业收入(%) | 6.9 | 8.6 | 8.7 | 3.6 | 3.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| 息税前利润/净利息 | 10.5 | 3.7 | 3.9 | 8.3 | 21.1 | NM | NM | NM |
| 股息保障倍数 (UBS) | 2.0 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.5 | 2.6 |
| 股息支付率 (UBS) % | 50.6 | 42.1 | 44.3 | 47.0 | 49.5 | 48.1 | 40.3 | 38.9 |
| 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 | 4,392 | 5,123 | 6,090 | 7,118 | 7,915 |
| 总计 | 4,122 | 4,235 | 4,363 | 4,392 | 5,123 | 6,090 | 7,118 | 7,915 |
| 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 | 508 | 773 | 1,148 | 1,671 | 1,948 |
| 总计 | 334 | 208 | 308 | 508 | 773 | 1,148 | 1,671 | 1,948 |

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 | +28.1% |
| 预测股息收益率 | 1.6% |
| 预测股票回报率 | +29.7% |
| 市场回报率假设 | 9.2% |
| 预测超额回报率 | +20.5% |

风险声明

公司面临的下行风险为经济下滑可能导致下游企业 IT 支出放缓。

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：周 中；翁 晴晶。

涉及报告中提及的公司的披露

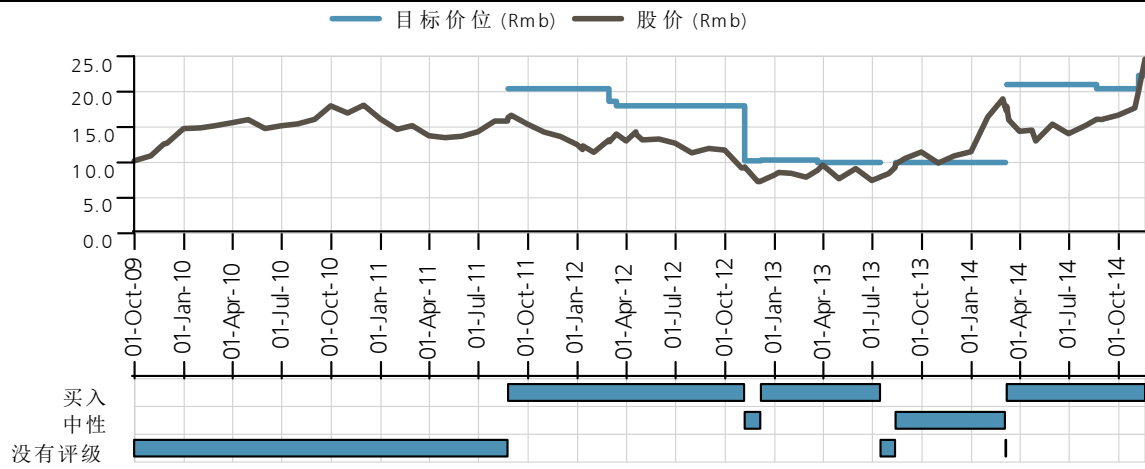
| 公司名称 | 路透 | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价 | 定价日期及时间 |
|------|-----------|---------|------|----------|------------------|
| 用友软件 | 600588.SS | 买入 | 不适用 | Rmb24.59 | 2014 年 11 月 19 日 |

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 19 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 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物体或元素。© 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。

