

沪港通股票

## Key Call: 用友软件

软件+企业互联网+互联网金融三轮驱动，打造企业级互联网生态圈

### 2015 年，将互联网金融提升为三大战略业务之一

我们参加了用友年度策略会议，公司正式将互联网金融提升为 2015 年三大战略业务之一，形成软件+企业互联网+互联网金融三大主线齐头并进、无缝衔接、协同经营的战略格局。软件业务方面，公司将在 14 年分签分销的良好基础上进一步提高效益、推进软件系统端化，预计 15 年利润增长 20% 以上。企业互联网和互联网金融方面，公司明确“快速布局”的战略导向，继续加大投入，强调客户数量增长，致力于形成企业级互联网生态圈。

### 企业互联网：云服务+移动通信双层次铺设

我们认为，15 年公司将继续通过云服务、移动通信两条线进军企业互联网市场：1) 公司今年通过 4 款云应用免费的方式已成功实现公有云平台 15 万家企业用户的目标，预计明年将进一步增长至 80 万家。2) 公司推出的移动通信整体解决方案实现了企业软件从 PC 端向移动端的延伸，形成了完整的移动办公闭环，预计到明年底将覆盖 1 万家企业用户。

### 互联网金融：以支付+理财为重心，打造企业金融龙头

我们认为，公司明年将立足于软件和企业互联网业务的资源优势，继续快速拓展以畅捷支付和友金所为重心的互联网金融业务；同时，通过融合金融增值服务，公司的软件/互联网业务也将形成差异化特色，进一步提升竞争优势。

### 估值：维持“买入”评级，目标价 34.6 元

我们预计用友通信+用友畅捷通将成为用友进军企业互联网市场的生力军，现阶段建议重点关注用友云计算企业用户数和通信公司手机入网数量的增长。我们采用分部估值法进行估值：给予大中型企业软件业务 2015 年 30 倍 PE 得出该部分市值 203 亿元；给予互联网业务 2015 年 20 倍 PS 估值，得出该部分市值 200 亿元。加总得出用友软件 34.6 元的目标价。

### Equities

中国

软件业

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb34.60

股价

Rmb28.38

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	Rmb28.85-11.37
市值	Rmb33.1 十亿/US\$5.34 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)	37,142
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb759.7
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.75 十亿
市净率 (12/14E)	8.8x
净债务 / EBITDA	NM

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.58	0.54
12/15E	0.78	0.70
12/16E	1.11	0.90

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	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	48.5	33.6	23.2	16.1	13.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	26.9	30.7	16.7	48.7	36.3	25.6	18.6	16.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	2.2	2.9	4.2	5.3	6.1
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	1.0	1.4	1.9	2.2	2.4

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 12 月 15 日 22 时 37 分的股价(Rmb28.38)得出：

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。分析师声明及要求披露的项目从第 11 页开始。UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2014/12/16 07:45

## 投资主题

### 用友软件

#### 投资理由

我们判断用友软件将成为传统企业连接互联网的入口。我们预计用友通信+用友畅捷通将成为用友软件进军企业互联网市场的主力军，现阶段建议投资者重点关注用友软件云计算企业用户数的增长和通信公司手机入网数量的增长。我们采用分部估值法进行估值：给予大中型企业软件业务 2015 年 30 倍 PE 得出该部分市值 203 亿元；给予互联网业务 2015 年 20 倍 PS 估值，得出该部分市值 200 亿元。加总得出用友软件 34.6 元的目标价。

#### 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 40 元。

#### 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 30 元。

#### 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

Rmb34.60

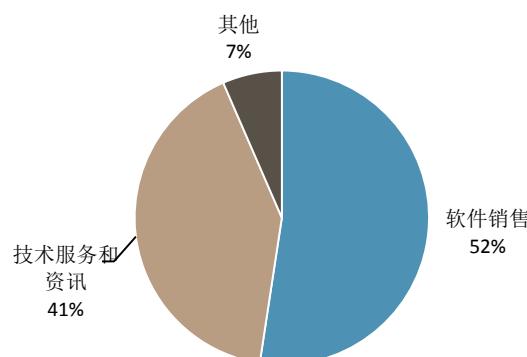
#### 公司简介

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体系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）

	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

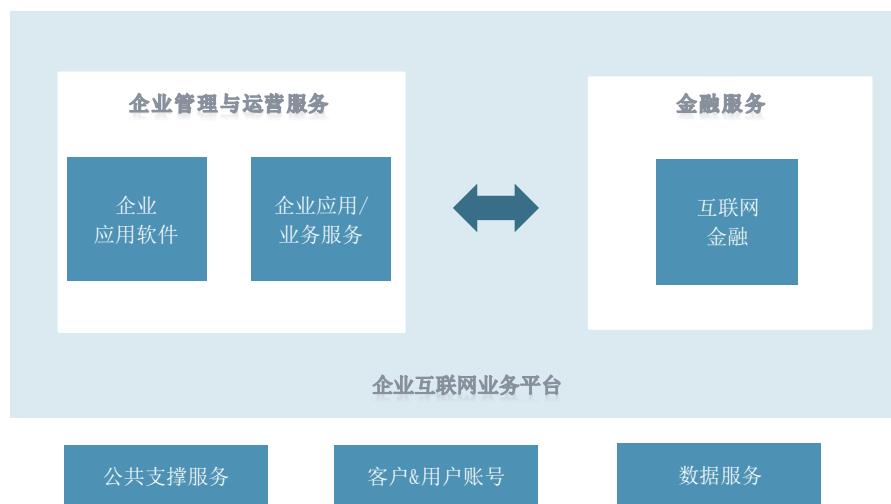
# 2015 年战略规划：软件+企业互联网+互联网金融三轮驱动

我们参加了用友年度策略会议，公司正式将互联网金融提升为 2015 年三大战略业务之一，形成企业软件+企业互联网+互联网金融三大主线齐头并进、无缝衔接、协同经营的战略格局。

软件业务方面，公司将在 14 年分签分销的良好基础上进一步提高效益、推进软件系统端化，预计 15 年利润增长 20% 以上。企业互联网和互联网金融方面，公司明确“快速布局”的战略导向，继续加大投入，抢占业务高地，发展初期强调客户数量增长，致力于形成企业级互联网生态圈。

为推进新业务发展、成功实现战略转型，公司明年还将大力引进相关人才，并开展、优化中长期员工激励；预计到 2015 年互联网金融相关人员将达 500 人以上，企业互联网相关人员达 2000 人以上。

图表 1: 用友 2015 战略布局



来源: 瑞银证券整理

图表 2: 用友 2015 年三大业务板块目标

总战略	聚焦发展，提高效益	战略提速，形成规模	完成布局，战略突破
项目	软件业务	互联网服务业务	金融服务业务
业务目标	提升客户满意度 客户软件系统端化	服务客户 80 万（企业） 服务客户 800 万（个人）	完成布局 交易额：千亿级
财务目标	利润：+20%	收入：1亿 利润：投入阶段，亏损	收入：0.5亿元 利润：投入阶段，亏损

来源: 公司数据，瑞银证券整理

# 企业互联网：云服务+移动通信双层次铺设

## 云服务：加快推进客户向云平台迁徙

2014 年，公司加快了云服务的发展，发布了会计家园（移动版）、易代帐、工作圈、客户管家等四款面向小微企业的公有云应用，通过免费的方式进行推广，全年已实现 15 万家企业用户的目标，预计明年客户规模将进一步扩大至 80 万家。

- **会计家园**，自公司今年推出移动端 APP 以来，目前用户数（含个人和企业用户）已达到 100 万，注册用户呈现每天几千的高速增长。用户类别包括会计、出纳、财务总监、专业学生等，是一款垂直类服务平台。
- **易代账**，自 2014 年 5 月底上线，目前注册用户已达 4 万，其中有 3 万多会计通过易代账为企业记账。易代账主要功能特点包括：（1）深入研究了用户的记账方式，易操作、几分钟即可上手；（2）可自动生成报表和记账凭证；（3）提供老板专用账号，直接浏览财务状况总表。（4）更新迭代快，每周都会有新的功能或版本上线，与用户保持频繁互动，即时反馈在产品设计中。
- **工作圈**，是一款移动办公平台，主要功能为沟通、分享和协作。通过和 ERP 系统打通，可随时提交 OA 订单审批、请假、T+申请等功能，并实现公司内部分享和交流（打通管理层和底层员工的交流）。
- **客户管家**，CRM 的移动版应用，主要功能包括建立客户档案、记录销售进展等，是一款人、财、物一体化的应用。

图表 3: 公有云在建产品一览表

类型	产品名称
协同社交类	【工作圈】（畅捷通）
	【企业空间】（优普）
	【e 联系】（通信）
营销服务类	【电商数据通】（股份）
	【客户管家】（畅捷通）
	【客勤通】（通信）
资金管理类	【U 网银】（优普）
	【资金看板】（畅捷支付）
财务管理类	【易代账】（畅捷通）
	【会计管家】（畅捷通）
行业管理类	【汽车后市场】（汽车）
	【在线教育】（新道）

来源: 公司数据，瑞银证券整理

## 移动通信：实现 PC 端向移动端的延伸

11 月 24 日，用友软件旗下子公司用友通信发布“用友通信”品牌，正式进军企业移动互联网市场。

用友选择从自己最擅长的领域企业移动办公应用切入虚拟运营商业务，在终端设备以及网络层面则与合作伙伴密切合作。公司将此前针对大型企业的 NC 产品，针对中型企业的用友优普 U8、U9 等产品，和畅捷通的 T+产品等各自

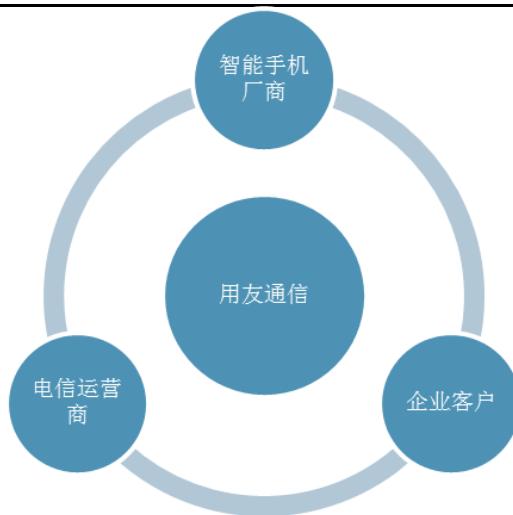
的移动应用入口，集成在用友通信的手机终端之上，通过和终端厂商的整合，为新老客户提供工作手机的一体化解决方案。

用友通信基于移动端的标准化云应用还包括：1) e 联系：把通信功能和传统业务功能进行整合，单位通讯录、电话会议、电话投票、电话留言（以电话的形式送出，是否接听有提示）；2) 客勤通，包括上下班签到、工作轨迹记录等功能，销售人员也可记录工作日记和客户关系日记。

我们认为，随着企业互联网的不断渗透，企业客户对移动办公应用的需求在不断攀升。用友通信推出的一揽子解决方案既有助于老客户实现 PC 端应用向移动端的延伸，也将吸引新用户加入这一移动办公生态链条，对用友打造企业级互联网生态圈起到重要的推动作用。

目前用友通信已发放约 2 万个 170 号段手机号，我们预计到 2015 年底公司移动手机号发放量将达 15 万个，覆盖超 1 万家企业用户到明年底将覆盖 1 万家企业用户。

图表 4: 用友通信打造移动办公闭环



来源: 瑞银证券整理

## 互联网金融：以支付+理财为重心，打造企业金融龙头

我们预计 15 年公司将立足于软件和企业互联网业务资源优势，以畅捷通和友金所为重心大力发展互联网金融业务。

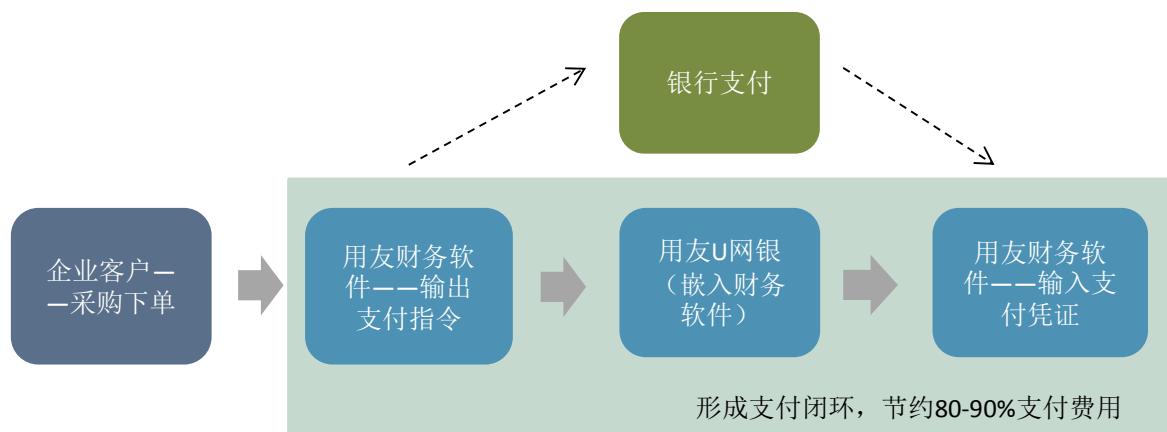
**友金所**于今年 10 月上线，目前有友金 e 富（12-36 个月）和 yy 理财（3-12 个月）两款产品，均为保本保息。产品上线后反响强烈，yy 理财 200 万的标的在短短几分钟内即被抢完。截至 12 月 13 日，友金 e 富和 yy 理财总成交额已超过 1 亿元。

**畅捷通**今年从央行获取了 POS 机收单和互联网支付两项业务牌照，帮助用友从企业管理软件领域进一步延伸到企业财务支付领域，形成了从输出下单指令到支付到反馈支付结果的闭环。

- **畅捷支付：**1) 整合企业 ERP 软件（如酒店管理软件）和 POS 机，交易指令直接传达至 POS 机，减少人工操作失误，同时移动端可即时反映交易流水。2) 移动端“资金看板”功能，可绑定自己或公司账户，对所有卡片信息进行统一管理。
- **U 网银（嵌入财务软件），**与用友优普合作，将网银功能在 U8 软件内部实现（见下图）。付款手续费相比传统网银降低 80—90%，且降低财务付款工作量。

我们认为，公司传统软件以及企业互联网业务的渠道优势是发展互联网金融业务的良好基石；同时通过融合金融增值服务，公司的软件/互联网业务也将形成差异化特色。三项业务有望相互促进，形成积极的协同效应。

图表 5: U 网银运作流程



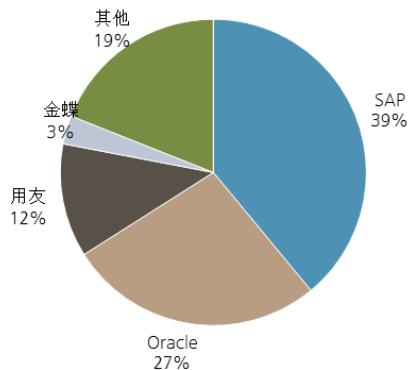
来源: 瑞银证券整理

## 软件业务：受益于国产化，预计利润增长 20%以上

2014 年，公司继续推行中高端软件业务分签分销模式，有效提高了经营效益；前三季度销售费用率 27%，较去年同期下降近 20 个百分点。我们认为 2015 年公司将在这一良好基础上继续提升经营效益，改善利润率水平；同时，中高端软件业务还有望受益于国产替代的持续推进。

目前大中型企业 ERP 市场中，用友在国内厂商排名第一，仅次于 SAP 和 Oracle，公司在整合大的复杂的软件应用方面有较大竞争优势。随着国产替代的加速推进，一些企业在选择软件时已经将国外厂商排除在外；一些使用了国外品牌的企业也在拓展新应用时更多地考虑国内厂商。考虑到用友在国内的龙头地位，我们预计明年公司中高端软件业务将迎来良好的增长空间。

图表 6: 中国中大型企业 ERP 市场份额



来源: 瑞银证券整理

## 估值和投资建议

我们预计用友通信+用友畅捷通将成为用友软件进军企业互联网市场的生力军。在企业互联网需求爆发的驱动下，用友软件的成长空间逐步被打开。短期内，由于企业互联网和互联网金融业务板块投入较大，公司价值不会立即体现在盈利数字上，因此在目前阶段我们建议投资者重点关注用友软件云计算企业用户数的增长和通信公司手机入网数量的增长。

我们给予用友的大中型企业软件业务 2015 年 30 倍估值，得出该部分市值 203 亿元，对应每股价值 17.4 元。我们给予用友的互联网业务 2015 年 20 倍 PS 估值，得出该部分市值 200 亿元，对应每股价值 17.2 元，加总得出用友软件 34.6 元的目标价。

# 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	4,392	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
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>443</b>	<b>324</b>	<b>421</b>	<b>666</b>	<b>58.1</b>	<b>944</b>	<b>41.8</b>	<b>1,344</b>	<b>1,874</b>	<b>2,170</b>
折旧和摊销	(109)	(117)	(113)	(158)	39.9	(172)	8.7	(196)	(203)	(222)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>334</b>	<b>208</b>	<b>308</b>	<b>508</b>	<b>64.8</b>	<b>773</b>	<b>52.0</b>	<b>1,148</b>	<b>1,671</b>	<b>1,948</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	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
<b>税前利润</b>	<b>606</b>	<b>441</b>	<b>647</b>	<b>770</b>	<b>19.1</b>	<b>1,090</b>	<b>41.5</b>	<b>1,526</b>	<b>2,098</b>	<b>2,418</b>
税项	(55)	(54)	(78)	(77)	1.7	(109)	-41.5	(153)	(210)	(242)
<b>税后利润</b>	<b>551</b>	<b>387</b>	<b>569</b>	<b>693</b>	<b>21.9</b>	<b>981</b>	<b>41.5</b>	<b>1,374</b>	<b>1,888</b>	<b>2,176</b>
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
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>537</b>	<b>380</b>	<b>548</b>	<b>679</b>	<b>24.0</b>	<b>912</b>	<b>34.3</b>	<b>1,291</b>	<b>1,775</b>	<b>2,046</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>537</b>	<b>380</b>	<b>548</b>	<b>679</b>	<b>24.0</b>	<b>912</b>	<b>34.3</b>	<b>1,291</b>	<b>1,775</b>	<b>2,046</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)	0.55	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
<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	1,757	-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
<b>流动资产总额</b>	<b>2,791</b>	<b>3,199</b>	<b>3,738</b>	<b>3,289</b>	<b>-12.0</b>	<b>3,801</b>	<b>15.6</b>	<b>4,673</b>	<b>6,129</b>	<b>7,775</b>
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
<b>总资产</b>	<b>5,462</b>	<b>6,156</b>	<b>7,230</b>	<b>6,787</b>	<b>-6.1</b>	<b>7,309</b>	<b>7.7</b>	<b>8,192</b>	<b>9,678</b>	<b>11,355</b>
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
<b>流动负债总额</b>	<b>2,239</b>	<b>2,869</b>	<b>3,011</b>	<b>2,544</b>	<b>-15.5</b>	<b>2,408</b>	<b>-5.4</b>	<b>2,368</b>	<b>2,587</b>	<b>2,804</b>
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
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>2,435</b>	<b>3,083</b>	<b>3,867</b>	<b>2,887</b>	<b>-25.3</b>	<b>2,748</b>	<b>-4.8</b>	<b>2,709</b>	<b>2,928</b>	<b>3,145</b>
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
<b>负债和权益总计</b>	<b>5,462</b>	<b>6,156</b>	<b>7,230</b>	<b>6,787</b>	<b>-6.1</b>	<b>7,309</b>	<b>7.7</b>	<b>8,192</b>	<b>9,678</b>	<b>11,355</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	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
<b>经营性现金流</b>	<b>472</b>	<b>499</b>	<b>548</b>	<b>887</b>	<b>61.9</b>	<b>1,147</b>	<b>29.4</b>	<b>1,603</b>	<b>1,980</b>	<b>2,267</b>
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
<b>投资性现金流</b>	<b>(629)</b>	<b>(406)</b>	<b>(615)</b>	<b>(159)</b>	<b>74.2</b>	<b>(180)</b>	<b>-13.5</b>	<b>(202)</b>	<b>(228)</b>	<b>(248)</b>
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
<b>融资性现金流</b>	<b>209</b>	<b>272</b>	<b>369</b>	<b>(1,074)</b>	<b>-</b>	<b>(678)</b>	<b>36.9</b>	<b>(744)</b>	<b>(616)</b>	<b>(568)</b>
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)
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>(1)</b>	<b>300</b>	<b>403</b>	<b>(343)</b>	<b>-</b>	<b>293</b>	<b>-</b>	<b>658</b>	<b>1,136</b>	<b>1,390</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)	26.9	30.7	16.7	48.7	36.3	25.6	18.6	16.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.9	30.7	16.7	48.7	36.3	25.6	18.6	16.2
股价/每股现金收益	22.3	23.5	13.8	39.5	30.5	22.2	16.7	14.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	2.2	2.9	4.2	5.3	6.1
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	1.0	1.4	1.9	2.2	2.4
市净率	5.9	4.7	3.4	8.8	7.6	6.4	5.2	4.3
企业价值/营业收入(核心)	4.0	3.2	2.4	7.4	6.2	5.1	4.2	3.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	36.9	41.2	24.6	48.5	33.6	23.2	16.1	13.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	27.1	18.1	14.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	27.3	NM	NM	23.7	16.5	13.6
企业价值/运营投入资本	9.2	5.8	4.0	NM	NM	NM	NM	10.0
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	33,074	33,074	33,074	33,074	33,074
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
<b>企业价值总额</b>	<b>16,506</b>	<b>13,526</b>	<b>10,799</b>	<b>32,761</b>	<b>32,199</b>	<b>31,539</b>	<b>30,615</b>	<b>29,483</b>
非核心资产	(163)	(177)	(420)	(420)	(420)	(420)	(420)	(420)
<b>核心企业价值</b>	<b>16,343</b>	<b>13,349</b>	<b>10,380</b>	<b>32,341</b>	<b>31,780</b>	<b>31,119</b>	<b>30,196</b>	<b>29,063</b>
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)	(2.3)	(4.3)	(7.4)	(11.4)	(16.6)
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
<b>总计</b>	<b>4,122</b>	<b>4,235</b>	<b>4,363</b>	<b>4,392</b>	<b>5,123</b>	<b>6,090</b>	<b>7,118</b>	<b>7,915</b>
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
<b>总计</b>	<b>334</b>	<b>208</b>	<b>308</b>	<b>508</b>	<b>773</b>	<b>1,148</b>	<b>1,671</b>	<b>1,948</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	+21.9%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+23.3%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+14.4%

## 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](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

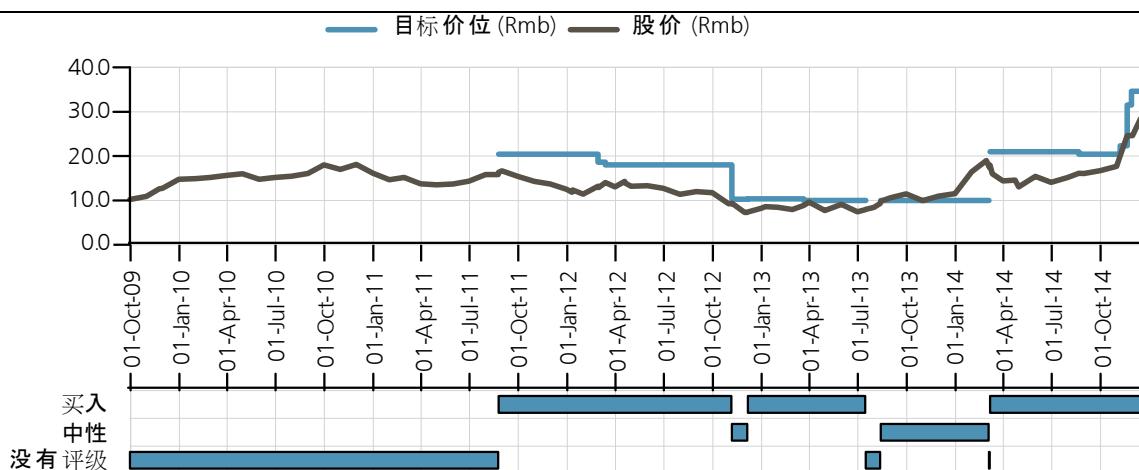
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
用友软件	600588.SS	买入	不适用	Rmb28.38	2014 年 12 月 15 日

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 12 月 15 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 and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司的）批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A. 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。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](http://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。

