

沪港通股票

中信证券

拟增发 H 股、资本实力有望大幅提升，但估值已不便宜

拟增发 H 股，我们测算将增厚 BVPS 13.4%、摊薄 EPS 7.6%

中信拟增发不超过 15 亿股 H 股，假设募资净额为 RMB 302 亿元，我们预计公司总资产、净资产分别增厚约 +8.0% 和 +32.6%，2015E BVPS 将增厚 13.4%、EPS 摊薄 7.6%。增发尚待股东会和监管层审批，股东会将于 2 月 16 日召开。本次募资 70% 用于支持资本中介业务发展。我们预计净资产增厚将使公司 15 年有效杠杆率由 4.6x 降至 3.8x，ROE 由 13% 降至 11%。

资本实力大幅提升，看好公司资本中介业务持续高增长及盈利能力提升

中信创新业务发展较快，净资本已制约公司发展。H 股募资后我们预计公司净资本将达 790 亿元，较 2014 年中期 +89%。若考虑长期次级债计入净资本，公司净资产上限有望升至 990 亿元。资本实力大幅提升使得短融、公司债等融资工具上限进一步提升，从而资产负债表扩张空间全面打开。中信是证券业龙头、综合金融服务能力突出且战略定位于资本中介。考虑公司融资后资金更为充裕，我们继续看好公司资本中介业务持续高增长及盈利能力提升。

我们小幅上调公司 2014-16 年盈利预测

考虑到（1）增发 H 股后资本实力大幅提升，以及各项融资上限提高；（2）资金到位后，资本中介业务有望持续高增长，我们上调 2014-16 年净利润预测至 104.2/135.0/170.6 亿元，分别上调 4.0%、5.0% 和 8.2%。

估值：估值不便宜，下调评级至“中性”

基于分部估值法，我们将目标价小幅上调至 36.45 元，上调 7.1%，对应 2015E P/B 3.28x。尽管我们已考虑公司 H 股融资后资产快速扩张及 2015-16 年较为乐观的经纪、融资融券等假设，但公司目前股价对应 2015E P/E、P/B 已高于可比公司平均，估值不便宜，因此我们将评级由“买入”下调至“中性”。

Equities

中国	中性
多样化金融服务	
12 个月评级	中性
之前：买入	
12 个月目标价	Rmb36.45
之前：Rmb34.03	
股价	Rmb34.96
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	Rmb36.15-10.05
市值	Rmb372 十亿/US\$59.8 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)	540,138
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb13,308.9
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb97.3 十亿
市净率 (12/14E)	4.0x
一级资本充足率	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
从	到
12/14E	0.91
12/15E	1.17
12/16E	1.43
	% 市场预测
	4.00 0.79
	-7.63 0.94
	-4.80 1.25

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	28,807	38,848	47,562	53,767	59,727
税前利润	15,031	5,487	6,846	13,944	17,926	22,529	26,082	29,576
净利润(本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	10,423	13,499	17,058	19,799	22,490
净利润(UBS)	12,576	4,237	5,244	10,423	13,499	17,058	19,799	22,490
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.23	0.38	0.48	0.95	1.08	1.36	1.58	1.80
盈利能力	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	11.3	11.4	11.7	12.2	12.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	32.1	24.4	19.4	16.8	14.8
市净率	1.6	1.5	1.5	4.0	3.1	2.9	2.6	2.3
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	4.0	3.1	2.9	2.6	2.3
市盈率(UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	37.0	32.4	25.7	22.1	19.5
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	0.8	0.9	1.2	1.4	1.5

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 2015 年 01 月 09 日 22 时 38 分的股价(Rmb34.96)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。但公司估值已不便宜，我们给予“中性”评级

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2,907亿元/4,854亿元/5,346亿元以及综合投资收益率分别为10.5%/10.0%/9.8%的乐观假设下，我们预期公司2014-16年EPS分别为0.96元/1.40元/1.72元，每股估值为39.60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2,793亿元/3,236亿元/3,564亿元以及综合投资收益率分别为4.5%/4.0%/3.8%的悲观假设下，我们预期公司2014-16年EPS分别为0.94元/0.93元/1.15元，每股估值为29.27元。

近期催化剂

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，是正面催化剂；
2015年资本金监管有望放松，可释放公司资本金，同时公司可以投入更多的创新业务，是正面催化剂；
随着经纪业务竞争加剧，2015年佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，成为公司股价下行的催化剂；
若创新业务出现风险，可能遭受监管处罚的风险，成为公司股价下行的催化剂。

12个月评级

中性

12个月目标价

Rmb36.45

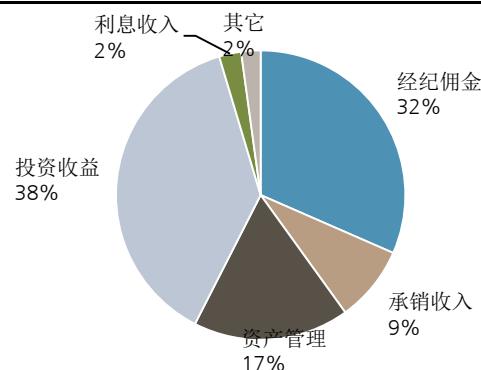
公司简介

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	288.1	388.5	475.6
营业支出	62.6	92.6	171.0	209.2	250.3
所得税	11.8	15.4	30.6	39.3	49.4
净利润	43.1	53.1	108.9	140.0	175.9
归属母公司净利润	42.4	52.4	104.2	135.0	170.6

来源：公司数据，瑞银证券估算

拟增发 H 股，预计将增厚 BVPS 13.4%、摊薄 EPS 7.6%

公司公告拟增发 H 股。12 月 28 日晚，中信证券公告拟采取新股配售形式，增发不超过 15 亿股 H 股。本次 H 股发行数量相当于不超过发行前总股本的 13.62%，发行后总股本的 11.98%；相当于发行前 H 股总股本的 127.30%，发行后 H 股总股本的 56.01%。

预计募集资金约人民币 300 亿元，资本实力大幅提升。根据公司公告，公司本次增发 H 股发行价格拟不低于定价日前 5 个交易日公司 H 股在香港联交所收市价平均值的 80%。我们按照 28.64 港币/股（过去 20 个交易日平均价格）、汇率 0.7889、15 亿股估算，公司募集资金约人民币 302 亿元。本次 H 股增发募资到位后，公司总资产、净资产有望分别超过 4500 亿元和 1200 亿元，较 2014.3Q 末金额分别增长 8.0% 和 32.6%，驱动公司资本实力大幅提升后，在行业内领先地位进一步凸显。我们预计本次增发将增厚 BVPS 13.4%、摊薄 EPS 7.6%。净资本增厚后，公司 2015 年有效杠杆率有望由 4.6x 降至 3.8x，同时 ROE 有所摊薄，我们预计将由此前的 13% 左右降至 11% 左右。

募集资金主要用于资本中介业务。目前，公司增发 H 股已通过董事会决议，尚待股东大会及监管层相关审批。公司股东大会将在 2015 年 2 月 16 日召开。根据公司公告，本次增发 H 股募集资金约 70% 用于公司资本中介业务的发展，包括但不限于融资融券、股权衍生品、固定收益、外汇及大宗商品等业务；约 20% 用于本公司跨境业务发展及平台建设；约 10% 用于补充公司的流动资金。

资本实力有望大幅提升，资产负债表扩张空间进一步打开

净资本限制对公司业务发展已构成一定制约。目前中国证券行业实行以净资本为核心的监管体系，各项业务规模、债务融资规模等各项指标均受到净资本金额的限制。中信证券创新业务发展较快，2013 年末，公司净资本/净资产比例 48.5%，临近 48% 警戒线。2014 年虽然公司发行次级债 130 亿元，净资本有所提升，但仍在一定程度上制约了公司业务快速发展。

H 股融资有望大幅提升公司净资本，债务融资空间进一步打开。根据 2014 年中报，公司 2014 年中期末净资本为 419 亿元。考虑到公司 2014 年 10 月顺利发行次级债 70 亿元，我们预计 H 股募资到位后公司净资本有望达到 790 亿元左右。而考虑到长期次级债计入净资本金额可达到扣除次级债后净资本的 50%，我们预计公司股权融资后净资本大幅提升，次级债发行额度再次提升，公司净资本上限有望提升至 990 亿元。净资本、净资产的提升使得公司短期融资券、公司债、短期公司债、收益凭证等各项融资工具的上限均进一步提升，从而资产负债表扩张空间全面打开。

图表 1: 中信证券资产、负债、有效杠杆率提升空间测算 (亿元)

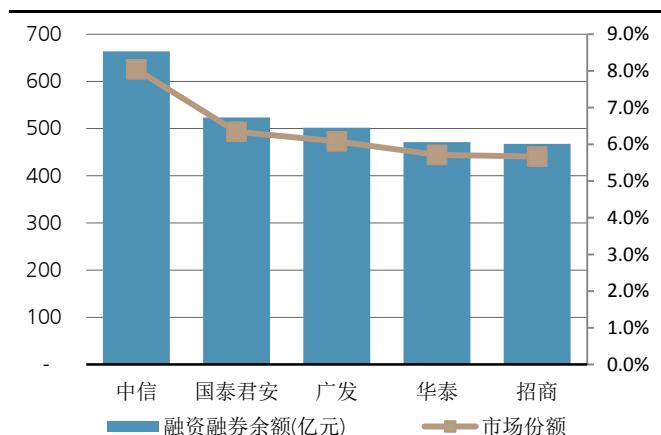
	2014.3Q	占比	上限金额	占比	差额	备注
代理买卖证券款	754	27%	754	13%	-	保持 2014 年 3 季度金额不变
短期负债	1,090	39%	1,264	23%	174	
短期借款	42	1%	65	1%	24	取历史最高值
拆入资金	143	5%	293	5%	150	
银行间拆入资金	143		143		-	取历史最高值
转融通	-		150		150	单证券公司转融通余额不超过证监会净资本的 50%
交易性金融负债	183	7%	199	4%	16	取历史最高值
卖出回购金融资产款	906	32%	906	16%	-	取历史最高值
长期负债	503	18%	3,112	56%		
应付短期融资款	100	4%	595	11%	495	待偿还余额不超过净资本 60%
应付债券	322	11%	2,263	40%	1,941	
公司债	200	7%	492	9%	292	待偿还余额不超过公司净资产 40%
海外债	47	2%	227	4%	180	增加海外中期票据 30 亿美元额度
次级债	130		355	6%	225	计入净资产金额为不超过扣除次级债后净资产的 50%
短期公司债			595	11%	595	待偿还余额不超过净资本 60%
收益凭证			595	11%	595	待偿还余额不超过净资本 60%
长期借款	15	1%	56	1%	41	取历史最高值
其他负债	65	2%	199	4%	134	取历史最高值
其他	464	17%	464	8%	-	取历史最高值
负债合计	2,811	100%	5,594	100%	2,783	
资产总计	3,757		6,824		3,067	
归属母公司所有者权益	928		1,229		302	
净资产	419		991		572	
有效杠杆率	3.24		4.94			

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

预计信用业务收入将持续提升, 但监管加强风险犹在

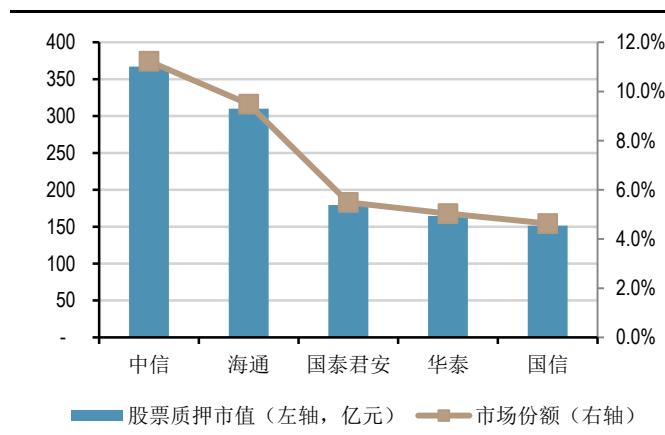
预计公司 **2014** 信用交易业务收入占比升至 **30%**, 盈利模式已根本转变。虽然股权融资对公司业绩有摊薄效应, 但证券业创新发展以来, 公司战略定位于以资本中介为主的投资银行。近年来, 公司不断通过多种融资方式筹集资金, 全方位支持资本中介业务。2014 年 11 月末公司融资融券业务规模达到 664 亿元, 年末公司股权质押业务接受质押市值达到 367 亿元, 均稳居行业首位。此外, 公司股票收益互换等衍生品业务规模、固定收益做市业务规模也非常大。考虑到公司资本中介业务规模持续高增长、业绩贡献不断提升, 我们预计 2014 年公司信用交易业务收入占比约 30%, 驱动公司盈利模式根本转变。

图表 2: 截至 2014 年 11 月末, 中信融资融券业务规模居行业首位



来源: WIND, 注: 图为行业排名前 5 位的公司接受质押股票市值及市场份额

图表 3: 截至 2014 年末, 中信股权质押业务规模居行业首位



来源: WIND, 注: 图为行业排名前 5 位的公司接受质押股票市值及市场份额

图表 4: 2014 年中信证券信用交易业务收入占比预计在 30% 左右

	2013A	2014.1H	2014E
业务规模 (亿元)			
融资融券	334	376	810
股权质押	79	201	269
约定购回	31	24	25
收益权互换	20	50	150
合计	464	650	1,254
收入贡献 (百万元)			
融资融券	3,362	2,282	6,135
股权质押	181	428	1,141
约定购回	209	98	221
收益权互换	86	430	714
合计	3,838	3,238	8,211
收入占比	23.8%	30.7%	29.6%

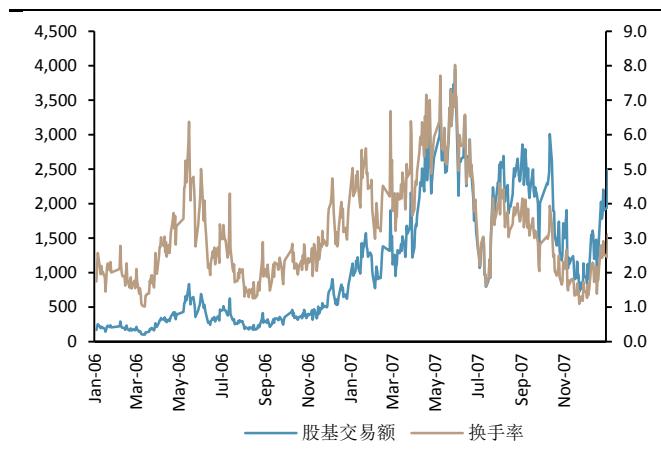
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

融资后资本中介业务有望更快发展, 继续看好公司盈利能力持续提升。展望 2015 年及未来 3-5 年, 我们认为资本中介业务是证券行业发展方向, 而资本中介并不仅限于融资融券、股权质押, 还包括股权衍生品、固定收益、外汇、大宗商品等众多业务。中信证券是中国证券行业的龙头企业、综合金融服务能力突出, 我们认为公司股权融资资金到位、尤其资产负债表扩张空间进一步打开之后, 各类资本中介业务有望得到更为快速的发展。因此, 尽管股权融资对公司 EPS、ROE 具有摊薄效应, 但我们仍然继续看好公司盈利规模和盈利能力的持续提升。

监管风险犹在, 同时未来市场交易活跃度可能减弱。然而, 近期以融资融券、伞形信托等为主的杠杆性资金快速流入股市。这导致股市大涨、券商股估值迅速提升, 但同时或使 A 股市场未来波动性显著加大, 不利于资本市场改革。我们预期近期监管层将出台更严厉政策来降低杠杆性资金过快流入带来风险, 证监会抽查融资融券仅仅是一个开始。此外, 虽然公司信用交易业务收入贡献已较高, 但公司经纪收入占比仍然在 30% 以上 (2014.1-3Q 31.8%)。近

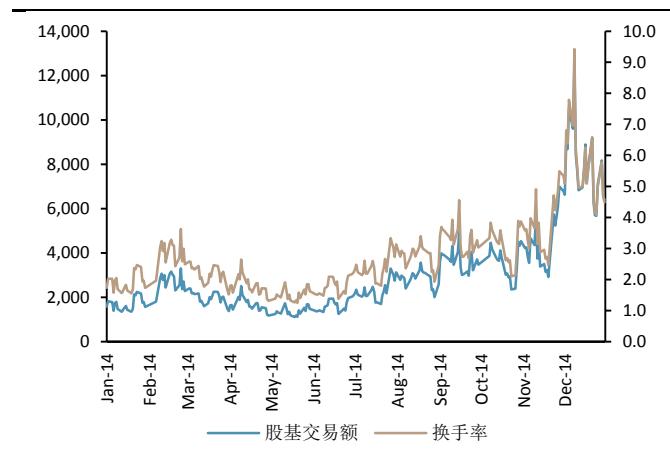
来 A 股市场持续活跃，股票换手率达到历史新高。其中 2014 年 12 月 9 日换手率达到 9.4%，单日股基交易额达到 1.2 万亿元的天量，高于 2006-2007 年牛市的最高 8.2% 的换手率。但 2015 年 1 月以来交易日换手率逐步下降至 5.7% 左右。我们认为换手率的下降意味着未来股市交易活跃度可能减弱。市场交易活跃度减弱可能影响公司经纪收入提升。

图表 5: 2006-2008 年换手率及股基交易额 (亿元)



来源: WIND

图表 6: 2014 年换手率及股基交易额 (亿元)



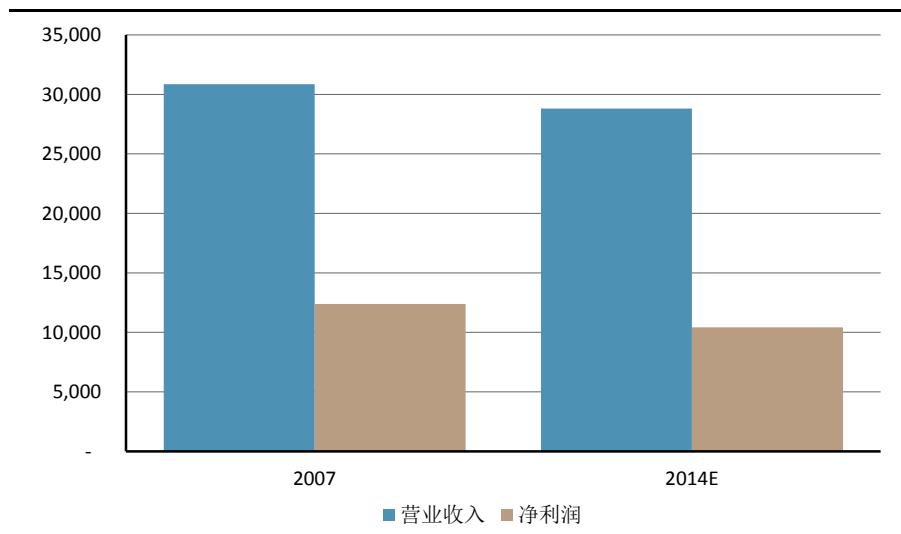
来源: WIND

盈利应尚未回到 2007 年水平，而估值已不便宜

中信 2014 年盈利应尚未回到 2007 年水平，但 P/E 已与 2007 年大致相当。

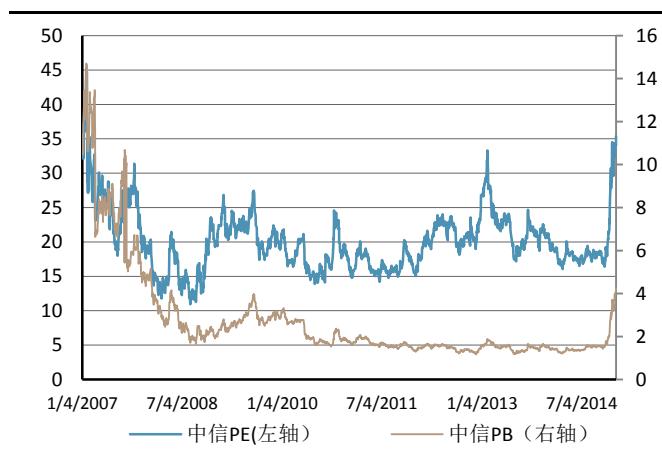
根据公司月度财务数据及 3 季报，我们预计公司 2014 年营业收入约 288 亿元、净利润约 104 亿元。这一盈利规模仍然低于 2007 年营业收入 308.7 亿元、净利润 123.9 亿元。然而从估值看，虽然中信 A 目前股价对应 3-4x 的 P/BV 仍低于 2007 年的 6-7x P/BV，但 P/E 已达到 30-40x，与 2007 年估值水平大致相当。从 ROE 看，2007 年中信 ROE 高达 39%，而我们预计 2014 年仅为 11%。

图表 7: 中信证券 2014 年盈利规模应尚未达到 2007 年水平 (百万元)



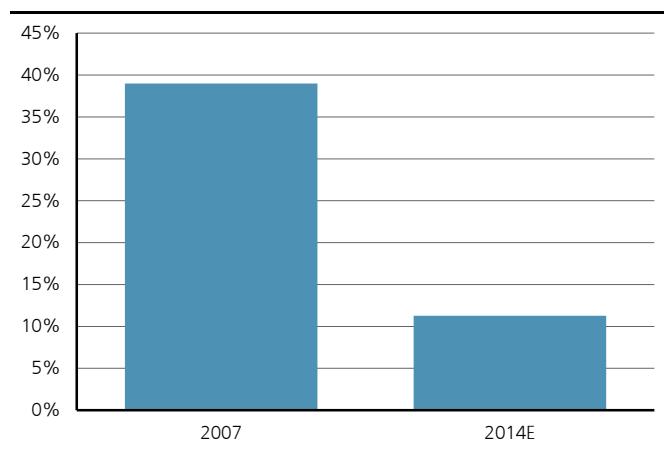
来源: 公司公告，瑞银证券估算

图表 8: 中信证券目前 P/E 与 2007 年大致相当



来源: WIND

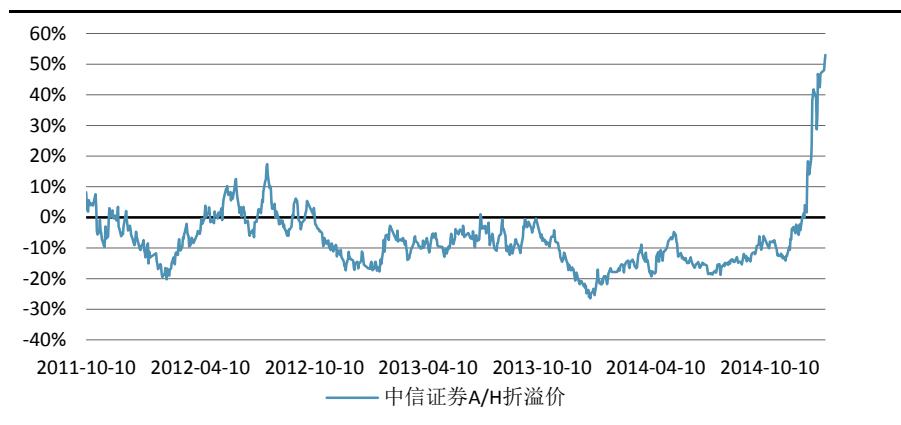
图表 9: 中信证券 2014 年 ROE 应大幅低于 2007 年



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

中信最新 A/H 溢价率超过 50%，价差风险值得关注。中信证券自 2011 年 H 股上市以来，A 股相对于 H 股长期存在折价。但 2014 年 12 月以来，中信 A 股价格快速提升，A/H 溢价率快速扩大，中信 A/H 最新溢价率已超过 50%。考虑到中信 A/H 溢价率已较高，我们认为于沪港通已正式开通市场下，价差风险值得关注。

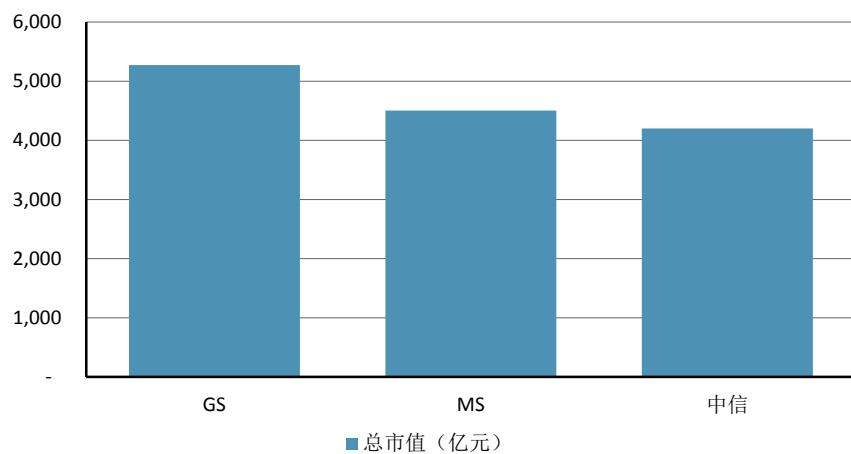
图表 10: 中信证券 A/H 溢价率较高



来源: WIND

市值已接近高盛、摩根士丹利，盈利增速恐难以支撑市值大幅提升。中信最新总市值约 3900 亿元（按照 2015 年 1 月 8 日收盘价），我们预计公司合理市值在 4000 亿元左右。公司目前总市值已接近高盛、摩根士丹利等国际投行，考虑到公司业务实力、盈利规模、资产规模等方面与国际知名投行间的差距，我们认为公司盈利增速难以支撑市值继续大幅提升。

图表 11: 中信证券增发后总市值预计将接近高盛、摩根士丹利



来源: 瑞银证券估算, 彭博。注: 中信为瑞银证券预计的增发后市值。

盈利预测调整概要

基于公司增发 H 股后资本实力有望大幅提升, 同时资产负债表扩张空间进一步打开, 我们将公司 2014-16 年净利润预测由 100.2/128.6/157.7 亿元调整至 104.2/135.0/170.6 亿元, 调整幅度分别为 4.0%/5.0%/8.2%, 盈利预测调整主要包括:

- 考虑到公司增发 H 股, 我们将 2014-16 年净资产假设由 969.0/1079.0/1211.4 亿元上调至 973.1/1390.5/1534.5 亿元。
- 考虑到公司资本实力提升后, 债务融资空间进一步打开。我们将 2014-16 年总资产假设由 4,496/6,102/7,314 亿元上调至 4,500/6,410/7,633 亿元。
- 考虑到公司快速扩张资产负债表, 有望支撑资本中介业务更快发展。我们将 2014-16 年融资融券余额假设由 810.0/1215.0/1445.5 亿元上调至 810.0/1290.0/1570.4 亿元。

图表 12: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润 (百万元)			
调整后	10,423	13,499	17,058
调整前	10,022	12,862	15,771
调整%	4.0%	5.0%	8.2%
营业收入 (百万元)			
调整后	28,807	38,848	47,562
调整前	27,782	37,312	44,516
调整%	4%	4.1%	6.8%
总资产 (百万元)			
调整后	450,022	641,328	763,748
调整前	449,621	610,182	731,438
调整%	0.1%	5.1%	4.4%
净资产 (百万元)			
调整后	97,307	139,049	153,454
调整前	96,905	107,903	121,144
调整%	0.4%	28.9%	26.7%
融资融券余额 (亿元)			
调整后	810.0	1,290.0	1,570.4
调整前	810.0	1,215.0	1,445.5
调整%	0.0%	6.2%	8.6%

来源: 瑞银证券估算

图表 13: 中信证券月度/季度财务数据 (百万元)

	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%	163	673	
11月	582	2169	273%	146	1066	629%	146	1066	
12月	1619			350					
1-11月累计	9275	13745	48%	3458	6851	98%	4006	8104	102%

来源: 公司公告

瑞银预测 EPS 大幅高于市场一致预期。我们最新的盈利预测中, 公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.95/1.08/1.36 元, 高出 WIND 市场一致预期 24%、19% 和 14%。尽管我们已考虑 H 股增发后摊薄, 但仍大幅高于市场一致预期。我们的盈利预测较高主要是考虑到近期市场环境较好, 因此对明年的经纪、投资等业务收入更为乐观; 同时行业融资融券余额已突破 1.04 亿元, 增速持续超预期, 我们对融资融券业务的相关假设也更为乐观。

图表 14: 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	22,473	28,807	28%
	净利润	8,374	10,423	24%
	EPS (元)	0.76	0.95	24%
2015E	营业收入	27,333	38,848	42%
	净利润	10,157	13,499	33%
	EPS (元)	0.91	1.08	19%
2016E	营业收入	32,542	47,562	46%
	净利润	13,396	17,058	27%
	EPS (元)	1.20	1.36	14%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期截至 2015 年 1 月 6 日

估值调整概要: 小幅上调目标价至 36.45 元

考虑到公司净利润持续增长, 基本面非常强劲, 基于分部估值法, 我们将目标价由 34.03 元上调至 36.45 元, 上调幅度 7.1%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 33.8x、26.7x, 对应 2015E P/B 3.28x。估值调整主要包括:

- **传统业务:** 2014 年公司投行收入较好, 小幅上调 2015 年投行收入预测; 同时根据公司公告, 本次融资 10% 用于补充流动资金, 所以小幅上调息差收入预测。传统业务估值保持 20x P/E 不变。我们估算公司传统业务价值由 1064 亿元提升至 1148 亿元。

- 资本中介业务:** 考虑到公司将资本中介业务定位为业务重点, 而融资后资金更为充裕, 我们上调融资融券等业务规模假设。资本中介业务 P/E 倍数保持 40x 不变。我们估算公司资本中介业务价值由 1666 亿元提升至 1819 亿元。
- 资本投资业务:** 考虑到公司资本实力大幅提升后, 资产负债表扩张速度有望持续加快, 投资规模有望增加。市场环境持续活跃下, 我们上调公司投资收益假设。P/E 估值倍数保持 13x 不变。我们估算公司资本投资业务价值由 329 亿元提升至 359 亿元。

图表 15: 中信证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2015E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	167	174	5%	2014 年投行收入较好, 小幅上调 2015 年投行收入预测; 根据公司公告本次融资 10% 用于补充流动资金, 小幅上调息差收入预测
净利润	52	56	8%	
P/E 倍数	20	20	0%	
业务价值	1,064	1,148	8%	
资本中介业务				
净收入	92	97	6%	融资后资金主要用于资本中介业务, 所以调高融资融券等业务收入预测
净利润	42	45	9%	
P/E 倍数	40	40	0%	
业务价值	1,666	1,819	9%	
资本投资业务				
净投资收益	77	80	4%	考虑资产快速扩张, 投资规模增加及市场活跃可能持续, 小幅上调投资收益预测
净利润	25	28	9%	
P/E 倍数	13	13	0%	
业务价值	329	359	9%	
子公司				
华夏基金	148	148	0%	
金石	232	232	0%	
中信产业	28	28	0%	
创新投资-另类投资	172	172	0%	
中信期货	41	41	0%	
中证国际	69	69	0%	
子公司价值小计	689	689	0%	
估算市值	3,749	4,016	7.1%	
每股价值 (元)	34.03	36.45	7.1%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 估值已不便宜, 下调评级至“中性”

尽管我们目前的盈利预测已考虑公司 2015 年 H 股融资后资产负债表快速扩张, 以及 2015-16 年较为乐观的经纪、融资融券、自营等假设, 但即便在此假设之下, 公司目前股价对应 2015E P/E 32.4x, 已高于海通、华泰等可比公司, 对应 2015E P/B 3.15x 也高于可比公司平均。考虑到公司估值已不便宜, 我们将评级由“买入”下调至“中性”。

图表 16: 可比公司估值比较

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013 A	2014E	2015E
中信证券	34.96	3,852	72.8	37.0	32.4	4.39	3.96	3.15
海通证券	23.48	2,250	55.9	29.7	21.3	3.66	3.29	2.92
华泰证券	24.95	1,397	63.2	36.3	25.2	3.91	3.55	3.19
平均			64.0	34.3	26.3	3.99	3.60	3.09

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 股价采用 2015 年 1 月 9 日收盘价

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	1,047	26.2	3,569	241.0	5,150	6,546	7,474
非利息收入总额	23,632	10,469	15,286	27,760	81.6	35,279	27.1	42,413	47,221	52,253
总盈利	25,033	11,694	16,115	28,807	78.8	38,848	34.9	47,562	53,767	59,727
现金支出总额	(8,310)	(5,941)	(8,523)	(16,480)	-93.4	(20,591)	-24.9	(24,703)	(27,354)	(29,820)
折旧前营业利润	16,723	5,753	7,592	12,327	62.4	18,256	48.1	22,859	26,413	29,906
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	11,996	65.2	17,926	49.4	22,529	26,082	29,576
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	11,716	69.6	17,926	53.0	22,529	26,082	29,576
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	13,944	103.7	17,926	28.6	22,529	26,082	29,576
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	15,031	5,487	6,846	13,944	103.7	17,926	28.6	22,529	26,082	29,576
税项	(2,427)	(1,180)	(1,538)	(3,058)	-98.8	(3,931)	-28.6	(4,940)	(5,719)	(6,485)
税后利润	12,604	4,307	5,308	10,887	105.1	13,995	28.6	17,589	20,363	23,091
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)	(464)	NM	(496)	-7.0	(531)	(564)	(600)
净利润 (本地 GAAP)	12,576	4,237	5,244	10,423	98.8	13,499	29.5	17,058	19,799	22,490
净利润(不计优先股股息)	12,576	4,237	5,244	10,423	98.8	13,499	29.5	17,058	19,799	22,490
净利润 (UBS)	12,576	4,237	5,244	10,423	98.8	13,499	29.5	17,058	19,799	22,490
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	0.95	98.8	1.08	14.0	1.36	1.58	1.80
每股收益(UBS 稀释后)	1.23	0.38	0.48	0.95	98.8	1.08	14.0	1.36	1.58	1.80
拨备前营业利润(稀释后)	1.62	0.50	0.66	1.09	65.2	1.43	31.5	1.80	2.08	2.36
每股股息净值	0.43	0.30	0.15	0.29	93.3	0.33	13.8	0.41	0.48	0.54
每股账面价值	7.86	7.85	7.96	8.83	11.0	11.11	25.8	12.26	13.57	15.04
每股账面价值(UBS)	7.86	7.85	7.96	8.83	11.0	11.11	25.8	12.26	13.57	15.04
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	450,022	65.8	641,328	42.5	763,748	901,746	1,022,622
银行资产(平均)	150,729	158,394	219,931	360,688	64.0	545,675	51.3	702,538	832,747	962,184
总资产(年底)	148,280	168,508	271,354	450,022	65.8	641,328	42.5	763,748	901,746	1,022,622
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	99,805	141.7	158,761	59.1	195,727	228,201	257,517
客户贷款(平均)	1,613	5,721	25,068	70,551	181.4	129,283	83.2	177,244	211,964	242,859
生息资产(平均)	102,579	120,148	171,696	259,970	51.4	378,825	45.7	455,232	550,803	631,411
客户存款	35,760	33,852	40,125	72,481	80.6	85,527	18.0	94,080	103,488	113,836
普通股权益(年底)	86,587	86,465	87,688	97,307	11.0	139,049	42.9	153,454	169,840	188,286
普通股权益(平均)	78,511	86,526	87,077	92,498	6.2	118,178	27.8	146,252	161,647	179,063
股东资金总额(股权、优先股及少数股东)	86,990	86,684	89,402	99,252	11.0	141,243	42.3	155,913	172,581	191,327
股东资金总额(股权、优先股及少数股东)(平均)	78,919	86,837	88,043	94,327	7.1	120,248	27.5	148,578	164,247	181,954
有形资产净值	86,990	86,684	89,402	99,252	11.0	141,243	42.3	155,913	172,581	191,327
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	22.2	45.7	24.8	11.6	25.6	25.3	25.2
存款/银行资产(年底)	24.1	20.1	14.8	16.1	8.9	13.3	-17.2	12.3	11.5	11.1
存贷比	7.3	26.1	102.9	137.7	33.8	185.6	34.8	208.0	220.5	226.2
股东资金总额/银行资产(年底)	58.7	51.4	32.9	22.1	-33.1	22.0	-0.1	20.4	19.1	18.7

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	97,307	139,049	153,454	169,840	188,286
权益对资产比率%	58.4	51.3	32.3	21.6	21.7	20.1	18.8	18.4
有形权益对有形资产比率%	58.4	51.3	32.3	21.6	21.7	20.1	18.8	18.4
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	0.29	0.65	0.73	0.79	0.78
拨备与营业利润率	9.2	0.5	4.9	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	16.0	4.9	6.0	11.3	11.4	11.7	12.2	12.6
经调整的资产收益率	16.0	4.9	6.0	11.3	11.4	11.7	12.2	12.6
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	8.36	2.72	2.41	3.02	2.56	2.50	2.45	2.40
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	58.4	53.9	52.6	51.5	50.5
成本与平均资产比率	5.64	3.93	4.03	4.66	3.83	3.56	3.32	3.13
薪酬费用比	23.2	40.9	41.1	30.2	22.8	19.3	17.4	15.9
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	78.8	34.9	22.4	13.0	11.1
拨备前营业利润	1.4	-66.9	32.7	65.2	49.4	25.7	15.8	13.4
净利润 (UBS)	11.2	-66.3	23.8	98.8	29.5	26.4	16.1	13.6
每股股息净值	-14.0	-30.2	-50.0	93.3	13.8	24.2	17.1	12.5
总资产(年底)	-3.2	13.6	61.0	65.8	42.5	19.1	18.1	13.4
客户贷款	318.7	239.4	367.3	141.7	59.1	23.3	16.6	12.8
客户存款	-42.2	-5.3	18.5	80.6	18.0	10.0	10.0	10.0
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	12.9	9.6	7.8	6.9	6.2
市值/存款	-	3.9	3.5	5.1	4.3	3.9	3.6	3.3
股价/拨备前营业利润(稀释后)	7.7	23.7	18.7	32.1	24.4	19.4	16.8	14.8
市盈率(本地 GAAP, 基本)	10.2	30.6	25.9	37.0	32.4	25.7	22.1	19.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.2	30.6	25.9	37.0	32.4	25.7	22.1	19.5
净股息收益率(%)	3.4	2.6	1.2	0.8	0.9	1.2	1.4	1.5
市净率	1.6	1.5	1.5	4.0	3.1	2.9	2.6	2.3
市净率(UBS)	1.6	1.5	1.5	4.0	3.1	2.9	2.6	2.3

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

预测回报率

预测股价涨幅	+4.3%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+5.2%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	-3.5%

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%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
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 12 月 31 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：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	Rmb34.96	2015 年 01 月 09 日

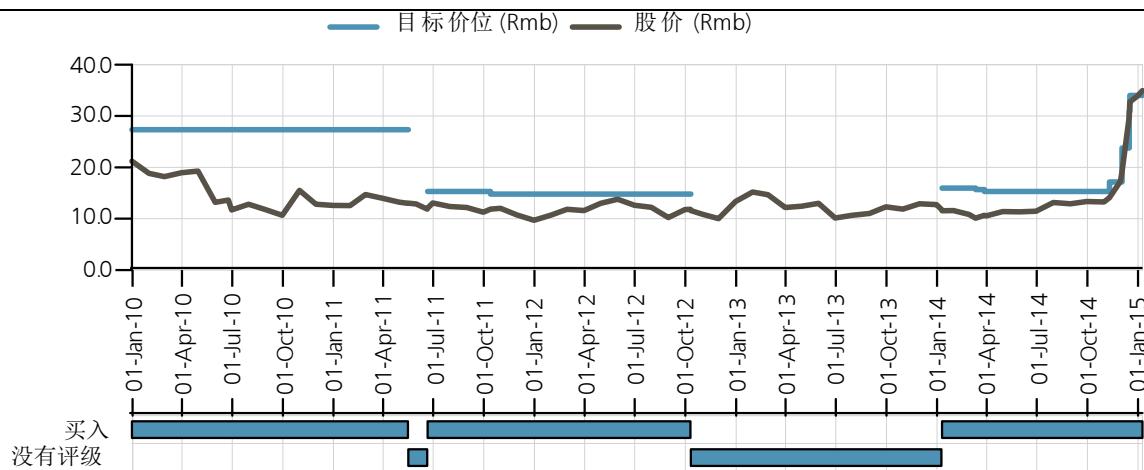
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

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 2015 年 1 月 9 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 2015 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。

