

沪港通股票

Key Call: 用友软件

企业互联网先锋

企业互联网市场极大的市场机遇

随着科技的发展，企业信息化正在进入新的阶段，互联网技术改变着企业的组织方式和协作方式。用友正抓住这一行业机遇，打造国内领先的企业互联网平台。企业互联网市场的市场潜力不亚于个人互联网，数据显示，2013 年中国企业互联网市场规模达 1200 亿元，同比增长 44%，较 2011 年市场规模翻了一倍多。我们认为用友有机会成为这一市场领军企业。较腾讯、百度、阿里巴巴等个人互联网巨头，用友对国内大中小企业的信息化需求更加了解。

互联网金融服务产品线日渐成型

用友已经建立了国内领先的互联网金融产品线。通过内生发展和投资并购，用友已经拥有了企业支付（畅捷支付），P2P（友金所），风险投资（幸福投资），参股通联支付和百年人寿。我们预计公司 15 年还将推出企业财富管理，征信服务和民营银行服务。用友有望成为产品线最为全面的企业互联网平台。

友金所：互联网金融排头兵

我们近期拜访了友金所。截止 2015 年 1 月 27 日，友金所核心产品友金 e 富已经实现累计成交金额 1.82 亿元，累计成交总笔数达 755 笔。我们认为友金所在风险控制上优于国内大多数 P2P 平台，未来如何对接用友的企业客户数据平台将是友金所的最大看点。

估值：维持“买入”评级，上调目标价至 45.6 元

我们认为用友互联网金融业务变现有望加快，上调公司 2014-16 年收入至 45.1 亿元/54.6 亿元/68.1 亿元，同比增长 3.3%/21.1%/24.7%，上调 2014-16 年 EPS3.8%/10.9%/19.5%至 0.55 元/0.79 元/1.19 元，并将长期盈利增速预测从 4.5%上调至 5%。根据瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC7.8%），我们上调公司目标价至 45.6 元（原目标价 35.0 元），对应 2016 年 38 倍 PE。

Equities

中国
软件业

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb45.60**
之前: Rmb35.00

股价 **Rmb35.49**

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	Rmb38.35-11.97		
市值	Rmb41.4 十亿/US\$6.62 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)	40,089		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,076.0		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.71 十亿		
市净率 (12/14E)	11.2x		
净债务 / EBITDA	NM		

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.53	0.55	3.81	0.55
12/15E	0.71	0.79	10.95	0.70
12/16E	1.00	1.19	19.54	0.92

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	4,509	5,460	6,809	8,343	9,760
息税前利润(UBS)	334	208	308	459	787	1,270	2,066	2,737
净利润 (UBS)	537	380	548	636	920	1,391	2,112	2,718
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.46	0.33	0.47	0.55	0.79	1.19	1.81	2.33
每股股息 (Rmb)	0.28	0.16	0.25	0.28	0.42	0.63	0.82	1.01
现金 / (净债务)	713	408	185	728	1,324	2,310	3,616	5,380
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	10.2	14.4	18.7	24.8	28.0
ROIC (EBIT) (%)	18.9	8.9	11.8	16.8	28.7	45.7	71.6	89.0
EV/EBITDA(core)x	36.9	41.2	24.6	65.8	41.7	26.8	16.9	12.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	32.0	36.6	20.2	65.0	45.0	29.7	19.6	15.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	1.7	2.3	3.6	4.9	6.4
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	0.8	1.2	1.8	2.3	2.9

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 28 日 19 时 26 分的股价(Rmb35.49)得出；

投资主题

用友软件

投资理由

用友正在打造国内领先的企业互联网平台，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 0.55 元、0.79 元和 1.19 元，根据瑞银 VCM 现金流贴现模型（WACC7.8%）得到目标价 45.60 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 50.2 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 39.7 元，较我们的中性假设低 13%。

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

Rmb45.60

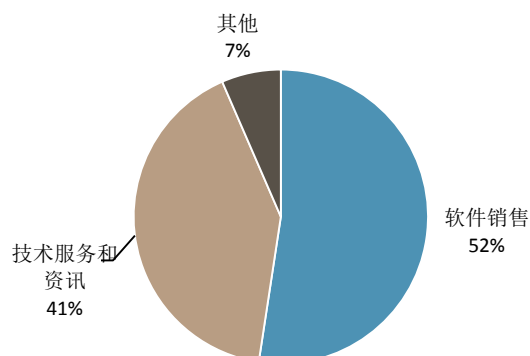
公司简介

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

中国管理软件行业距离行业成长的天花板还为时尚远。我们认为，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将是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	2,065	2,263	2,526
软件服务	1,314	502	476	453	490
其它	68	111	337	912	1624
合计	3,560	2,717	2,878	3,629	4,649

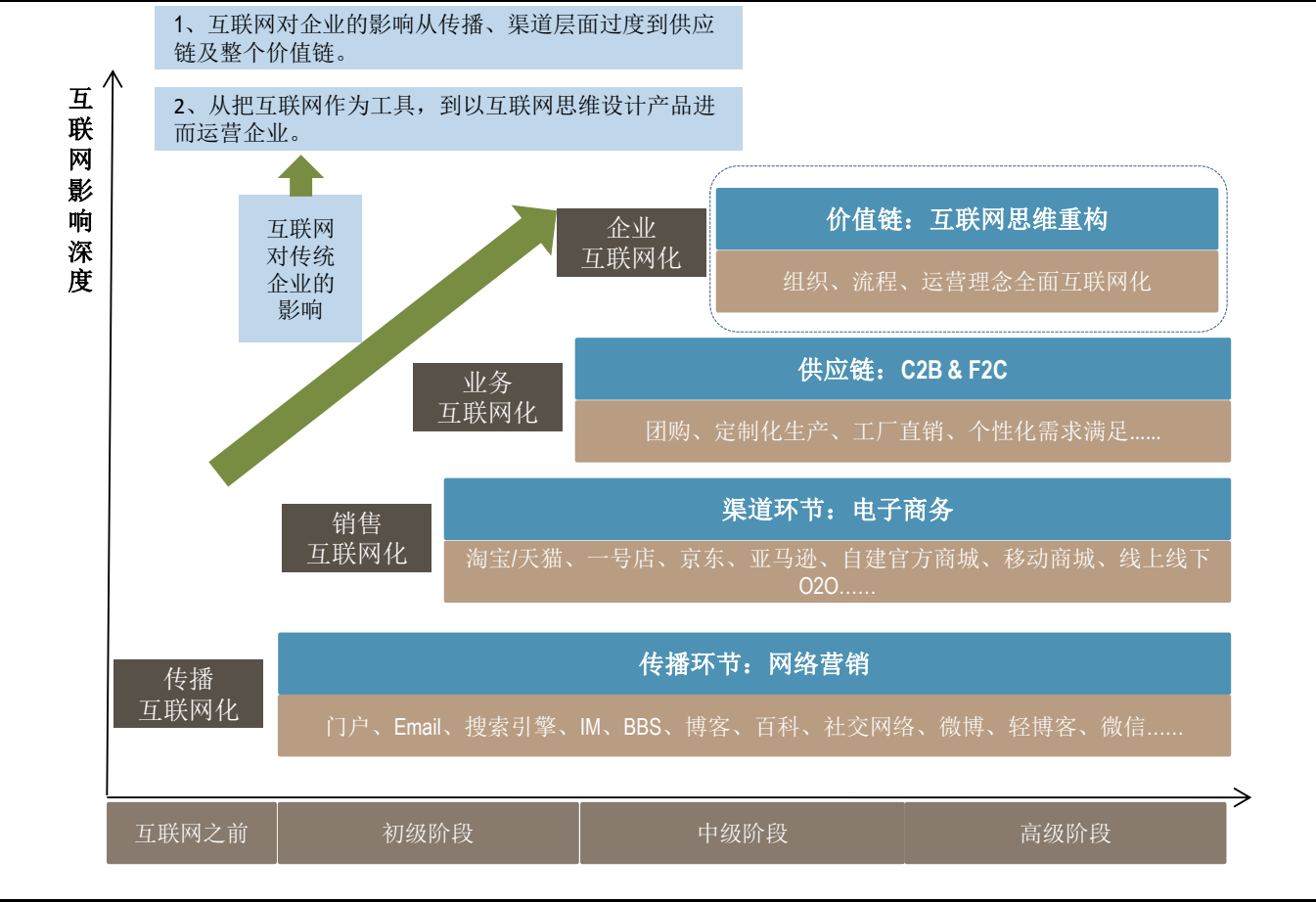
来源：公司数据，瑞银证券估算

企业互联网业务有望成为用友未来的增长引擎

随着科技的发展，企业信息化正在进入新的阶段，互联网技术改变着企业和企业之间的组织方式和协作方式。用友正抓住这一行业机遇，打造国内领先的企业互联网平台。企业互联网市场的市场潜力不亚于个人互联网，我们认为用友有机会成为这一市场的领军企业。较之腾讯、百度、阿里巴巴等个人互联网巨头，用友对国内大中小企业的信息化需求更加了解，产品能力具有优势。

企业的互联网转型正成为趋势。新一代互联网技术 SMAC（社交、移动互联网、大数据和云计算）的发展，正在加速驱动企业业务开展模式的转变。互联网对企业的渗透率在显著提升。一方面，越来越多的企业逐渐将自己的业务利用互联网的方式和思维来开展；另一方面，互联网对企业的业务的渗透不仅仅停留在云端的存储等方面，企业的营销、渠道、产品和运营等环节都已经迈向互联网化。一个全新的企业互联网化趋势正在形成。

图表 1: 互联网正在改变企业的经营模式

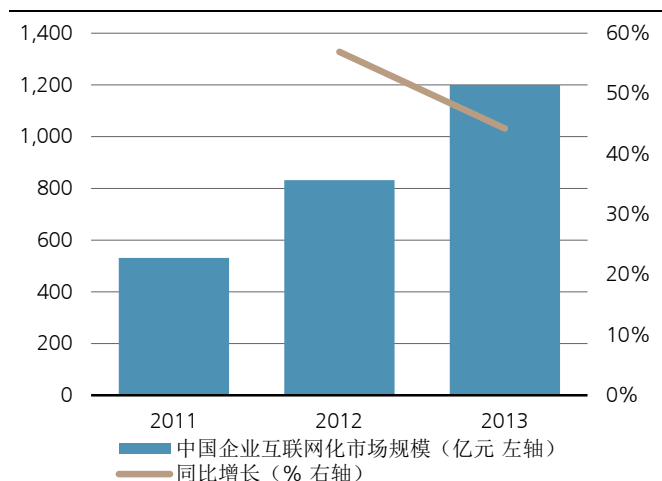


来源: 瑞银证券

企业互联网蕴含着极大的投资机会

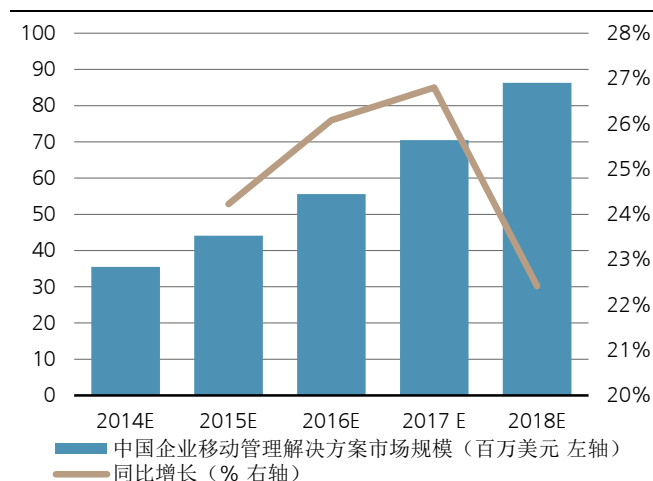
企业互联网市场规模快速增长。数据显示，2013 年中国企业互联网市场规模为 1200 亿元，同比增长 44%，在 2011 年到 2013 年的时间里，中国企业互联网市场规模翻了一倍多。在移动互联网快速发展的带动下，企业也在将部分业务和运营环节迁移至移动端，中国企业移动管理解决方案在未来几年也有望迎来快速增长期。艾瑞咨询数据显示，预计 2014 年中国企业移动管理解决方案将达到 3550 万美元，2018 年市场规模有望达到 8630 万美元，2014-2018 年的年复合增速将达 25%。

图表 2: 中国企业互联网化市场规模



来源: 艾瑞咨询

图表 3: 中国企业移动管理解决方案市场空间

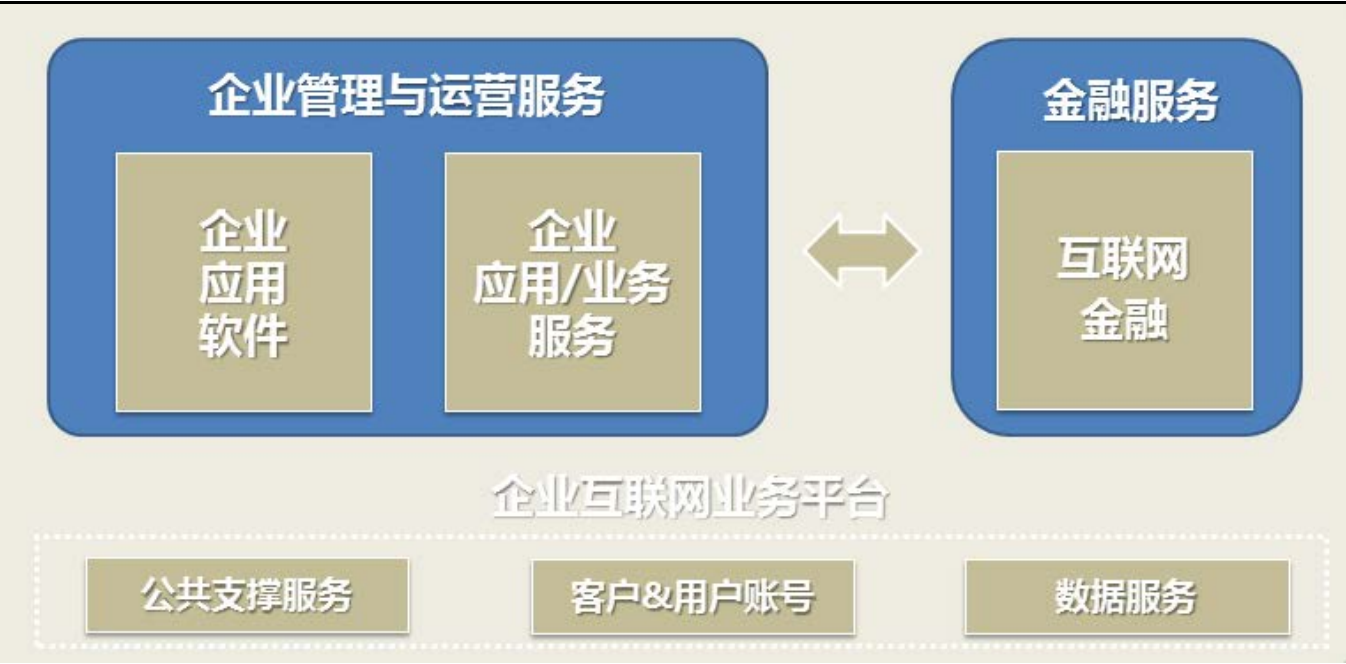


来源: 艾瑞咨询

用友的企业互联网业务:

用友正在逐步从一家为企业提供软件服务的公司转型成为一家为中国的大中小型企业提供互联网和移动互联网基础服务的互联网企业。近日公司已经通过将改名为用友网络科技股份有限公司。用友网络可能把握这一次企业互联网化的战略机遇，实现公司的快速发展。

图表 4: 用友网络企业互联网战略地图



来源: 瑞银证券

用友网络的互联网服务将主要包含：协同社交类，营销服务类，资金管理类，财务管理类和行业管理类，涵盖了企业经营的多个方面。我们认为用友网络平台将逐步成为企业客户，尤其是中小企业的首选工作管理平台。

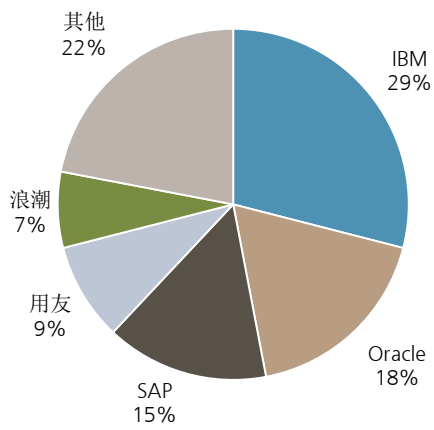
图表 5: 用友网络目前提供的互联网服务

服务类别	协同社交类	营销服务类	资金管理类	财务管理类	行业管理类
	工作圈	电商数据通	U 网银	易代帐	汽车后市场
产品名称	企业空间	客户管家	资金看板	会计家园	在线教育
	e 联系	客勤通			

来源: 公司公告

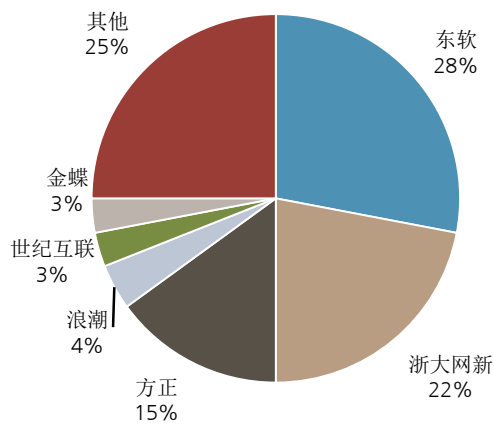
本土企业优势逐渐凸显。在企业互联网市场竞争方面，海外 IT 巨头凭借技术先发优势，占据较大的市场份额。而从最近两年行业发展特点和趋势来看，国内 IT 企业正在逐渐获得发展红利，市场份额的获得在逐渐扩大。其主要得益于：（1）国产化替代政策和趋势。信息安全政策加码背景下，政府对本土厂商的支持力度达到空前高度；（2）本土 IT 企业在技术、产品、研发以及服务能力方面的提升；（3）本土服务和较低价格带来的相对竞争优势。

图表 6: 企业在互联网化中提及的服务商比例（2012）



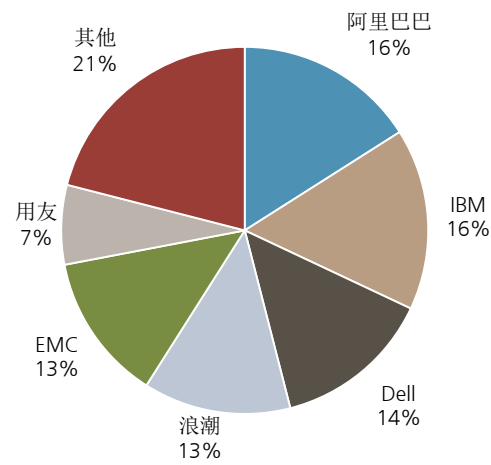
来源: 艾瑞咨询

图表 7: 产品环节企业互联网化服务商格局（2012）



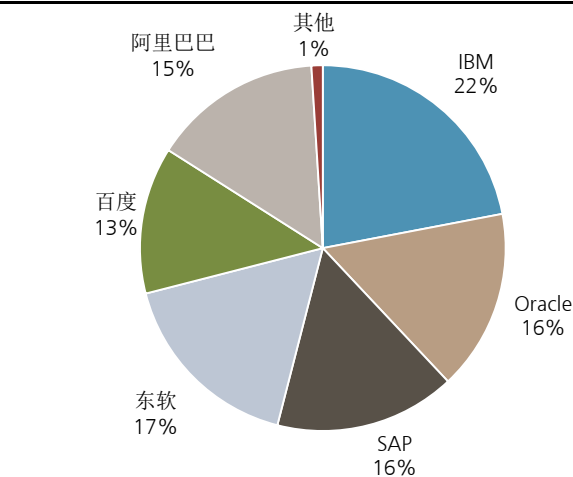
来源: 艾瑞咨询

图表 8: 渠道环节企业互联网化服务商格局（2012）



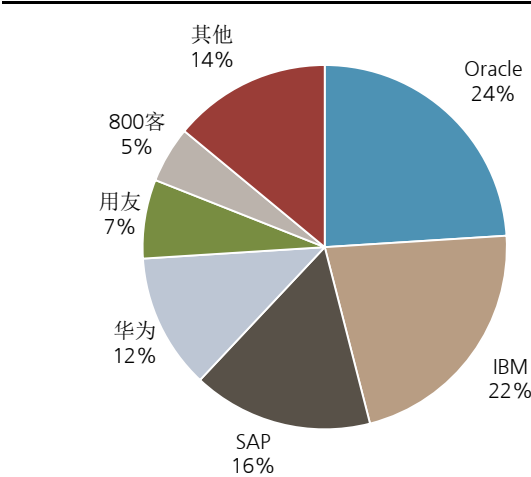
来源: 艾瑞咨询

图表 9: 营销环节企业互联网化服务商格局（2012）



来源: 艾瑞咨询

图表 10: 运营环节企业互联网化服务商格局（2012）



来源: 艾瑞咨询

客户资源和研发能力成为占领市场的关键。在企业互联网市场，我们认为研发能力是企业进入市场参与竞争的技术门槛。当参与者突破技术研发能力的瓶颈后，拥有的企业客户资源的多寡将成为企业攫取市场份额的关键因素。在这一逻辑判断下，我们认为 A 股计算机行业中具有众多企业客户资源软件企业更有机会在企业互联网市场中突出重围，成为最终行业的领导者。

图表 11: 中国企业互联网化服务商对比

竞争者	优势因素	阻碍因素
信息服务商	1、很强的传统客户资源 2、整体解决方案的提供 3、快速的资源整合能力	1、缺乏技术研发能力 2、持续服务能力较低 3、扩展能力低
以移动和云为主的创业企业	1、强技术能力和创新能力 2、灵活的市场能力 3、较高的需求满足能力	1、营销能力弱 2、传统企业需求信息获取渠道弱
传统的互联网企业	1、资金比较雄厚 2、研发能力弱 3、营销能力强	1、较少的企业市场经验 2、没有明确的企业市场战略 3、个人用户与的资源占用

来源: 艾瑞咨询，瑞银证券

图表 12: 国内企业互联网服务主要提供商

厂商	云计算产品	服务涵盖
用友畅捷通	畅捷通/NC6	为小企业提供在线 CRM、记账工具以及进销存管理软件服务
金蝶友商网	友商网	为小企业提供在线会计和进销存软件服务
浪潮	浪潮云计算	云计算主机及操作系统
新浪	新浪 SAE 企业版、MAE	为企业提供云服务器以及私有云解决方案
腾讯	腾讯云平台	为技术企业提供在线应用部署和运维服务
盛大	盛大云计算	为中小企业提供云主机、云存储、CDN 等基础设施服务
阿里巴巴	阿里云	提供基于云的基础设施服务以及在线企业云因公
国双科技	Gridsum Dissector	为企业提供在线业务优化产品与服务
上海爱数	爱数 Tx3 云平台	为大型用户提供备份容灾云解决方案

来源: 艾瑞咨询，瑞银证券

互联网金融服务业务

用友已经建立了国内领先的互联网金融产品线。通过内生发展和投资并购，用友已经拥有了企业支付（畅捷支付），P2P（友金所），风险投资（幸福投资），参股通联支付和百年人寿。我们预计公司 2015 年还将推出企业财富管理，征信服务和民营银行服务。用友有望成为产品线最为全面的企业互联网平台。

用友互联网金融服务的布局特点：

（1）以企业金融为重心，形成特色

全面开展 P2P，企业支付与结算服务、企业投资、理财服务、企业征信，融资服务；结合企业金融服务，开展相关的其它金融服务，包括组织社会资本资源，为企业客户服务。

（2）以无缝链接用友集团的软件业务、互联网服务业务资源为优势，建立差异化

从数据到流程与企业云服务、企业应用软件无缝链接，平滑跳转，共享客户和数据资源，推广金融服务产品，控制客户风险。互相合作，共享利用软件业务、企业云服务业务的渠道资源，营销和销售金融服务产品。

（3）自营+合作并行推进

选择用友具有优势的领域方向，自建互联网金融业务机构的同时与各金融机构积极开展合作，分享收益，发挥用友资源价值。

友金所：承担集团开拓互联网金融业务的重任

我们近期拜访了友金所。截止 2015 年 1 月 27 日，友金所核心产品友金 e 富已经实现累计成交金额 1.82 亿元，累计成交总笔数达 755 笔，每笔贷款最高不超过 50 万元人民币，平均每单业务在 20 万元左右。投资者投资友金所提供的项目可以获得 10% 的收益率，并在每个月收到项目借款方等额本息的付款。友金所的客户来源主要是用友软件的财务软件客户，ERP 软件客户，有房产的客户，有期缴 3 年以上的寿险保单客户等等。

■ 完备的风险控制体系：

我们认为友金所在客户审核和风险控制方面显著优于目前绝大多数 P2P 平台。友金所高管和风控团队大多数来自于国内主要的商业银行，友金所平台的风控模式和流程也借鉴了国内商业银行的风控方式，对项目风险的重视程度较高。友金所借款项目主要来自于用友软件小微企业主个人及社会有借款需求的个人，在借款需求提交借款申请之后，友金所通过网络、电话和实地调研走访等多种途径对借款人的情况进行系统的调查和分析，以降低借款人的欺诈风险和信用风险。

友金所目前的单个客户贷款金额基本都小于 50 万元，属于标准的互联网小额贷款。我们认为坚持小额贷款的平台将更具发展前景：（1）满足个体户和中小型企业的小额资金需求符合国家对互联网金融平台的政策引导方向；（2）小额贷款对于平台来说也更加容易控制风险；（3）回报率较高。用友在中小

企业和个体商户中的品牌影响力和软件销售渠道对友金所来说是不可多得的优势。

▪ 品牌优势：将体现在成本上

品牌：用友的品牌效应主要体现在平台的融资方面，我们认为友金所作为国内知名的上市公司用友所控股的 P2P 平台，在客户信任度方面较之绝大多数第三方 P2P 平台具有很强的优势（平安陆金所当然在这一点上更加具备优势）。我们认为这一优势最终会转化为友金所平台的融资成本优势。

▪ 未来最值得关注：大数据分析和平台化客户导入

目前友金所获取企业客户的方式同平安的陆金所模式类似，主要依靠线下的渠道和用友软件的软件客户等。未来用友的网络平台客户群体成型，并且有足够多的数据积累，那么用友的海量客户的规模优势和大数据获取的优势就能够充分发挥，这将成为友金所同其他互联网金融平台竞争的最主要优势。

图表 13: 友金所 VS 陆金所

	友金所	陆金所
收益率	10%	8.61%
期限	36 个月	36 个月
最低投资额	1 千元	1 万元
债权转让	30 天后可转	60 天后可转
担保	本息全额担保	本息全额担保
担保公司	深圳用友力和投资非融资性担保公司	平安担保

来源: 公司资料, 瑞银证券整理

盈利预测和估值

我们认为企业互联网业务和互联网金融将给用友带来极大的发展空间。2015 年开始，公司依靠良好的布局，将在软件业务，企业互联网服务业务和企业互联网金融业务三个领域齐头并进。

图表 14: 用友软件三大业务划分

项目	软件业务	企业互联网业务	互联网金融服务业务
公司策略	聚焦发展，提高效益	战略提速，形成规模	完成布局，战略突破
经营目标	提升客户满意度，客户软件实现端化	服务 80 万家企业客户，800 万个人客户	完成业务布局，交易流水快速增长

来源: 公司公告

考虑到用友互联网金融业务的推进速度正在加快，我们认为其对公司业绩贡献的时点和力度有望提前和增强。我们上调公司 2014-2016 年的收入预测和盈利增长预测，我们预计 2014-2016 年公司销售收入将达到 45.1 亿元/54.6 亿元/68.1 亿元，分别同比增长 3.3%/21.1%/24.7%。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.55 元/0.79 元/1.19 元，较原来的假设提高 3.8%/10.9%/19.5%。我们认为企业互联网业务和互联网金融业务将是公司

成长的最主要来源。我们同时上调了公司 2017 年之后的长期盈利增长，从此前的 4.5%提高至 5%。

图表 15: 盈利预测的变化

		2014E	2015E	2016E
收入（人民币 百万）	原先预测	4,392	5,123	6,090
	现在预测	4,509	5,460	6,809
	变动	2.7%	6.6%	11.8%
利润（人民币 百万）	原先预测	613	829	1,164
	现在预测	636	920	1,391
	变动	3.8%	10.9%	19.5%
EPS（人民币元）	原先预测	0.53	0.71	1.00
	现在预测	0.55	0.79	1.19
	变动	3.8%	10.9%	19.5%

来源: 瑞银证券估算

根据瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC7.8%），我们上调公司目标价至 45.6 元（原目标价 35.0 元），我们 45.6 元的目标价对应 2016 年 38 倍 PE。维持“买入”评级。

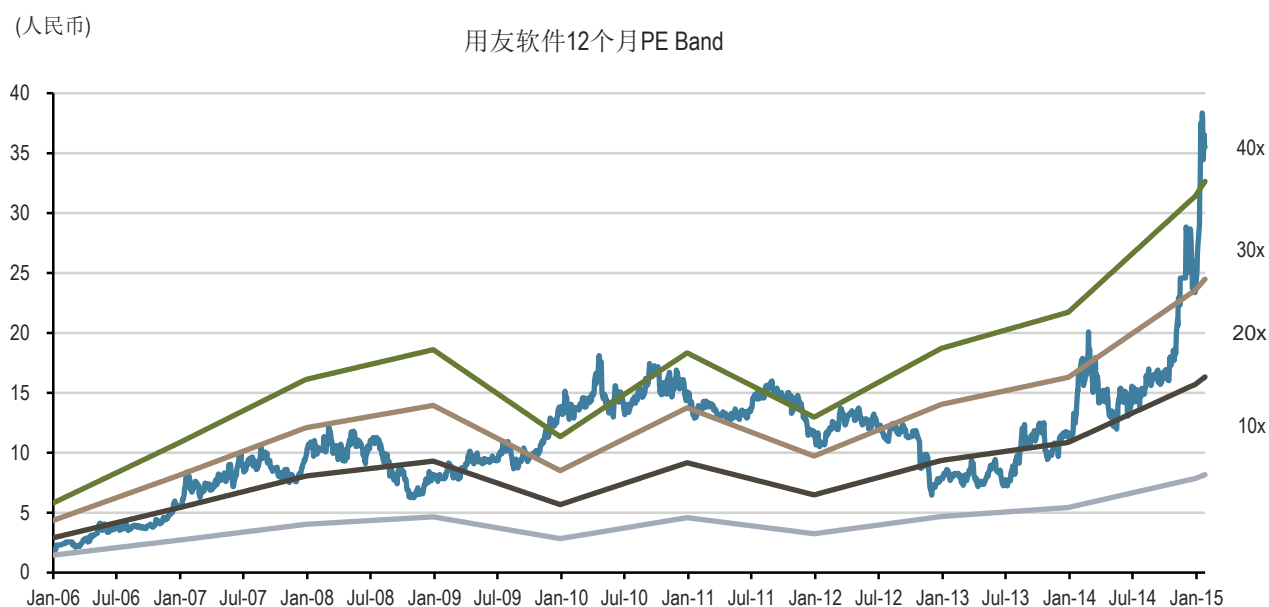
目前行业内可比公司平均 PE 水平为 2016 年 50 倍，我们认为用友目前 2016 年 30 倍 PE 的水平被低估。2010 年以来，用友软件的平均估值水平为 35 倍。综合考虑公司未来的市场空间，业绩成长前景，我们认为给予公司 38 倍 PE 是合理的。

图表 16: 可比公司估值表

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	60.15	0.52	0.54	0.70	0.91	111.4	85.4	66.1	20.5	5.43
金证股份	600446.SH	72.05	0.42	0.58	0.84	1.16	124.2	85.8	62.1	40.8	3.05
东华软件	300380.SZ	25.39	1.11	0.70	0.93	1.22	36.3	27.3	20.8	33.7	1.07
石基信息	300085.SZ	83.09	1.16	1.41	1.76	2.19	58.9	47.2	37.9	23.6	2.50
鼎捷软件	300378.SZ	61.20	1.07	0.55	0.73	0.96	111.3	83.8	63.8	4.9	22.59
行业平均							88.4	65.9	50.1	24.7	6.9
用友软件	600588.SH	35.51	0.47	0.55	0.79	1.19	65.1	45.0	29.7	29.8	2.2

来源: Wind, 瑞银证券估算, 股价更新到 2015 年 1 月 28 日, 其中用友软件和恒生电子盈利预测为瑞银证券估算, 其他均为 Wind 一致预期

图表 17: 用友软件历史 PE Band



来源: Wind, 瑞银证券

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	4,509	3.3	5,460	21.1	6,809	8,343	9,760
毛利	3,499	3,560	2,717	2,878	5.9	3,629	26.1	4,649	5,937	7,055
息税折旧摊销前利润(UBS)	443	324	421	618	46.6	961	55.5	1,471	2,278	2,974
折旧和摊销	(109)	(117)	(113)	(158)	40.3	(173)	9.4	(200)	(211)	(236)
息税前利润(UBS)	334	208	308	459	49.0	787	71.4	1,270	2,066	2,737
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	325	-21.9	356	9.4	392	424	456
净利息	(32)	(57)	(78)	(64)	18.6	(44)	30.0	(18)	6	20
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	606	441	647	721	11.4	1,099	52.4	1,645	2,496	3,212
税项	(55)	(54)	(78)	(72)	8.0	(110)	-52.4	(164)	(250)	(321)
税后利润	551	387	569	649	14.1	989	52.4	1,480	2,247	2,891
优先股股息及少数股权	(14)	(8)	(21)	(13)	37.5	(69)	NM	(89)	(135)	(173)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	537	380	548	636	16.1	920	44.6	1,391	2,112	2,718
净利润 (UBS)	537	380	548	636	16.1	920	44.6	1,391	2,112	2,718
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)	0.46	0.33	0.47	0.55	16.1	0.79	44.6	1.19	1.81	2.33
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.46	0.33	0.47	0.55	16.1	0.79	44.6	1.19	1.81	2.33
每股收益 (UBS, 基本)	0.46	0.33	0.47	0.55	16.1	0.79	44.6	1.19	1.81	2.33
每股股息净值(Rmb)	0.28	0.16	0.25	0.28	9.1	0.42	51.3	0.63	0.82	1.01
每股账面价值	2.51	2.55	2.80	3.18	13.4	3.69	16.1	4.47	5.65	7.16
平均股数(稀释后)	1,165.40	1,165.40	1,165.40	1,165.40	0.0	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	1,803	-14.1	2,184	21.1	2,723	4,014	5,778
其他流动资产	1,394	1,502	1,638	1,579	-3.6	1,871	18.5	2,201	2,681	3,128
流动资产总额	2,791	3,199	3,738	3,382	-9.5	4,055	19.9	4,925	6,695	8,906
有形固定资产净值	1,132	1,389	1,597	1,572	-1.6	1,547	-1.6	1,524	1,524	1,532
无形固定资产净值	1,268	1,286	1,383	1,416	2.4	1,459	3.0	1,506	1,558	1,614
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	6,882	-4.8	7,572	10.0	8,467	10,290	12,564
应付账款和其他短期负债	1,734	1,739	1,930	1,944	0.8	2,186	12.4	2,534	2,865	3,199
短期债务	504	1,131	1,081	739	-31.62	523	-29.21	77	61	61
流动负债总额	2,239	2,869	3,011	2,684	-10.9	2,709	1.0	2,611	2,926	3,260
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	3,027	-21.7	3,050	0.8	2,952	3,267	3,601
普通股股东权益	2,956	2,994	3,227	3,706	14.9	4,304	16.1	5,209	6,581	8,348
少数股东权益	72	80	136	149	9.6	218	46.6	307	442	615
负债和权益总计	5,462	6,156	7,230	6,882	-4.8	7,572	10.0	8,467	10,290	12,564
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	636	16.1	920	44.6	1,391	2,112	2,718
折旧和摊销	109	117	113	158	40.3	173	9.4	200	211	236
营运资本变动净值	(281)	(107)	0	145	-	(159)	-	(149)	(355)	0
其他营业性现金流	106	109	(113)	(77)	31.9	215	-	269	331	0
经营性现金流	472	499	548	863	57.4	1,149	33.2	1,711	2,299	2,954
有形资本支出	(283)	(365)	(379)	(162)	57.4	(186)	-15.0	(220)	(259)	(295)
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)	(162)	73.8	(189)	-16.7	(220)	(259)	(295)
已付股息	(180)	(326)	(192)	(289)	-50.9	(322)	-11.2	(487)	(739)	(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)	131	-	(44)	-	(18)	6	0
债务及优先股变化	320	599	593	(839)	-	(216)	74.25	(447)	(16)	0
融资性现金流	209	272	369	(997)	-	(582)	41.6	(952)	(749)	(568)
现金流量中现金的增加/(减少)	52	365	301	(296)	-	378	-	539	1,291	2,091
外汇/非现金项目	(53)	(65)	102	0	-	3	-	0	0	(328)
资产负债表现金增加/(减少)	(1)	300	403	(296)	-	381	-	539	1,291	1,763

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

用友软件 (600588.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	32.0	36.6	20.2	65.0	45.0	29.7	19.6	15.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	32.0	36.6	20.2	65.0	45.0	29.7	19.6	15.2
股价/每股现金收益	26.6	28.0	16.8	52.1	37.8	26.0	17.8	14.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.1	1.0	1.5	1.7	2.3	3.6	4.9	6.4
净股息收益率(%)	1.9	1.4	2.7	0.8	1.2	1.8	2.3	2.9
市净率	5.9	4.7	3.4	11.2	9.6	7.9	6.3	5.0
企业价值/营业收入(核心)	4.0	3.2	2.4	9.0	7.3	5.8	4.6	3.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	36.9	41.2	24.6	65.8	41.7	26.8	16.9	12.5
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	18.6	13.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	27.3	NM	NM	27.5	17.3	12.7
企业价值/运营投入资本	9.2	5.8	4.0	NM	NM	NM	NM	NM
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	41,360	41,360	41,360	41,360	41,360
净债务 (现金)	(878)	(560)	(297)	(456)	(1,026)	(1,817)	(2,963)	(4,498)
少数股东权益	56	58	108	142	183	307	442	615
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	41,061	40,523	39,854	38,843	37,481
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	40,642	40,104	39,435	38,423	37,062
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	3.3	21.1	24.7	22.5	17.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	135.8	-26.9	30.0	46.6	55.5	53.1	54.9	30.6
息税前利润(UBS)	NM	-37.9	48.6	49.0	71.4	61.4	62.6	32.5
每股收益(UBS 稀释后)	61.7	-29.3	44.3	16.1	44.6	51.3	51.8	28.7
每股股息净值	81.8	-41.2	55.0	9.1	51.3	51.8	28.7	24.0
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	63.8	66.5	68.3	71.2	72.3
息税折旧摊销前利润率	10.8	7.7	9.7	13.7	17.6	21.6	27.3	30.5
息税前利润率	8.1	4.9	7.1	10.2	14.4	18.7	24.8	28.0
净利 (UBS) 率	13.0	9.0	12.6	14.1	16.8	20.4	25.3	27.8
ROIC (EBIT)	18.9	8.9	11.8	16.8	28.7	45.7	71.6	89.0
税后投资资本回报率	17.2	7.9	10.3	15.1	25.8	41.1	64.4	NM
净股东权益回报率(UBS)	19.6	12.8	17.6	18.3	23.0	29.3	35.8	36.4
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)	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.6)	(1.8)
净债务/总权益 %	(23.5)	(13.3)	(5.5)	(18.9)	(29.3)	(41.9)	(51.5)	(60.0)
净债务/（净债务 + 总权益） %	(30.8)	(15.3)	(5.8)	(23.3)	(41.4)	(72.1)	NM	NM
净债务/企业价值	(4.4)	(3.1)	(1.8)	(1.8)	(3.3)	(5.9)	(9.4)	(14.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	149.4	147.6	148.6	169.1	171.9
资本支出/营业收入(%)	6.9	8.6	8.7	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0
息税前利润/净利息	10.5	3.7	3.9	7.2	17.7	70.0	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.7	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	2.2	2.3
股息支付率 (UBS) %	60.3	50.1	53.8	50.6	53.0	53.1	45.0	43.4
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	4,509	5,460	6,809	8,343	9,760
总计	4,122	4,235	4,363	4,509	5,460	6,809	8,343	9,760
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	459	787	1,270	2,066	2,737
总计	334	208	308	459	787	1,270	2,066	2,737

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	+28.5%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+29.7%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+21.0%

风险声明

我们认为公司面临的风险主要包括：1、经济下滑可能导致下游企业 IT 支出放缓；
2、软件的国产化替代进程慢于预期。

要求披露

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

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。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

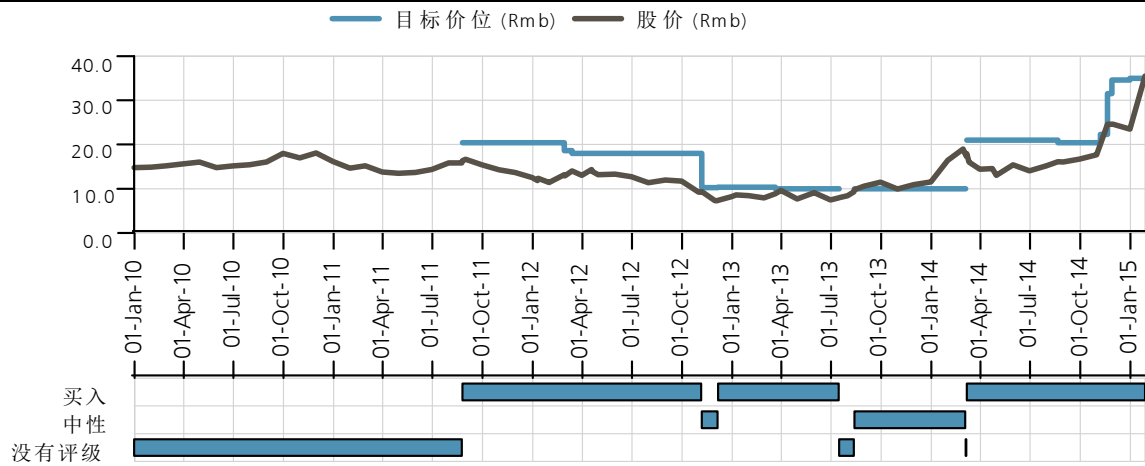
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
用友软件	600588.SS	买入	不适用	Rmb35.51	2015 年 01 月 28 日

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 2015 年 1 月 28 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 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 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。

