

## 广电运通

# 从中国制造到中国服务，全面进军金融服务外包市场

### 中国 ATM 外包服务市场广阔

截止 2014 年底，我国 ATM 机的保有量已经达到 61.5 万台，较 2013 年底增长 18%。较高的保有量即将催生广阔的设备运营外包服务市场。按照我们未来 3 年 ATM 保有量复合增长 16% 的假设，预计 2017 年我国 ATM 保有量或将达到 96 万台，届时中国 ATM 服务外包潜在的市场规模有望突破 1000 亿元。对比发达国家，我国 ATM 外包服务目前渗透率较低，未来发展空间很大。

### 广电运通的金融外包服务优势明显

公司在 ATM 生产和运维领域深耕多年，目前是国内销量第一的银行自动存取款设备提供商，具有较强的金融外包服务优势：（1）“丰富的客户资源+现金平台管理技术+强大的服务能力”造就了公司的先发优势；（2）独具特色的“技术+安全”的穗通模式已经成熟，具有向全国推广的可复制性。

### 增发助力公司金融外包服务

公司已决定向大股东/员工持股公司增发募集资金 37 亿元，将投入金融外包服务业务。我们认为本次增发对公司的意义为：1) 通过出资购买的方式实现了员工持股，解决了公司的股权激励问题；2) 大股东增持显示了大股东对公司未来重点发展服务业务的信心；3) 为公司的后续投入特别是兼并收购提供了大量资金支持，增发完成之后公司在手现金储备将高于同行业内其他公司。

### 估值：重申“买入”评级，目标价从 33.0 元上调至 50.20 元

我们维持 2014 年盈利预测不变，上调 2015-2017 年 EPS 至 1.42/2.01/2.78 元（之前为 1.27/1.61/1.94 元，上调 12%/25%/43%），并上调了 2018 年及之后的长期盈利预测。我们的盈利预测高于市场预期，主要是我们认为公司金融服务外包业务的收入增长将快过市场预期。此外，由于无风险利率和公司贝塔值降低，WACC 从 8.4% 下调至 7.9%，我们的目标价 50.20 元基于根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型得出，对应 25 倍 2016E PE。

## Equities

中国

电子元件与设备

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb50.20**  
之前: Rmb33.00

股价 **Rmb41.87**

路透代码: 002152.SZ 彭博代码 002152 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb41.87-13.41

市值 Rmb37.5 十亿/US\$6.04 十亿

已发行股本 897 百万 (ORDA)

流通股比例 97%

日均成交量(千股) 24,095

日均成交额(Rmb 百万) Rmb829.6

普通股股东权益 (12/14E) Rmb4.29 十亿

市净率 (12/14E) 8.7x

净债务 / EBITDA NM

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.90	0.90	0.00	0.90
12/15E	1.27	1.42	12.36	1.21
12/16E	1.61	2.01	25.21	1.51

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

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	2,089	2,168	2,516	3,148	4,509	6,172	8,224	10,498
息税前利润(UBS)	502	504	594	713	1,215	1,777	2,515	3,288
净利润 (UBS)	507	579	705	808	1,277	1,804	2,493	3,219
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.56	0.65	0.79	0.90	1.42	2.01	2.78	3.59
每股股息 (Rmb)	0.05	0.21	0.17	0.18	0.28	0.40	0.56	0.40
现金 / (净债务)	1,212	2,002	1,645	2,168	2,858	3,878	5,331	7,301
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(%)	24.0	23.2	23.6	22.6	26.9	28.8	30.6	31.3
ROIC (EBIT) (%)	44.6	53.2	44.1	35.3	51.1	62.1	72.4	78.2
EV/EBITDA(core)x	23.2	14.0	13.6	47.4	27.7	18.6	12.8	9.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	26.7	16.0	14.8	46.5	29.4	20.8	15.1	11.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.1	9.1	6.5	1.4	2.2	3.3	4.7	6.4
净股息收益率(%)	0.3	2.0	1.4	0.4	0.7	1.0	1.3	1.0

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 03 月 24 日 19 时 57 分的股价(Rmb41.87)得出；

# 投资主题

## 广电运通

### 投资理由

我们预计公司未来增长将主要来自（1）金融自助设备的国产化替代；（2）金融外包服务市场的开拓。随着金融行业对设备信息安全愈发重视，我们认为国产设备商将迎来良好的发展机遇。国内市场，商业银行进行流程再造，大量引入自动化设备提升经营效率，为公司新产品推广创造良好的市场环境，从而推动公司业务增长。而金融外包服务市场启动在即，公司通过增发募集资金大力开拓该市场，考虑公司强大的竞争优势，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.42/2.01/2.78 元，目标价 50.2 元基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型得出（WACC=7.9%），给予“买入”评级。

### 乐观情景

如果 2015 年 ATM 收入超过我们预期，增长幅度达 20%，则我们预计 15 年 EPS 将达到 1.54 元，对应每股估值为 56.5 元。

### 悲观情景

如果 2015 年 ATM 收入低于我们预期，增长幅度为 10%，则我们预计 15 年 EPS 为 1.31 元，对应每股估值为 46.4 元。

### 近期催化剂

正面催化剂：（1）国家可能进一步出台政策支持国产设备替代进口；（2）大型商业银行采购订单；（3）清分机等新产品若获得突破；（4）广东省国企改革。  
负面催化剂：银行招标价格或进一步下滑。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb50.20

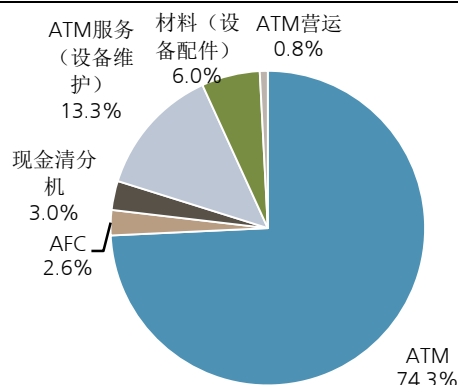
### 公司简介

广州广电运通金融电子股份有限公司主要从事 ATM 和 AFC 等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务以及 ATM 营运业务。公司是国内最大的 ATM 设备厂商，市场占有率雄踞榜首。同时，公司继续保持 AFC 设备在国内轨道交通市场的优势地位。

### 行业展望

我们估算中国金融自助设备市场总体规模大约 150 亿左右，预计未来 3 年复合增长速度将超过 15%。行业获得快速持续成长的主要驱动力来自人力成本持续上升推动金融机构加快采购金融自动化处理设备替代人工。

### 2013 产品收入分拆(%)



资料来源：公司数据

图表 2：各产品毛利（百万人民币）

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ATM	935	1046	1173	1355	1550
AFC	8	20	26	30	33
VTM&清分机		31	187	296	424
ATM 服务	141	199	296	812	1445
材料	47	82	73	80	88
ATM 营运	2	-3	2	2	2
合计	1134	1374	1758	2575	3542

资料来源：公司数据，瑞银证券估算

# ATM 外包服务市场广阔

金融制度的改革和外资银行的涌入，使得国内商业银行面临的竞争和盈利压力日益增加，银行对管理制度和经营效率提出更高要求。我们认为在这样的背景下，中国的金融服务外包行业将会迎来更好的增长机会。

## 银行外包非核心业务是社会分工发展的必然趋势

金融服务外包作为商业银行剥离非核心业务或支持性业务进而专注于营利性较高的核心业务的一种方式，符合银行降本增效，提高盈利的诉求。

## 政策支持鼓励金融机构外包非核心业务

近年来国务院、银监会和央行等政府机构密集出台支持金融服务外包发展的政策，鼓励金融机构将非核心业务外包，提高服务质量和效率。我们认为，未来几年，行业将继续享受政策红利带来的快速发展。

图表 1: 近年来出台的金融服务外包的支持政策

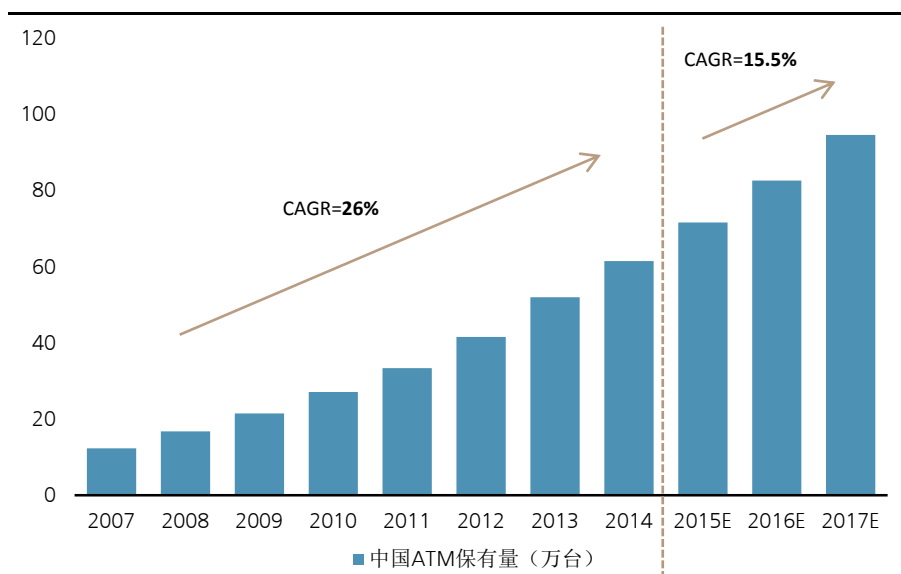
时间	发布机构	政策	具体内容
2006 年	商务部	启动承接服务外包的“千百十工程”	即每年投入不少于 1 亿元资金，在今后的三到五年内建设 10 个中国承接服务外包的基地，推动 100 家跨国公司将其部分的外包业务转移到中国，同时培养 1000 家承接国际服务外包的大型企业，全方位地接纳离岸服务外包业务。
2006 年 3 月	银监会	《电子银行业务管理办法》	鼓励电子银行业务的外包，允许金融机构将电子银行部分系统的开发、建设，电子银行业务的部分服务与技术支持，电子银行系统的维护等专业化程度较高的业务工作，委托给外部专业机构承担。
2009 年 9 月	中国人民银行等六部委	《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》	要求金融机构积极探索将非核心业务发包给有实力、有资质的服务外包企业，提高金融服务的质量和效率
2010 年 6 月	银监会	《银行业金融机构外包风险管理指引》	鼓励商业银行在风险可控的前提下，将非核心业务通过外包方式运营
2014 年 12 月	国务院	《关于促进服务外包产业加快发展的意见》	提出要积极发展金融服务外包业务，鼓励金融机构将非核心业务外包

资料来源: 商务部、中国银监会、中国人民银行、国务院网站，瑞银证券整理

## 快速增长的 ATM 保有量将催生庞大的 ATM 维护服务市场

过去几年，我国 ATM 机保有量实现了快速增长。央行数据显示，2014 年我国 ATM 机的保有量已经达到 61.5 万台，2007 年至 2014 年的年复合增速达到 26%。因为（1）我国银行的信息化进程继续快速推进；（2）银行卡发卡量的快速增长；（3）百万人 ATM 保有量较发达国家差距较大，我们预计未来国内 ATM 机的保有量有望继续快速增长，我们预测到 2017 年中国 ATM 保有量将达到 95 万台，未来 3 年的复合增速约为 15.5%。

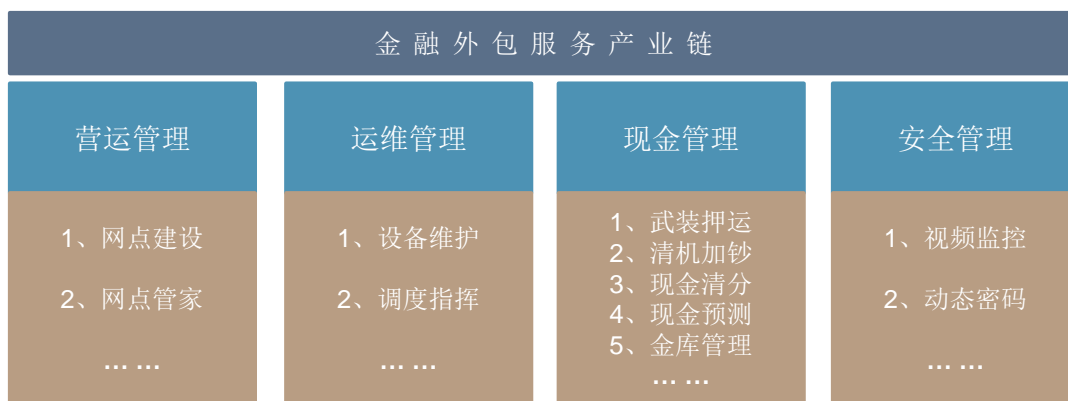
图表 2: 中国 ATM 保有量快速增长将催生 ATM 服务市场



资料来源: 中国人民银行, 瑞银证券估算

银行 ATM 全外包服务的服务内容过去几年在不断扩大, 目前可以大致分为营运管理类, 运维管理类, 现金管理类和安全管理类四大类。其中营运管理类包括网点建设, 网点管理等; 运维管理则包含了设备维护, 调度指挥等服务; 现金管理类则是利润最为丰厚的服务业务, 包含武装押运, 清机加钞, 现金清分, 现金预测和金库管理等。

图表 3: ATM 外包服务产业所涵盖的服务内容



资料来源: 公司数据, 瑞银证券

ATM 服务未来发展空间广阔:

第一, 从产业链的深度来看, ATM 外包服务涉及到多个业务细分领域, 基本覆盖了以 ATM 为代表的银行自助设备的整个生命周期, 其中包括营运管理、运维管理、现金管理和安全管理等。技术的进步也将会推动 ATM 功能的丰富和完善, ATM 机有望承载更多传统银行柜台业务, 随之衍生的 ATM 服务也将更加深化和广化。

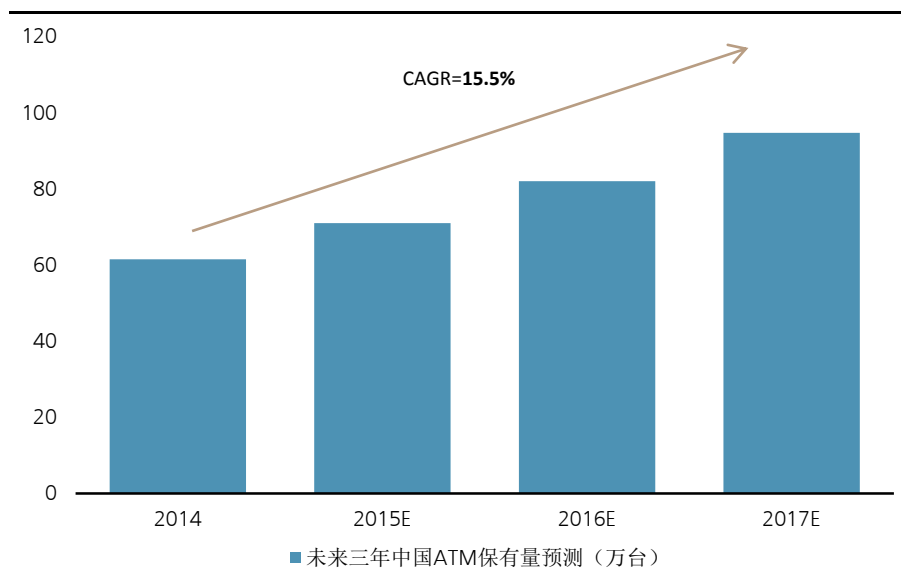
第二，从产业发展阶段来看，目前，ATM 服务外包行业仍处在发展的初期，随着 ATM 服务市场的逐步成熟，银行在风险可控的前提下，有望将更多 ATM 相关服务进行外包。

第三，从产业发展趋势来看，大部分城市的银行目前只对自有 ATM 机进行管理，集中度较低造成资源闲置。ATM 机市场存在对分散的自助设备进行集中受理、集中调度、集中管理和集中监控的趋势。同时，押运转向市场化运营也将推动金融服务外包实现有效串联，利于全产业链 ATM 外包服务的开展。

基于以上的判断，我们可以对 ATM 服务外包市场规模进行简单测算，假设将一台 ATM 机整体进行外包银行需要支付的费用为 8 万至 10 万元，以 2014 年中国联网的 ATM 机 61.49 万台来测算的话，其市场化规模约为 600 亿元。动态来看，假设未来三年中国 ATM 机保有量的平均增速为 15%，则 2017 年中国 ATM 机的保有量有望达到 95 万台，届时中国 ATM 服务外包市场的规模有望接近千亿规模。

2014 年以来，公安部推动各地武装押运公司脱钩改制工作，为 ATM 现金管理服务整合提供良好机遇。

图表 4: 未来三年中国 ATM 保有量预测



资料来源: 瑞银证券估算

## 广电运通：全面进军金融外包行业

广电运通成立于 1999 年，是国内规模最大的金融自动化设备研发和制造企业。广电运通的 ATM 设备长期以来畅销国内，连续 7 年占据国内 ATM 市场销量第一的位置。

2013 年开始，广电运通提出了“高端制造+高端服务”双轮驱动的战略，公司开始不断开拓高端服务业务的开拓。2015 年公司宣布向大股东和员工持股公司增发募集 37 亿元，将投入到金融外包服务行业的市场开拓和服务能力建设方面。

现金管理是 ATM 外包服务的重要组成部分，其最重要的功能是保证在 ATM 运营过程中现金的正常流转，出于安全考虑，现金从金库到 ATM 之间的流转均需武装押运，因此，武装押运成为贯穿现金管理的重要物流载体。

目前，武装押运属于区域垄断性的非市场化经营，造成武装押运、金库、清分中心等都是独立运营，因此大部分金融外包服务模式为片段式服务，未能通过武装押运对现金管理其他环节进行有效整合，难以从根本上帮助银行解决在 ATM 服务过程所遇到的安全、质量、效率以及成本等方面的难题。

因此，武装押运的脱钩改制所带来的投资机会，为公司形成武装押运、金库管理、现金清分、清机加钞等一体化的现金管理服务体系带来契机，未来武装押和公司 ATM 外包运营业务相结合，将给公司带来巨大的发展空间。

广电运通在金融设备外包服务领域具备非常强的竞争力。

### 第一，先发优势明显

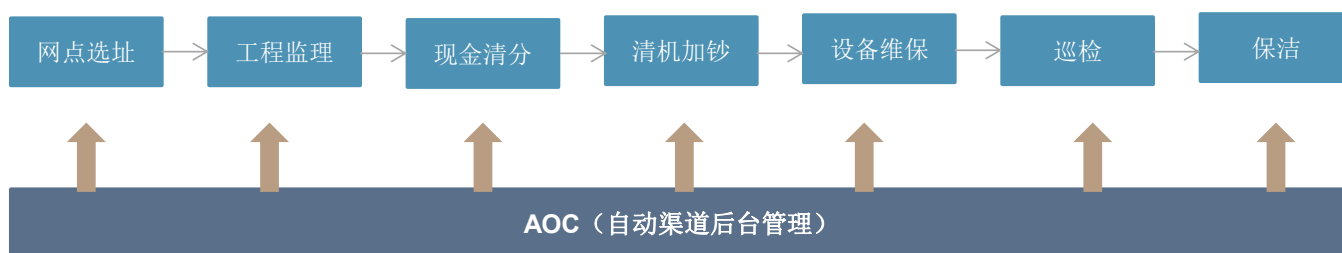
广电运通在国内 ATM 机的生产和运维领域深耕多年，开展 ATM 机的服务外包业务具有一定的先发优势，主要体现在：

**(1) 客户资源丰富。**目前公司是国内最大的 ATM 机供应商，2013 年的市场占有率达到 23.3%，在国内布放的 ATM 机数量达超过 12 万台。公司产品在国有五大行、股份制银行、城商行和农商行等有相对较高的渗透率，并建立了良好的合作关系。这些下游的 ATM 设备需求方将成为公司 ATM 服务外包的潜在客户。

**(2) 平台管理技术和经验丰富。**公司研发出国内首个 AOC（自动渠道后台管理），能够对金融外包服务的全过程进行电子化管理，融合了无线射频、钞票冠字号跟踪、动态密码等技术。

广电运通是 AOC 服务解决方案在国内成功应用案例最多、服务银行最多的外包服务提供商。

图表 5: 广电运通的解决方案



资料来源: 公司网站, 瑞银证券

**(3) 强大的服务能力。**公司已经在全国 9 个省份建立 ATM 外包服务子公司，全国服务网点超过 680 个，技术服务团队规模 6000 多人。

### 第二，开创“技术+安全”模式，可复制性强。

公司 2008 年成立广州穗通，专注于从运维管理到现金管理的金融外包服务，并开创了独具特色的“技术+安全”的穗通模式。截止 2014 年底，公司利用



该模式已经为广州 18 家银行提供了 ATM 机金融外包服务，在广州的市场占有率超过 80%，表明穗通的“技术+安全”模式已经成熟，向全国其他地区的可复制性较强。

### 第三，收购金牛押运，完善金融外包服务全产业链

2014 年 8 月，公司以 2200 万元收购金牛押运 100% 的股权，正式切入到武装押运服务领域。这次并购有助于公司：（1）将武装押运与公司现有金融服务进行有效融合，进一步完善金融外包服务产业链；（2）异地拓展湖北金融外包服务，为全国业务布局和推广奠定基础。

武装押运过程中获取的银行大数据，也为网点建设、调度指挥、现金预测等其他 ATM 外包服务的开展提供了重要参考。

## 增发助力公司加快获得金融服务业务市场

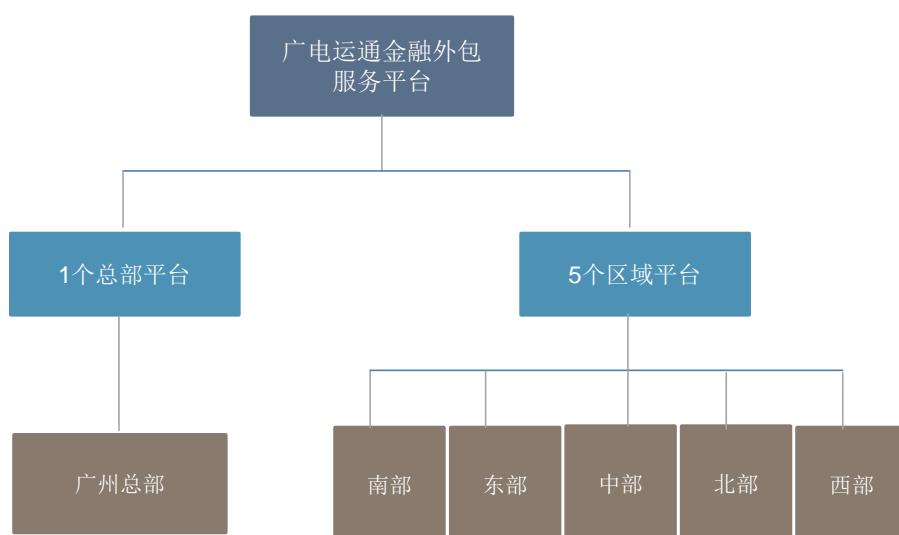
我们认为本次增发对于公司的意义在于三点：（1）通过员工出资购买的方式实现了员工持股，解决了公司的股权激励问题；（2）大股东增持显示了大股东对公司未来重点发展服务业务的信心；（3）为公司的后续投入特别是兼并收购提供了大量的资金支持，增发完成之后公司在手现金储备将高于同行业内其他公司。基于上述原因，我们认为本次增发将带来公司的长远快速发展，增发所带来的暂时摊薄影响有限。

具体分析如下：

### 第一，打造全国金融外包服务平台。

借助公司传统业务优势和资源，未来公司在全国的金融外包服务布局将采用“1+5”的平台模式，即 1 个总部（广州）和 5 大区域（南部、东部、中部、北部和西部）。金融外包服务的业务有望对全国各区域实现密集覆盖。

图表 6: 广电运通的“1+5”服务平台模式



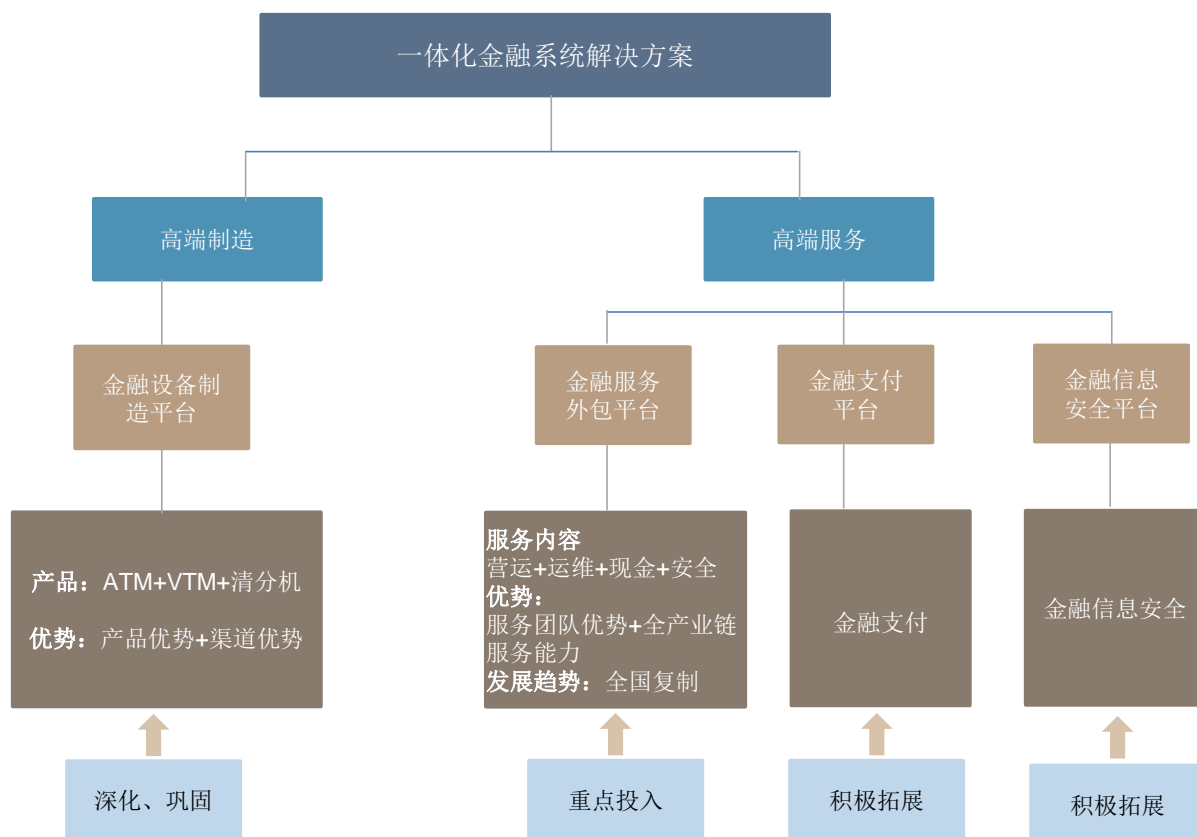
资料来源: 公司数据, 瑞银证券

## 第二，金融服务产业链有望得到极大拓展和丰富。

通过投资建设全国性金融外包服务平台，公司的服务能力有望进一步提升。“金融外包服务+武装押运”的全产业链的业务模式有望更加巩固。实现公司“高端制造+高端服务”的战略升级。

武装押运业务以在各地区成立子公司的形式来开展

图表 7: 公司一体化金融系统解决方案



资料来源: 公司公告

## 第三，潜在的金融服务和行业覆盖/业务值得期待。

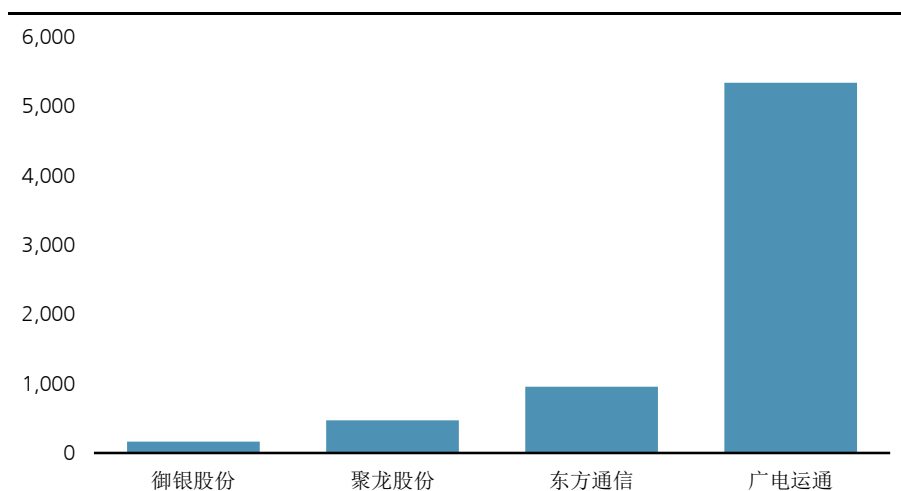
公司在打造一体化金融服务解决方案的过程中，对于深度的金融服务，比如金融支付和金融信息安全将成为公司重点开拓的领域。从长期来看，我们认为公司可挖掘的金融服务不止于此，服务有望更加深化和广化，原因是：（1）公司在开展金融服务外包时，能够接触和积累大量的数据，包括金融机构数据、交易信息数据等。这些数据为公司开展数据支持和分析服务提供变现资源。（2）参考国外厂商 NCR 发展路径，NCR 以 ATM 制造起步，目前已经发展成为全面的解决方案供应商，业务覆盖金融、零售、电信和餐饮等多个行业，并且提供云战略咨询和云服务业务。

近三年公司 ATM 外包服务收入占比平均达到 10% 以上，每年增速保持在 40% 以上。

增发完成之后，广电运通在手现金将超过国内同行，未来公司的外延并购将加速。



图表 8: 金融设备公司在手现金情况

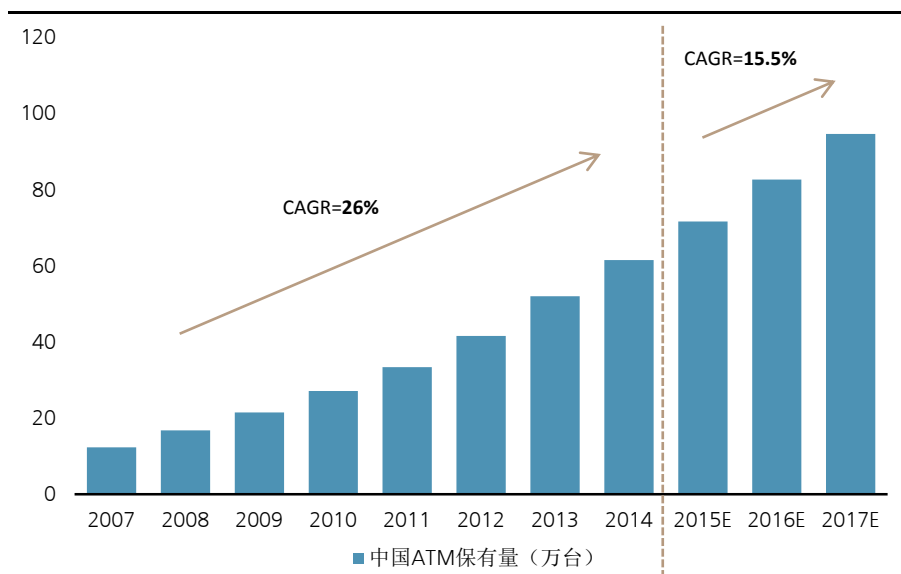


资料来源: Wind, 其中广电运通现金流量为考虑增发之后的在手现金

## ATM 硬件设备市场: 机会大于挑战

经过过去 10 多年的快速增长, 我们认为中国的 ATM 硬件设备市场进入了平稳增长阶段, 我们预计未来 5 年 ATM 保有量的复合增速将保持在 15% 左右。

图表 9: 中国 ATM 市场保有量和预测

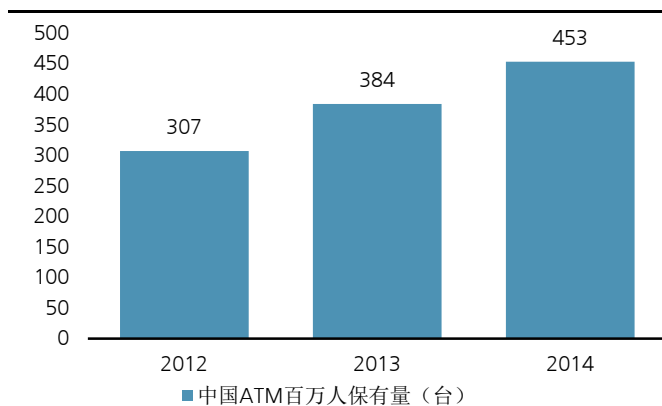


资料来源: 公司公告, 瑞银证券测算

我们继续看多中国 ATM 市场的主要理由如下:

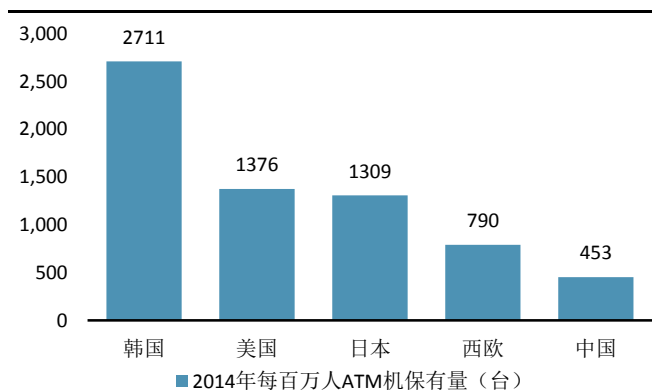
- (1) 渗透率还有很大空间。我国 ATM 人均保有量相对偏低, 人均保有量还有很大的提升空间。国际上一般用百万人 ATM 保有量来衡量 ATM 渗透率。目前我国百万人 ATM 保有量大约在 450 台, 低于全球平均 600 台的保有量水平, 距离和我们现金使用文化相近的日本韩国差距则更为明显。

图表 10: 中国 ATM 百万人保有量



资料来源: 人民银行

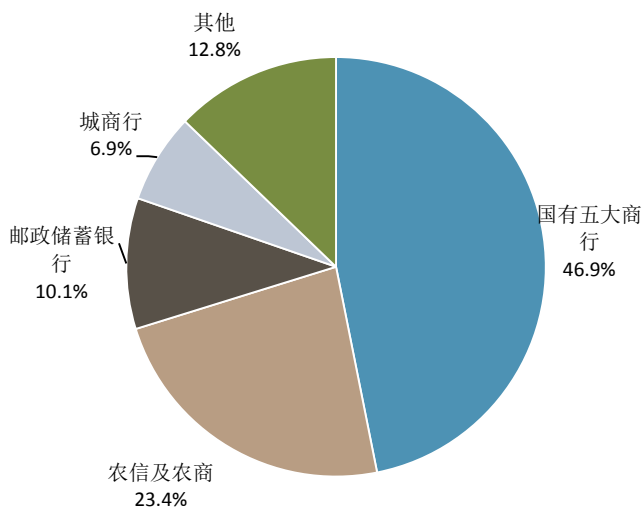
图表 11: 全球 ATM 百万人保有量比较



资料来源: 人民银行

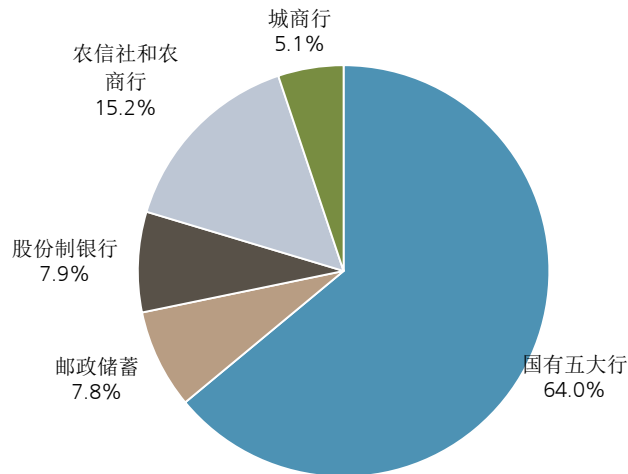
- (2) 结构转变: 农村市场的 ATM 保有量依然在快速增长。中小型银行 (城商行/农信社) 需求强劲。中国 ATM 市场需求主力正在从大型商业银行向中小型商业银行转变, 而城市商业银行, 农村信用合作社为主的中小型金融机构的需求在持续增加。

图表 12: 2014 年中国银行业 ATM 采购分布



资料来源: 金融时报, 瑞银证券整理

图表 13: 2012 年中国银行业 ATM 采购分布



资料来源: 金融时报, 瑞银证券整理

- (3) 电子化支付长远来看可能影响到流通中现金的使用, 但是短期内影响非常有限, 我们预计电子支付和现金流通在很长时间内还将并行。

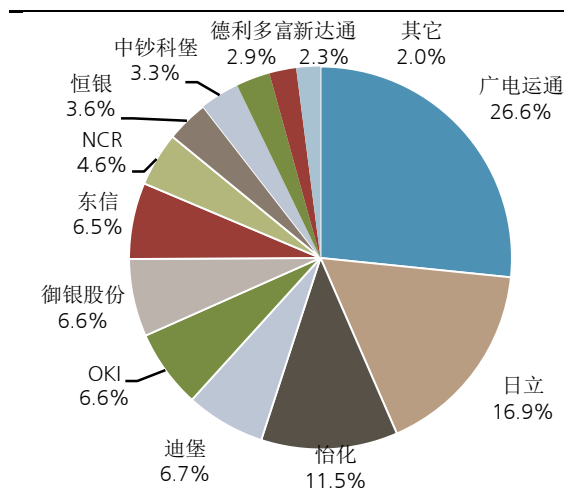
## 国产化替代或将成为主旋律

我们认为中国本土的 ATM 品牌将在未来几年将迎来一个更好的发展机会，在国产化政策的推动下，中国的大型商业银行可能改变其长期以来采购国外产品的偏好，而更加倾向于采购国产品牌。我们预计中国本土品牌的市场份额将在未来 3-5 年显著提升，而广电运通将从中受益。

中国政府此前已经要求国内的商业银行采购“安全可控”的信息技术设备，按照银监会和工信部的规定，商业银行的 IT 供应商必须在中国研发，并且向中国银监会提交源代码。根据规定，银行在 2015 年 3 月 15 日之前提交其落实计划，并且在 4 月 1 日前开始部署新设备。中国境内的商业银行必须在四年内确保其 75% 的 IT 产品符合“自主可控”。

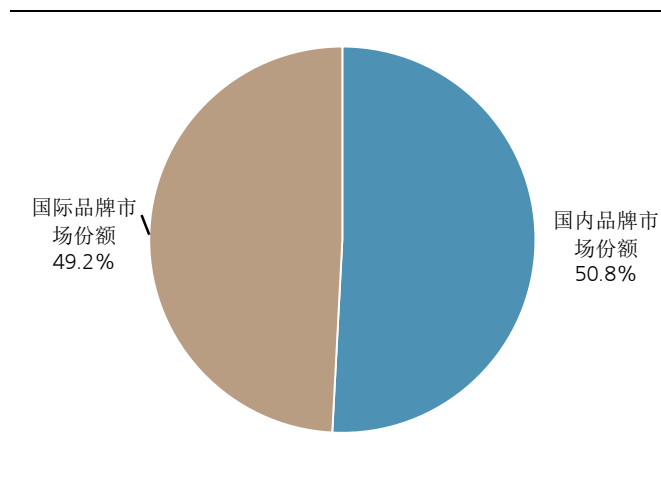
中国 ATM 市场目前国产品牌占据约 51% 的市场份额，我们认为到 2019 年中国本土 ATM 品牌市场份额将提升到 75%，广电运通作为国内 ATM 设备的龙头企业，将受益于这一行业趋势。

图表 14: 2014 年各品牌 ATM 市场份额



资料来源: 金融时报

图表 15: 国产品牌 VS 国际品牌市场份额 (2014 年)



资料来源: 金融时报

## 估值和盈利预测

我们认为，中国的金融外包服务市场即将大幅增长，公司打造的全国金融服务平台将显著增强公司金融外包全产业链服务能力，配合公司“高端制造+高端服务”战略，未来公司金融服务业务盈利有望显著提升。广电运通本身作为 ATM 产品销售企业，自身设备的保有量很大，公司可首先从自有设备入手，逐步扩张到其他品牌。我们预计到 2017 年，广电运通在全国 ATM 设备保有量将达到 20 万台，其中 50% 将签约使用广电运通提供的金融外包和武装押运服务，按照 4 万元/台设备单价测算，公司届时金融外包服务业务收入有望达到 40 亿元。公司正在全国各地布局金融外包服务中心，为业务增长奠定良好基础。

我们对公司金融外包服务业务收入预测及变化如下：

图表 16: 我们对公司金融外包服务 (ATM 外包服务) 的收入预测

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
服务设备数量 (千台)	45	70	100	130	165	200	230	250
YoY (%)		56%	43%	30%	27%	21%	15%	9%
服务单价 (千元)	30	35	40	45	50	55	60	65
YoY (%)		17%	14%	13%	11%	10%	9%	8%
ATM 服务收入 (百万元)	1350	2450	4000	5850	8250	11000	13800	16250
YoY (%)		81%	63%	46%	41%	33%	25%	18%

资料来源: 瑞银证券估算

图表 17: ATM 服务收入预测变动

单位: 百万元	2015E	2016E	2017E
原来 ATM 服务收入预测	933	1,246	1,634
现在 ATM 服务收入预测	1,350	2,450	4,000

资料来源: 瑞银证券估算

据此, 我们上调公司盈利预测 2015 年-17 年 EPS 至 1.42/2.01/2.78 元 (暂时不考虑摊薄影响), 而此前为 1.27/1.61/1.94 元, 上调幅度分别为 12%/25%/43%。由于无风险利率和公司贝塔值的降低, WACC 从之前的 8.4% 下调为 7.9%。同时, 鉴于公司金融服务业务的盈利空间逐步被打开, 我们还同时上调了公司 2018 年及之后的长期盈利预测。根据瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (WACC=7.9%) 得出目标价 50.20 元, 该目标价对应 2016 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。我们的新目标价较原来的目标价上调 51%。

我们的盈利预测高于市场预期, 主要是我们对公司 ATM 服务的市场开拓前景更加乐观。我们认为公司较高的 ATM 保有量和遍布全国的服务渠道将帮助公司更快的占据服务市场的市场份额。另外我们预计公司未来将通过兼并收购加速其服务市场的推广。此外, 我们对公司 ATM 销售量的预测也高于市场预期, 我们认为国产化趋势对公司 ATM 设备的销售将有较大提升。

图表 18: 瑞银证券对比市场一致预期

	2015E	2016E	2017E
市场一致预期	1.17	1.44	1.79
瑞银证券预测	1.42	2.01	2.78
瑞银与市场一致预期之差	21%	40%	55%

资料来源: Wind, 瑞银证券

我们认为, 本次增发对于公司的意义在于三点: (1) 通过员工出资购买的方式实现了员工持股, 解决了公司的股权激励问题; (2) 大股东增持显示了大股东对公司未来重点发展服务业务的信心; (3) 为公司的后续投入特别是兼并收购提供了大量的资金支持, 增发完成之后公司在手现金储备将高于同行业内其他公司。基于上述原因, 我们认为本次增发将带来公司的长远的快速发展, 增发所带来的暂时摊薄影响有限。

图表 19: 可比公司估值表

Company	Ticker	Stock price	EPS (Rmb)				PE (x)			CAGR (13-16E%)	PEG
			Rmb	2013A	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E		
证通电子	002197.SZ	31.00	0.21	0.29	0.46	0.58	106.90	67.1	53.7	41.03	1.64
御银股份	002177.SZ	12.00	0.16	0.18	0.25	0.33	66.67	47.3	36.2	26.54	1.78
聚龙股份	300202.SZ	39.80	0.89	0.68	1.03	1.44	58.53	38.6	27.6	42.82	0.90
新北洋	002376.SZ	13.52	0.38	0.51	0.64	0.93	26.51	21.1	14.5	34.95	0.60
平均							64.7	43.5	33.0	36.33	1.23
广电运通	002152.SZ	41.87	0.79	0.90	1.42	2.01	46.5	29.5	20.8	36.52	0.81

资料来源: Wind, 瑞银证券。注: 股价为 2015 年 3 月 24 日收盘价, 新北洋和广电运通为瑞银证券预测, 其它公司采用 Wind 市场一致预期。

图表 20: 广电运通 VCAM 模型

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	1,215	1,777	2,515	3,288	3,256	3,582	3,846	4,109	4,367	4,619
折旧及摊销*	53	70	73	92	231	254	278	303	329	355
资本支出	(63)	(86)	(114)	(146)	(139)	(152)	(167)	(182)	(197)	(213)
运营资本变动	(607)	(750)	(925)	(1,025)	(575)	(532)	(565)	(588)	(606)	(621)
所得税 (营运)	(121)	(178)	(251)	(329)	(309)	(340)	(365)	(390)	(415)	(439)
其他	(41)	(50)	(62)	(68)	(31)	(35)	(36)	(38)	(39)	(39)
自由现金流	436	784	1,235	1,813	2,433	2,777	2,990	3,214	3,439	3,662
增长		79.9%	57.6%	46.8%	34.2%	14.1%	7.7%	7.5%	7.0%	6.5%

估值	
明计现金流现值	24,145
期末价值 (第 18 年) 现值	15,723
<b>企业价值</b>	<b>39,868</b>
占永续价值百分比	39%
联营公司及其他	57
-少数股东权益	138
现金盈余**	2,221
-债务***	0
权益价值	42,008
已发行股数 [ m ]	896.7
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>46.80</b>
权益成本	7.9%
股息收益率	0.8%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>50.20</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.0%	6.1%	4.5%
息税前利润率	26.0%	19.7%	13.0%
资本支出/销售收入	1.2%	1.2%	1.2%
投资资本回报率	50.0%	37.9%	23.9%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	31.4x	21.6x	28.5x
企业价值 / 息税前利润	32.8x	22.4x	29.7x
自由现金流收益率	1.1%	2.0%	1.3%
市盈率 (现值)	33.0x	23.3x	30.1x
市盈率 (目标)	35.4x	25.0x	32.3x

加权平均资本成本	
无风险利	3.57%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.86
债务/权益比	0.1%
边际税率	15.0%
权益成本	7.9%
债务成本	5.4%
<b>WACC</b>	<b>7.9%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	18
对应的自由现金流增长	1.4%
回报率增幅	8.3%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	10.7x

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

资料来源: UBS-VCAM



## 广电运通 (002152.SZ)

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	2,089	2,168	2,516	3,148	25.1	4,509	43.2	6,172	8,224	10,498
毛利	1,039	1,134	1,374	1,758	27.9	2,575	46.4	3,542	4,737	6,061
息税折旧摊销前利润(UBS)	532	537	635	753	18.6	1,268	68.4	1,847	2,588	3,380
折旧和摊销	(30)	(33)	(41)	(40)	-2.5	(53)	32.2	(70)	(73)	(92)
息税前利润(UBS)	502	504	594	713	20.1	1,215	70.4	1,777	2,515	3,288
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	91	132	172	174	0.9	191	10.1	210	231	255
净利息	2	12	10	15	45.7	20	31.8	27	37	51
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	595	648	776	902	16.2	1,426	58.2	2,014	2,783	3,594
税项	(87)	(66)	(65)	(90)	-39.0	(143)	-58.2	(201)	(278)	(359)
税后利润	507	581	711	811	14.1	1,283	58.2	1,812	2,505	3,234
优先股股息及少数股权	(1)	(3)	(6)	(4)	36.3	(6)	-58.2	(9)	(12)	(15)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	507	579	705	808	14.5	1,277	58.2	1,804	2,493	3,219
净利润 (UBS)	507	579	705	808	14.5	1,277	58.2	1,804	2,493	3,219
税率(%)	14.7	10.2	8.4	10.0	19.6	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)	0.56	0.65	0.79	0.90	14.5	1.42	58.2	2.01	2.78	3.59
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.56	0.65	0.79	0.90	14.5	1.42	58.2	2.01	2.78	3.59
每股收益 (UBS, 基本)	0.56	0.65	0.79	0.90	14.5	1.42	58.2	2.01	2.78	3.59
每股股息净值(Rmb)	0.05	0.21	0.17	0.18	8.4	0.28	58.2	0.40	0.56	0.40
每股账面价值	2.72	3.31	3.89	4.79	23.2	6.03	26.0	7.76	10.14	13.17
平均股数(稀释后)	896.69	896.69	896.69	896.69	0.0	896.69	0.0	896.69	896.69	896.69
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	1,320	2,004	1,645	2,168	31.8	2,858	31.8	3,878	5,331	7,301
其他流动资产	1,534	1,497	2,812	2,767	-1.6	3,604	30.2	4,646	5,932	7,356
流动资产总额	2,854	3,501	4,456	4,935	10.7	6,462	30.9	8,524	11,263	14,657
有形固定资产净值	300	293	439	443	0.9	453	2.3	468	509	562
无形固定资产净值	18	18	18	18	-2.9	17	-3.2	17	17	18
投资/其他资产	205	208	142	142	0.1	142	0.1	142	143	143
总资产	3,378	4,020	5,055	5,538	9.5	7,074	27.7	9,152	11,932	15,380
应付账款和其他短期负债	780	985	1,388	1,059	-23.7	1,473	39.2	1,994	2,630	3,342
短期债务	108	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	887	985	1,388	1,059	-23.7	1,473	39.2	1,994	2,630	3,342
长期债务	0	2	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	29	40	47	47	0.0	47	0.0	47	47	47
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	917	1,027	1,434	1,105	-23.0	1,520	37.5	2,041	2,677	3,389
普通股股东权益	2,437	2,968	3,485	4,294	23.2	5,409	26.0	6,958	9,090	11,810
少数股东权益	24	26	135	139	2.8	145	4.3	154	165	181
负债和权益总计	3,378	4,020	5,055	5,538	9.5	7,074	27.7	9,152	11,932	15,380
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)	507	579	705	808	14.5	1,277	58.2	1,804	2,493	3,219
折旧和摊销	30	33	41	40	-2.5	53	32.2	70	73	92
营运资本变动净值	(56)	236	(28)	(17)	39.6	(469)	NM	(576)	(718)	(788)
其他营业性现金流	120	10	(3)	(279)	NM	32	-	37	43	40
经营性现金流	602	857	715	551	-22.9	894	62.2	1,335	1,891	2,563
有形资本支出	(51)	(17)	(35)	(44)	-24.9	(63)	-42.9	(86)	(114)	(146)
无形资本支出	(3)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	1	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(170)	(5)	115	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(223)	(22)	80	(44)	-	(63)	-42.9	(86)	(114)	(146)
已付股息	(68)	(44)	(187)	(149)	20.2	(162)	-8.4	(255)	(361)	(499)
股份发行/回购	5	0	11	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	(6)	165	-	20	-87.79	27	37	51
债务及优先股变化	4	(3)	(2)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(59)	(47)	(183)	16	-	(141)	-	(229)	(324)	(448)
现金流量中现金的增加/(减少)	319	788	612	523	-14.6	690	31.9	1,021	1,453	1,970
外汇/非现金项目	2	(104)	(971)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	321	684	(359)	523	-	690	31.9	1,021	1,453	1,970

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。

## 广电运通 (002152.SZ)

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)	26.7	16.0	14.8	46.5	29.4	20.8	15.1	11.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.7	16.0	14.8	46.5	29.4	20.8	15.1	11.7
股价/每股现金收益	25.2	15.1	14.0	44.3	28.2	20.0	14.6	11.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.1	9.1	6.5	1.4	2.2	3.3	4.7	6.4
净股息收益率(%)	0.3	2.0	1.4	0.4	0.7	1.0	1.3	1.0
市净率	5.5	3.1	3.0	8.7	6.9	5.4	4.1	3.2
企业价值/营业收入(核心)	5.9	3.5	3.4	NM	7.8	5.6	4.0	3.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	23.2	14.0	13.6	47.4	27.7	18.6	12.8	9.3
企业价值/息税前利润(核心)	24.6	14.9	14.5	NM	28.9	19.3	13.1	9.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	23.7	13.5	13.7	NM	28.9	19.2	13.2	9.5
企业价值/运营投入资本	NM	7.9	6.4	NM	NM	NM	9.5	7.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	13,509	9,257	10,427	37,544	37,544	37,544	37,544	37,544
净债务 (现金)	(1,022)	(1,607)	(1,823)	(1,906)	(2,513)	(3,368)	(4,605)	(6,316)
少数股东权益	19	20	80	137	142	149	165	181
养老金拨备/其他	20	27	43	47	47	47	47	47
<b>企业价值总额</b>	<b>12,526</b>	<b>7,696</b>	<b>8,727</b>	<b>35,822</b>	<b>35,220</b>	<b>34,372</b>	<b>33,151</b>	<b>31,455</b>
非核心资产	(177)	(171)	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
<b>核心企业价值</b>	<b>12,350</b>	<b>7,526</b>	<b>8,623</b>	<b>35,718</b>	<b>35,116</b>	<b>34,268</b>	<b>33,048</b>	<b>31,352</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	21.2	3.8	16.0	25.1	43.2	36.9	33.3	27.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	11.6	0.8	18.2	18.6	68.4	45.6	40.1	30.6
息税前利润(UBS)	11.1	0.4	17.8	20.1	70.4	46.2	41.6	30.8
每股收益(UBS 稀释后)	6.6	14.2	21.9	14.5	58.2	41.2	38.2	29.1
每股股息净值	-35.0	NM	-20.2	8.4	58.2	41.2	38.2	-27.6
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	49.7	52.3	54.6	55.8	57.1	57.4	57.6	57.7
息税折旧摊销前利润率	25.5	24.8	25.2	23.9	28.1	29.9	31.5	32.2
息税前利润率	24.0	23.2	23.6	22.6	26.9	28.8	30.6	31.3
净利 (UBS) 率	24.2	26.7	28.0	25.7	28.3	29.2	30.3	30.7
ROIC (EBIT)	44.6	53.2	44.1	35.3	51.1	62.1	72.4	78.2
税后投资资本回报率	38.1	47.8	40.4	31.8	46.0	55.9	65.1	70.4
净股东权益回报率(UBS)	22.8	21.4	21.9	20.8	26.3	29.2	31.1	30.8
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.3)	(3.7)	(2.6)	(2.9)	(2.3)	(2.1)	(2.1)	(2.2)
净债务/总权益 %	(49.2)	(66.9)	(45.4)	(48.9)	(51.4)	(54.5)	(57.6)	(60.9)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(97.0)	NM	(83.3)	(95.7)	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(9.8)	(26.6)	(19.1)	(6.1)	(8.1)	(11.3)	(16.1)	(23.3)
资本支出 / 折旧 %	174.5	55.5	89.7	113.6	122.7	125.7	161.8	163.7
资本支出/营业收入(%)	2.5	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	11.4	3.1	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0	8.9
股息支付率 (UBS) %	8.8	32.3	21.1	20.0	20.0	20.0	20.0	11.2
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	2,089	2,168	2,516	3,148	4,509	6,172	8,224	10,498
<b>总计</b>	<b>2,089</b>	<b>2,168</b>	<b>2,516</b>	<b>3,148</b>	<b>4,509</b>	<b>6,172</b>	<b>8,224</b>	<b>10,498</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	502	504	594	713	1,215	1,777	2,515	3,288
<b>总计</b>	<b>502</b>	<b>504</b>	<b>594</b>	<b>713</b>	<b>1,215</b>	<b>1,777</b>	<b>2,515</b>	<b>3,288</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	+19.9%
预测股息收益率	0.7%
预测股票回报率	+20.6%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+12.0%

---

## 风险声明

公司面临的主要下行风险包括：新产品推广不及预期；人力成本上升的风险；国产化替代不及预期。

## 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](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%	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 <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 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。

### 涉及报告中提及的公司的披露

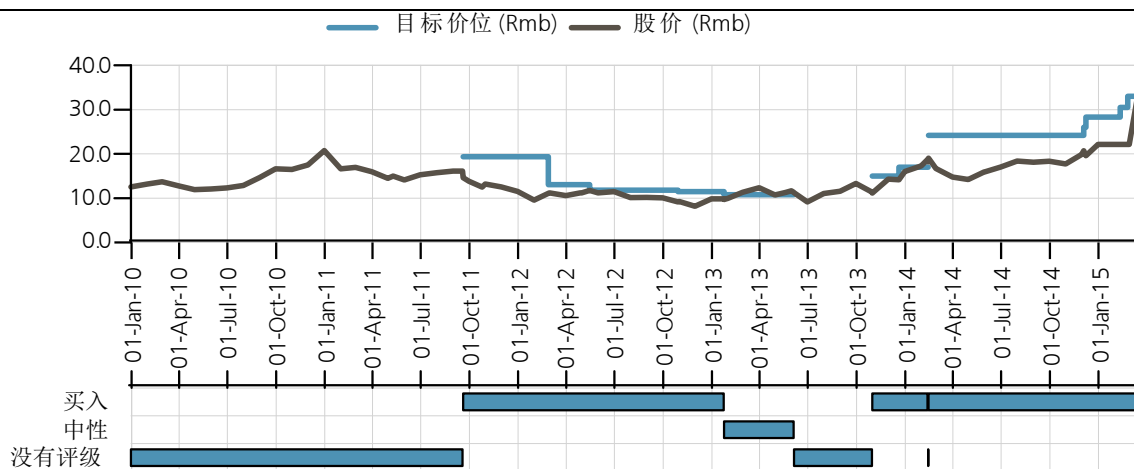
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
广电运通	002152.SZ	买入	不适用	Rmb38.06	2015 年 03 月 23 日

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。

## 广电运通 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 3 月 23 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下述情形之任何地区、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（ACPR）和金融市场监管局（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，本文件或任何其他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 ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管局（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 (注册号：1995/011140/07) 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有联系或可能与有联系（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 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。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。**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 (MCI (P) 016/09/2014 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，出版人及发布者。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/ecfs-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。**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 (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**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。