

沪港通股票

东吴证券

大股东对公司具有信心，拟增持 1.06 亿元

公司控股股东承诺不减持并拟增持，彰显大股东对公司信心

2015年7月8日，公司控股股东东发集团承诺2015年内不减持，且拟通过定向资管计划增持不低于1.06亿元并自增持之日起6个月内不减持。我们认为东发集团的承诺彰显了大股东对公司未来发展的信心。此外，公司已发布定增预案，拟增发不超过3亿股，发行价不低于23.5元/股，募资不超过75亿元。考虑到公司目前股价为17.77元，我们认为该定增不确定性较大。

积极探索混合所有制改革，但我们认为实际影响仍有待观察

2015年5月30日，公司公告拟与员工持股公司合资设立研究所子公司，在证券业内率先探索并实施混合所有制改革。研究所子公司东吴证券持股70%，员工持股公司持股30%。理论上员工持股有助于激发员工积极性、促进公司战略转型、提升业务协同效应，但考虑到证券卖方研究业务同质性强、竞争激烈、盈利不确定性较高等，我们认为公司探索所有制改革的实际影响仍有待进一步观察。

考虑竞争加剧下公司佣金率较快下滑影响，下调2016、17年盈利预测

根据公司月度财务数据，2015.1Q+4-6月公司母公司净利润已实现17.06亿元，考虑到该净利润已达到我们原全年盈利预测的77%，我们上调2015年盈利预测21%。考虑到竞争加剧下公司佣金率下滑可能较快等因素，我们下调2016-17年净利润预测3%和6%。

估值：下调目标价至18.10元，上调至“中性”评级

近期公司股价大幅下跌，目前股价对应估值为2015E P/E 18.0x、2015E P/B 2.90x。考虑市场环境转变，我们大幅下调公司估值，基于分部估值法我们将目标价下调18.2%至18.10元，对应2015E P/E 18.3x，2015E P/B 2.96x。我们认为公司目前估值处于合理区间，因此将公司评级由“卖出”上调至“中性”。

Equities

中国

多样化金融服务

12个月评级 **中性**
之前: 卖出

12个月目标价 **Rmb18.10**
之前: Rmb22.13

股价 **Rmb17.77**

路透代码: 601555.SS 彭博代码 601555 CH

交易数据和主要指标

| | |
|-----------------|----------------------|
| 52周股价波动范围 | Rmb29.19-7.67 |
| 市值 | Rmb48.0十亿/US\$7.73十亿 |
| 已发行股本 | 2,700百万 (ORDA) |
| 流通股比例 | 42% |
| 日均成交量(千股) | 77,517 |
| 日均成交额(Rmb百万) | Rmb1,886.1 |
| 普通股股东权益(12/15E) | Rmb16.5十亿 |
| 市净率(12/15E) | 2.9x |
| 一级资本充足率 | - |

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

| | 从 | 到 | %市场预测 | |
|--------|------|------|-------|------|
| 12/15E | 0.82 | 0.99 | 20.56 | 0.75 |
| 12/16E | 1.04 | 1.00 | -3.17 | 1.07 |
| 12/17E | 1.20 | 1.12 | -6.35 | 1.20 |

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

| 重要数据 (Rmb 百万) | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
|--------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,398 | 1,610 | 3,241 | 6,801 | 7,090 | 8,029 | 8,713 | 9,431 |
| 税前利润 | 345 | 529 | 1,449 | 3,453 | 3,518 | 3,919 | 4,254 | 4,609 |
| 净利润(本地 GAAP) | 282 | 393 | 1,115 | 2,664 | 2,712 | 3,022 | 3,281 | 3,555 |
| 净利润(UBS) | 282 | 393 | 1,115 | 2,664 | 2,712 | 3,022 | 3,281 | 3,555 |
| 一级资本充足率% | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | 0.14 | 0.20 | 0.41 | 0.99 | 1.00 | 1.12 | 1.22 | 1.32 |
| 盈利能力和估值 | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
| 股东权益回报率(UBS) | 3.8 | 5.1 | 10.2 | 17.4 | 15.4 | 15.3 | 14.7 | 14.2 |
| 股价/拨备前营业利润(稀释后) | 45.2 | 30.8 | 17.7 | 13.9 | 13.6 | 12.2 | 11.3 | 10.4 |
| 市净率 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| 市净率(UBS) | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| 市盈率(UBS, 稀释后) | 57.3 | 40.7 | 23.5 | 18.0 | 17.7 | 15.9 | 14.6 | 13.5 |
| 净股息收益率(%) | 0.6 | 0.8 | 1.3 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.3 |

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07月17日16时56分的股价(Rmb17.77)得出。

投资主题

东吴证券

投资理由

东吴证券是唯一一家注册地在经济较为发达的苏州的证券公司。公司长期坚持“根据地”战略，深挖苏州地缘优势。受益于苏州地区丰富的中小企业资源，东吴证券中小投行项目储备较多，新三板和中小企业私募债等业务处于同类公司前列。公司积极通过多渠道募集资金，为创新业务做准备，不断通过扩大卖出回购，发行公司债、短期融资券，完成定向增发等方式扩张资产负债表。考虑到苏州金融需求旺盛且创新业务是公司战略重点，同时公司资金准备相对充足，我们预期公司创新业务未来有望继续高增长，成为新的利润增长点。考虑到近期股价大幅下跌，估值向下修复较大，目前估值已进入合理区间，我们将公司评级由“卖出”上调至“中性”。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2015-17 年日均交易额分别为 9000 亿元/9356 亿元/9661 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 2015-17 年 EPS 分别为 1.24 元/1.33 元/1.79 元，每股估值为 26.12 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2015-17 年日均交易额分别为 6000 亿元/6238 亿元/6441 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 2015-17 年 EPS 分别为 0.43 元/0.48 元/0.59 元，每股估值为 10.18 元。

近期催化剂

公司 2015 年可能与同花顺进行更深度合作，是股价上涨催化剂；
完成定增、资本金大幅充实后，2015 年公司融资融券、股权质押等创新业务增速可能超预期，导致公司业绩超预期；
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，则为公司股价负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb18.10

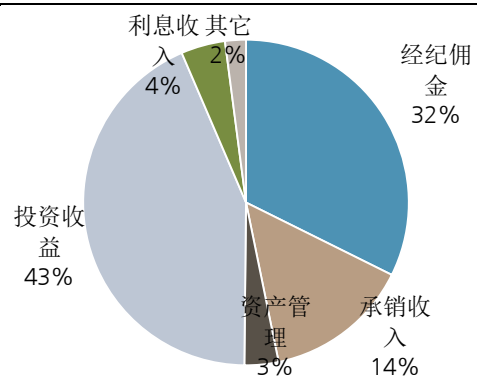
公司简介

东吴证券是唯一一家总部在苏州的综合性证券公司。公司立足苏州、面向全国，经营范围包括：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、证券投资基金代销、期货 IB 业务、融资融券业务、代销金融产品业务等。公司近几年来经纪份额保持在 1.00% 左右，公司 2014 年总资产/净资产排名 20 位左右，营业收入/净利润排名行业 25 位左右。

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。

东吴证券收入构成 (2014)



来源：公司数据

东吴证券简要损益表 (亿元)

| 损益表 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 16.1 | 32.4 | 68.0 | 70.9 | 80.3 |
| 营业支出 | 10.9 | 18.1 | 33.5 | 35.7 | 41.1 |
| 所得税 | 1.3 | 3.2 | 7.7 | 7.9 | 8.8 |
| 净利润 | 4.0 | 11.2 | 26.8 | 27.3 | 30.4 |
| 归属母公司净利润 | 3.9 | 11.2 | 26.6 | 27.1 | 30.2 |

来源：公司数据，瑞银证券估算

拟发行定增，但我们认为不确定性较大

2015年5月30日，公司公告定增预案，拟发行股票数不超过3亿股，发行价不低于每股23.5元，募集资金不超过75亿元。2015年7月16日，分红调整后发行价格调至不低于每股23.38元。募集资金将主要用于1)开展互联网金融业务；2)扩大信用交易业务；3)扩大新三板业务；和4)加大对子公司的投入。

考虑到公司目前股价为17.77元（7月17日收盘价）远低于拟定增价23.38元/股，同时监管层对融资金额较大的项目审批态度较为谨慎，我们认为公司定增可否顺利完成的不确定性较大。

拟设立研究所子公司，探索混合所有制改革

2015年5月30日，公司第二届董事会第二十三次（临时）会议审议通过了《关于设立研究所子公司的议案》。公司拟设立研究所子公司，从事研究咨询业务以及监管机构允许开展的其他业务。子公司拟定名东吴证券研究有限公司，注册资本1亿，其中东吴证券持股70%，员工持股公司持股30%。

我们认为东吴证券与员工持股公司合资设立子公司的方案是在证券行业内率先探索并实施混合所有制改革，理论上员工持股有助于激发员工积极性、促进公司战略转型、提升业务协同效应。然而，我们认为公司探索所有制改革的实际影响仍有待进一步观察。原因在于公司是在研究所子公司层面进行混合所有制探索，而证券卖方研究领域业务同质性较大、竞争十分激烈、盈利状况不确定性较强。

尽管东吴证券研究所选择了以新三板研究为突破口打造自身特色的发展路径，但我们对研究所子公司是否可以承担起协调母公司各业务条线，进而推动公司整体战略转型持谨慎态度。

子公司参与设立东吴在线，布局互联网金融

公司2015年7月14日审议通过全资子公司东吴创新资本以自有资金8000万元参与设立东吴在线。东吴在线注册资本2亿元。水德合伙出资1亿元，持股比例50%，东吴创新资本出资8000万元，持股比例40%，赢时胜出资2000万元，持股比例10%。东吴在线将致力于提供互联网经纪、互联网财富管理、互联网投行等服务。

我们认为参股东吴在线是公司布局互联网金融业务的重要一步，有利于新盈利增长点的挖掘和综合竞争力的提升。然而，需要补充的是，考虑到互联网金融领域竞争也十分激烈，而东吴在线设立时间较晚、客户基础较薄弱，我们预期短期内东吴在线对公司业绩影响不大。

月度财务数据显示公司中报净利润同比增长或超400%

根据公司公告，公司1季度实现合并净利润6.14亿元，4-6月母公司共实现净利润10.93亿元。1-6月公司已公告实现净利润17.06亿元，同比增长或超400%，已实现净利润达到我们原全年盈利预测的77%。

我们大幅上调公司2015年盈利预测21%，调整后公司2015年净利润预测26.64亿元，1-6月净利润占比64%。我们认为2015年下半年A股市场不确

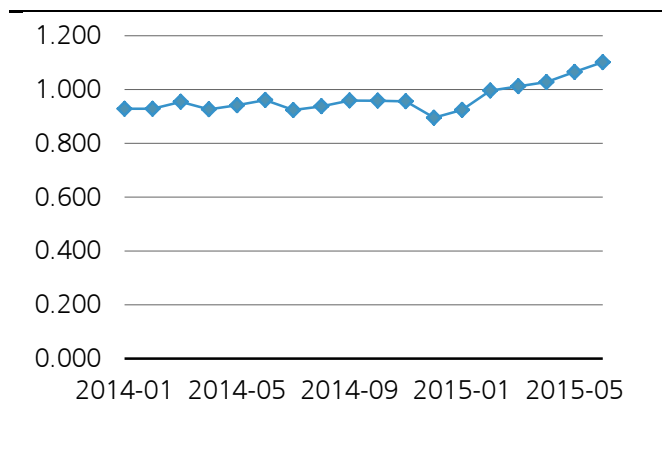
定性较强，且融资融券余额已大幅降低。我们预计公司下半年净利润增速将有所放缓。然而，考虑到公司上半年净利润已实现 17.06 亿元，我们认为我们的盈利预测有支撑。

图表 1: 东吴证券月度/季度财务数据 (百万元)

| | 营业收入 | | | 母公司净利润 | | | 合并净利润 | | |
|--------|-------|-------|------|--------|-------|------|-------|-------|------|
| | 2014 | 2015 | 同比 | 2014 | 2015 | 同比 | 2014 | 2015 | 同比 |
| 1月 | 174 | 431 | 148% | 53 | 207 | 287% | | | |
| 2月 | 193 | 363 | 88% | 72 | 161 | 125% | | | |
| 3月 | 145 | 451 | 211% | 31 | 196 | 528% | 161 | 614 | 281% |
| 4月 | 152 | 767 | 403% | 39 | 377 | 871% | | | |
| 5月 | 141 | 697 | 395% | 42 | 388 | 822% | | | |
| 6月 | 228 | 842 | 269% | 92 | 328 | 258% | 172 | 1,093 | 536% |
| 7月 | 184 | | | 49 | | | | | |
| 8月 | 209 | | | 68 | | | | | |
| 9月 | 326 | | | 87 | | | 425 | | |
| 10月 | 293 | | | 93 | | | | | |
| 11月 | 347 | | | 125 | | | | | |
| 12月 | 359 | | | 133 | | | 343 | | |
| 1-6月累计 | 1,034 | 3,551 | 243% | 329 | 1,656 | 404% | 333 | 1,706 | 413% |

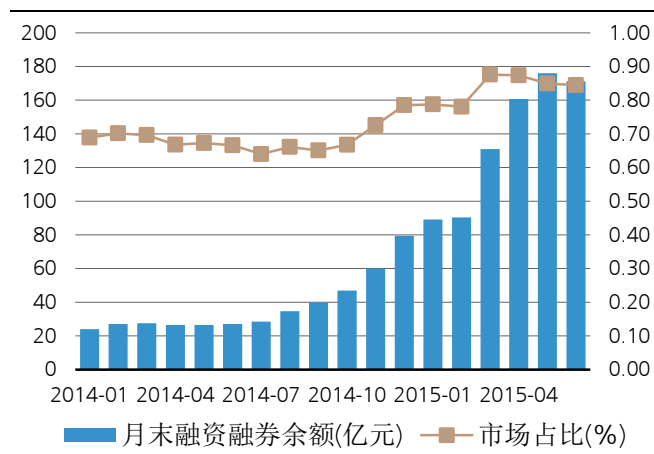
来源: 公司公告

图表 2: 东吴经纪份额变化趋势 (%)



来源: WIND

图表 3: 东吴融资融券余额及市场份额变化趋势



来源: WIND

股东承诺不减持并拟增持，表明对公司价值认可

2015年7月8日，公司收到控股股东苏州国际发展集团的通知。国发集团承诺2015年年内不减持本公司股票。同时为表明对证券业和公司未来发展具有信心，国发集团计划通过定向资产管理增持公司股份，增持金额不低于1.06亿元，并自增持之日起6个月内不减持。

盈利预测调整概要

我们将公司 2015-17 年 EPS 预测由 0.82/1.04/1.20 元调整至 0.99/1.00/1.12 元，调整幅度分别为 20.6%/-3.2%/-6.4%。2015 年上调盈利预测主要基于上半年已实现业绩同比大幅增长。我们下调 2016-17 年公司盈利预测主要基于我们预计竞争加剧下公司经纪业务佣金率快速下滑。

图表 4: 盈利预测调整概要

| | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|--------|--------|--------|
| 净利润（百万元） | | | |
| 调整后 | 2,664 | 2,712 | 3,022 |
| 调整前 | 2,210 | 2,801 | 3,227 |
| 调整% | 20.6% | -3.2% | -6.4% |
| 营业收入（百万元） | | | |
| 调整后 | 6,801 | 7,090 | 8,029 |
| 调整前 | 6,509 | 8,084 | 9,127 |
| 调整% | 4% | -12% | -12% |
| 经纪收入（百万元） | | | |
| 调整后 | 2,159 | 1,646 | 1,548 |
| 调整前 | 2,166 | 2,314 | 2,413 |
| 调整% | 0% | -29% | -36% |
| 经纪业务佣金率 | | | |
| 调整后 | 0.048% | 0.041% | 0.037% |
| 调整前 | 0.060% | 0.058% | 0.057% |
| 调整% | -20% | -29% | -36% |

来源: 瑞银证券估算

敏感性测算: 考虑到公司盈利预测对于日均成交额、融资融券余额等假设较敏感，而这些假设高度依赖 A 股股市的表现。因此，我们在不同行业假设下进行敏感性测算。我们的敏感性分析显示若日均成交额变动 10%，公司净利润变动 1.9%；若融资融券余额变动 10%，公司净利润变动 2.5%。

图表 5: 不同行业假设下东吴证券 2016 年营业收入预测（百万元）

| 市场日均成交额假设 证券行业两融余额假设 | 5,000 | 6,000 | 7,000 | 7,800 | 9,000 | 10,000 | 11,000 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 10000 | 5,430 | 5,601 | 5,772 | 5,909 | 6,114 | 6,286 | 6,457 |
| 15000 | 5,725 | 5,896 | 6,067 | 6,204 | 6,410 | 6,581 | 6,752 |
| 20000 | 6,020 | 6,191 | 6,362 | 6,499 | 6,705 | 6,876 | 7,047 |
| 25000 | 6,315 | 6,486 | 6,658 | 6,795 | 7,000 | 7,171 | 7,342 |
| 30000 | 6,610 | 6,782 | 6,953 | 7,090 | 7,295 | 7,466 | 7,637 |
| 35000 | 6,905 | 7,077 | 7,248 | 7,385 | 7,590 | 7,761 | 7,933 |

来源: 瑞银证券估算

图表 6: 不同行业假设下东吴证券 2016 年净利润预测 (百万元)

| 市场日均成交额假设 证券行业两融余额假设 | 5,000 | 6,000 | 7,000 | 7,800 | 9,000 | 10,000 | 11,000 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 10000 | 2,077 | 2,142 | 2,208 | 2,260 | 2,339 | 2,404 | 2,470 |
| 15000 | 2,190 | 2,255 | 2,321 | 2,373 | 2,452 | 2,517 | 2,583 |
| 20000 | 2,303 | 2,368 | 2,434 | 2,486 | 2,565 | 2,630 | 2,696 |
| 25000 | 2,416 | 2,481 | 2,547 | 2,599 | 2,678 | 2,743 | 2,809 |
| 30000 | 2,529 | 2,594 | 2,660 | 2,712 | 2,790 | 2,856 | 2,921 |
| 35000 | 2,641 | 2,707 | 2,772 | 2,825 | 2,903 | 2,969 | 3,034 |

来源: 瑞银证券估算

图表 7: 不同行业假设下东吴证券 2016 年净利润预测的敏感性

| 市场日均成交额假设 证券行业两融余额假设 | 5,000 | 6,000 | 7,000 | 7,800 | 9,000 | 10,000 | 11,000 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 10000 | -23% | -21% | -19% | -17% | -14% | -11% | -9% |
| 15000 | -19% | -17% | -14% | -12% | -10% | -7% | -5% |
| 20000 | -15% | -13% | -10% | -8% | -5% | -3% | -1% |
| 25000 | -11% | -9% | -6% | -4% | -1% | 1% | 4% |
| 30000 | -7% | -4% | -2% | 0% | 3% | 5% | 8% |
| 35000 | -3% | 0% | 2% | 4% | 7% | 9% | 12% |

来源: 瑞银证券估算

估值调整概要

基于分部估值法, 我们将目标价由 22.13 元下调 18.2% 至 18.10 元, 对应 2015E P/E 18.3x, 2015E P/B 2.96x。估值调整主要包括:

- 考虑到已进入 2015 年下半年, 我们将分部估值法基准由基于 2015 年调整为基于 2016 年。
- 考虑到 2016 年受竞争加剧影响, 经纪业务可能面临量价双降, 我们下调传统业务估值, P/E 倍数由 15x 至 12x。
- 考虑到随着 A 股市场快速降杠杆, 公司资本中介业务增速或下滑, 我们下调资本中介业务估值, P/E 倍数由 50x 至 33x。
- 考虑到 A 股市场波动较大, 公司投资收益不确定性较大, 我们下调投资业务估值, P/E 倍数由 12x 至 10x。

图表 8: 东吴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 | 31 | 29 | -6% | |
| 净利润 | 8 | 7 | -10% | |
| P/E 倍数 | 15 | 12 | -20% | 考虑到 2016 年竞争加剧, 经纪业务或面临量价双降, 我们下调传统业务估值 |
| 业务价值 | 116 | 91 | -22% | |
| 资本中介业务 | | | | |
| 净收入 | 14 | 19 | 37% | |
| 净利润 | 6 | 8 | 18% | |
| P/E 倍数 | 50 | 33 | -34% | 随着 A 股市场快速降杠杆, 公司资本中介业务增速或下滑 |
| 业务价值 | 320 | 249 | -22% | |
| 投资业务 | | | | |
| 净投资收益 | 14 | 16 | 13% | |
| 净利润 | 8 | 8 | 0% | |
| P/E 倍数 | 12 | 10 | -17% | 考虑到市场波动加大, 投资收益不确定性较强, 下调资本投资业务估值 |
| 业务价值 | 95 | 80 | -16% | |
| 子公司 | | | | |
| 东吴基金 | 12.4 | 12.4 | 0% | |
| 东吴创业投资 | 16.7 | 16.9 | 1% | |
| 东吴创新资本 | 32.1 | 34.5 | 7% | |
| 东吴期货 | 4.6 | 5.1 | 10% | |
| 子公司价值小计 | 66 | 69 | 5% | |
| 估值 | 597 | 489 | -18% | |
| 目标价 (元) | 22.13 | 18.10 | -18% | |

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 估值进入合理区间, 上调至“中性”评级

近期股价大幅调整, 截至 7 月 17 日收盘已由最高点的 30.00 元 (4 月 15 日) 下跌至 17.77 元, 跌幅 41%。估值由最高位的 2015E P/E 30.4x 向下修正至 18.0x、2015E P/B 由 4.90x 向下修正至 2.90x。

我们认为公司目前估值已进入合理区间 (2007-2015.1H 证券行业平均 P/E 24.48x、标准差 4.17x)。基于分部估值法我们推导得出目标价 18.10 元, 将公司评级由“卖出”上调至“中性”。

图表 9:可比公司估值

| | 股价 (元) | 市值 (亿元) | P/E | | | P/B | | |
|------|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2014A | 2015E | 2016E | 2014A | 2015E | 2016E |
| 方正证券 | 10.19 | 839 | 48.6 | 29.5 | 24.4 | 3.14 | 2.46 | 2.19 |
| 西部证券 | 28.90 | 808 | 52.5 | 66.1 | 52.7 | 6.48 | 6.48 | 6.48 |
| 兴业证券 | 11.10 | 577 | 32.4 | 18.2 | 20.6 | 3.93 | 2.28 | 2.12 |
| 东兴证券 | 22.16 | 555 | 42.7 | 32.9 | 26.4 | 5.97 | 3.93 | 3.33 |
| 长江证券 | 11.65 | 552 | 32.4 | 19.7 | 15.8 | 3.96 | 3.42 | 2.91 |
| 国金证券 | 17.52 | 530 | 59.4 | 27.8 | 23.7 | 5.04 | 3.32 | 2.93 |
| 西南证券 | 18.13 | 512 | 38.2 | 21.7 | 17.2 | 3.13 | 2.73 | 2.37 |
| 国元证券 | 23.35 | 459 | 33.4 | 21.3 | 16.3 | 2.63 | 2.28 | 2.06 |
| 东吴证券 | 16.93 | 457 | 41.0 | 17.2 | 16.9 | 1.92 | 2.77 | 2.46 |
| 山西证券 | 14.97 | 377 | 65.1 | 42.4 | 30.6 | 5.14 | 5.14 | 5.14 |
| 太平洋 | 9.88 | 349 | 57.8 | 39.0 | 26.9 | 5.45 | 5.07 | 4.68 |
| 国海证券 | 13.84 | 320 | 46.1 | 28.2 | 30.7 | 4.73 | 4.73 | 4.73 |
| 东北证券 | 16.29 | 319 | 30.2 | 20.9 | 16.5 | 3.68 | 3.14 | 2.59 |
| 平均 | | | 43.9 | 29.6 | 24.5 | 4.3 | 3.7 | 3.4 |

来源: WIND, 瑞银证券估算。注: 股价及市场一致预期截至 2015 年 7 月 16 日; 西南、兴业、国金、东吴使用瑞银证券预期, 其他均使用 WIND 市场一致预期

东吴证券 (601555.SS)

| 损益表(Rmb 百万) | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | % | 12/16E | % | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利息收入 | 217 | 216 | 142 | 1,503 | NM | 1,361 | -9.4 | 1,471 | 1,689 | 1,900 |
| 非利息收入总额 | 1,182 | 1,394 | 3,099 | 5,298 | 71.0 | 5,728 | 8.1 | 6,558 | 7,024 | 7,530 |
| 总盈利 | 1,398 | 1,610 | 3,241 | 6,801 | 109.8 | 7,090 | 4.2 | 8,029 | 8,713 | 9,431 |
| 现金支出总额 | (1,004) | (1,047) | (1,685) | (3,296) | -95.6 | (3,515) | -6.6 | (4,050) | (4,403) | (4,763) |
| 折旧前营业利润 | 394 | 563 | 1,556 | 3,505 | 125.2 | 3,575 | 2.0 | 3,979 | 4,311 | 4,667 |
| 折旧和摊销(除商誉) | (38) | (45) | (73) | (52) | 29.1 | (57) | -9.2 | (61) | (56) | (58) |
| 拨备前营业利润 | 357 | 518 | 1,483 | 3,453 | 132.9 | 3,518 | 1.9 | 3,919 | 4,254 | 4,609 |
| 总拨备 | (10) | 0 | (52) | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 拨备后营业利润 | 346 | 518 | 1,431 | 3,453 | 141.4 | 3,518 | 1.9 | 3,919 | 4,254 | 4,609 |
| 来自联营及合资公司的利润(税前) | (10) | (2) | 11 | (33) | - | (38) | -16.7 | (40) | (43) | (45) |
| 其他税前项目 | 9 | 13 | 7 | 33 | 355.6 | 38 | 16.7 | 40 | 43 | 45 |
| 税前利润(UBS) | 345 | 529 | 1,449 | 3,453 | 138.3 | 3,518 | 1.9 | 3,919 | 4,254 | 4,609 |
| 例外项目(包括商誉) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 345 | 529 | 1,449 | 3,453 | 138.3 | 3,518 | 1.9 | 3,919 | 4,254 | 4,609 |
| 税项 | (57) | (133) | (324) | (773) | -138.3 | (787) | -1.9 | (877) | (952) | (1,031) |
| 税后利润 | 288 | 396 | 1,125 | 2,680 | 138.3 | 2,731 | 1.9 | 3,042 | 3,302 | 3,578 |
| 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 | (6) | (3) | (9) | (16) | -77.4 | (19) | -15.8 | (20) | (21) | (22) |
| 净利润(本地 GAAP) | 282 | 393 | 1,115 | 2,664 | 138.8 | 2,712 | 1.8 | 3,022 | 3,281 | 3,555 |
| 净利润(不计优先股股息) | 282 | 393 | 1,115 | 2,664 | 138.8 | 2,712 | 1.8 | 3,022 | 3,281 | 3,555 |
| 净利润(UBS) | 282 | 393 | 1,115 | 2,664 | 138.8 | 2,712 | 1.8 | 3,022 | 3,281 | 3,555 |
| 每股(Rmb) | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | % | 12/16E | % | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
| 每股收益(本地 GAAP, 基本) | 0.14 | 0.20 | 0.41 | 0.99 | 138.8 | 1.00 | 1.8 | 1.12 | 1.22 | 1.32 |
| 每股收益(UBS 稀释后) | 0.14 | 0.20 | 0.41 | 0.99 | 138.8 | 1.00 | 1.8 | 1.12 | 1.22 | 1.32 |
| 拨备前营业利润(稀释后) | 0.18 | 0.26 | 0.55 | 1.28 | 132.9 | 1.30 | 1.9 | 1.45 | 1.58 | 1.71 |
| 每股股息净值 | 0.05 | 0.06 | 0.13 | 0.30 | 140.0 | 0.31 | 3.3 | 0.34 | 0.37 | 0.40 |
| 每股账面价值 | 3.79 | 3.91 | 5.21 | 6.12 | 17.4 | 6.89 | 12.5 | 7.78 | 8.74 | 9.79 |
| 每股账面价值(UBS) | 3.79 | 3.91 | 5.21 | 6.12 | 17.4 | 6.89 | 12.5 | 7.78 | 8.74 | 9.79 |
| 资产负债表(Rmb 百万) | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | % | 12/16E | % | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
| 银行资产(年底) | 15,770 | 19,641 | 57,461 | 86,315 | 50.2 | 104,265 | 20.8 | 120,353 | 138,040 | 156,554 |
| 银行资产(平均) | 15,815 | 17,705 | 38,551 | 71,888 | 86.5 | 95,290 | 32.6 | 112,309 | 129,196 | 147,297 |
| 总资产(年底) | 15,770 | 19,641 | 57,461 | 86,315 | 50.2 | 104,265 | 20.8 | 120,353 | 138,040 | 156,554 |
| 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 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 客户贷款(平均) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 生息资产(平均) | 8,785 | 12,462 | 42,511 | 68,716 | 61.6 | 85,051 | 23.8 | 99,364 | 116,043 | 133,499 |
| 客户存款 | 6,042 | 5,969 | 12,947 | 15,536 | 20.0 | 17,089 | 10.0 | 18,798 | 19,738 | 20,725 |
| 普通股权益(年底) | 7,577 | 7,829 | 14,079 | 16,531 | 17.4 | 18,599 | 12.5 | 20,998 | 23,609 | 26,420 |
| 普通股权益(平均) | 7,483 | 7,703 | 10,954 | 15,305 | 39.7 | 17,565 | 14.8 | 19,798 | 22,304 | 25,014 |
| 股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底) | 7,639 | 7,897 | 14,233 | 16,690 | 17.3 | 18,749 | 12.3 | 21,138 | 23,739 | 26,537 |
| 股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均) | 7,543 | 7,768 | 11,065 | 15,461 | 39.7 | 17,719 | 14.6 | 19,943 | 22,439 | 25,138 |
| 有形资产净值 | 7,639 | 7,897 | 14,233 | 16,690 | 17.3 | 18,749 | 12.3 | 21,138 | 23,739 | 26,537 |
| Balance sheet structure (%) | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | % | 12/16E | % | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
| 贷款/银行资产(年底) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | - | 0.0 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存款/银行资产(年底) | 38.3 | 30.4 | 22.5 | 18.0 | -20.1 | 16.4 | -8.9 | 15.6 | 14.3 | 13.2 |
| 存贷比 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | - | 0.0 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股东资金总额/银行资产(年底) | 48.4 | 40.2 | 24.8 | 19.3 | -21.9 | 18.0 | -7.0 | 17.6 | 17.2 | 17.0 |

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。

东吴证券 (601555.SS)

| | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15E | 12/16E | 12/17E | 12/18E | 12/19E |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率 (Rmb 百万) | | | | | | | | |
| 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 | 7,577 | 7,829 | 14,079 | 16,531 | 18,599 | 20,998 | 23,609 | 26,420 |
| 权益对资产比率% | 48.0 | 39.9 | 24.5 | 19.2 | 17.8 | 17.4 | 17.1 | 16.9 |
| 有形权益对有形资产比率% | 48.0 | 39.9 | 24.5 | 19.2 | 17.8 | 17.4 | 17.1 | 16.9 |
| 资产质量 (Rmb 百万) | | | | | | | | |
| 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 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 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 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 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 | | | | | | | | |
| 净息差(平均资产) | 1.37 | 1.22 | 0.37 | 2.09 | 1.43 | 1.31 | 1.31 | 1.29 |
| 拨备与营业利润率 | 2.9 | 0.1 | 3.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股东权益回报率(UBS 盈利) | 3.8 | 5.1 | 10.2 | 17.4 | 15.4 | 15.3 | 14.7 | 14.2 |
| 经调整的资产收益率 | 3.8 | 5.1 | 10.2 | 17.4 | 15.4 | 15.3 | 14.7 | 14.2 |
| 风险加权资产收益率(UBS 经调整) | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 资产收益率 | 1.82 | 2.24 | 2.92 | 3.73 | 2.87 | 2.71 | 2.56 | 2.43 |
| 生产率 | | | | | | | | |
| 成本收入比 | 74.5 | 67.8 | 54.3 | 49.2 | 50.4 | 51.2 | 51.2 | 51.1 |
| 成本与平均资产比率 | 6.59 | 6.17 | 4.56 | 4.66 | 3.75 | 3.66 | 3.45 | 3.27 |
| 薪酬费用比 | 53.2 | 46.1 | 38.3 | 21.6 | 21.7 | 20.4 | 19.6 | 18.8 |
| 增长率(%) | | | | | | | | |
| 营业收入 | 7.7 | 15.2 | 101.3 | 109.8 | 4.2 | 13.2 | 8.5 | 8.2 |
| 拨备前营业利润 | 12.2 | 45.4 | 186.0 | 132.9 | 1.9 | 11.4 | 8.6 | 8.3 |
| 净利润(UBS) | 21.7 | 39.4 | 184.0 | 138.8 | 1.8 | 11.4 | 8.6 | 8.4 |
| 每股股息净值 | -37.5 | 20.0 | 108.3 | 140.0 | 3.3 | 9.7 | 8.8 | 8.1 |
| 总资产(年底) | -0.6 | 24.5 | 192.6 | 50.2 | 20.8 | 15.4 | 14.7 | 13.4 |
| 客户贷款 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 客户存款 | -9.4 | -1.2 | 116.9 | 20.0 | 10.0 | 10.0 | 5.0 | 5.0 |
| Value (x) | | | | | | | | |
| 市值/收入 | 11.5 | 9.9 | 6.9 | 7.1 | 6.8 | 6.0 | 5.5 | 5.1 |
| 市值/存款 | 2.7 | 2.7 | 1.7 | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.3 |
| 股价/拨备前营业利润(稀释后) | 45.2 | 30.8 | 17.7 | 13.9 | 13.6 | 12.2 | 11.3 | 10.4 |
| 市盈率(本地 GAAP, 基本) | 57.3 | 40.7 | 23.5 | 18.0 | 17.7 | 15.9 | 14.6 | 13.5 |
| 市盈率(UBS, 稀释后) | 57.3 | 40.7 | 23.5 | 18.0 | 17.7 | 15.9 | 14.6 | 13.5 |
| 净股息收益率(%) | 0.6 | 0.8 | 1.3 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.3 |
| 市净率 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| 市净率(UBS) | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |

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 | +1.9% |
| 预测股息收益率 | 1.7% |
| 预测股票回报率 | +3.6% |
| 市场回报率假设 | 8.6% |
| 预测超额回报率 | -5.0% |

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。中国证券行业同质化严重，尤其区域型证券公司面临一定的传统业务下滑风险。东吴经纪业务佣金率目前仍高于行业平均水平，且营业网点主要集中于苏州地区，未来或将面临更为激烈的竞争。此外，互联网公司进入证券行业也可能对较高的佣金率形成一定的冲击。

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。 | 45% | 36% |
| 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。 | 13% | 20% |
| 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 2015 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：崔晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

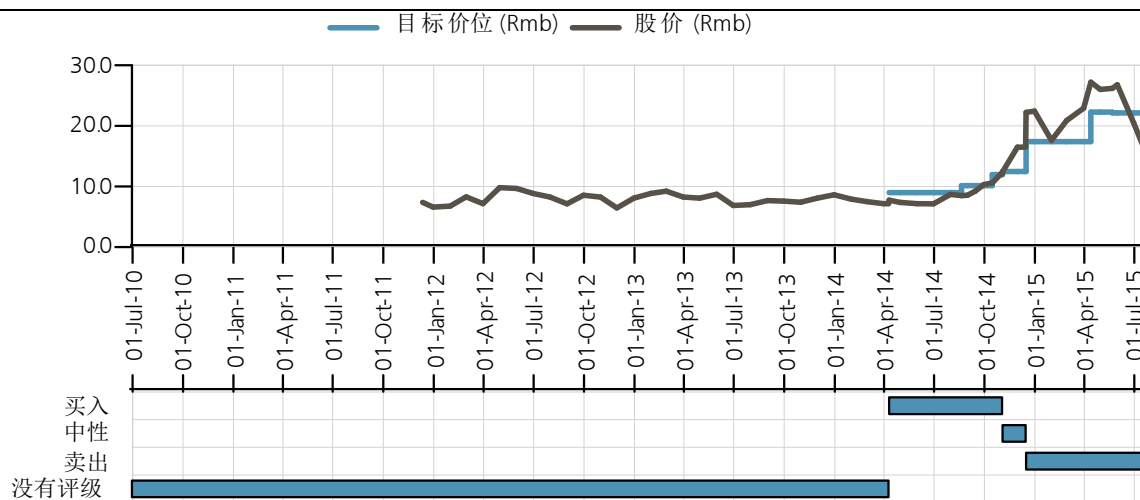
| 公司名称 | 路透 | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价 | 定价日期及时间 |
|------|-----------|---------|------|----------|------------------|
| 东吴证券 | 601555.SS | 卖出 | 不适用 | Rmb16.93 | 2015 年 07 月 16 日 |

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。

东吴证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 7 月 16 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)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。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。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,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受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格仅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。基于瑞银或其他信息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层管理层(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管理委员会(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,金融服务提供商编号:7328)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。**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.通过对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。**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。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html 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。

