

中国联通 A

数据业务增长或被低估

有望依然获益于数据业务增长

尽管来自中国移动的竞争压力越来越大，我们认为中国联通依然可以在中国数据业务的增长中获益良多。在过去的五年间，中国联通建立的 3G 品牌口碑良好，用户体验优异，而且受益于 3G 网络的建立，其 2G 网络的质量和覆盖范围也得到了改善。4G 时代，中国联通可依托于现有 3G 网络先提供 HSPA+ 服务，随后将其流量最大的 20-30% 的基站升级至 FDD-LTE。根据我们的估算，中国联通将是主要电信运营商中 4G 资本投入需求最少的公司。

利润敏感性是主要的负面风险

互连互接费的调整（从 0.06 元/秒降至 0.04 元/秒）本应使中国联通的利润增长达到 30-40%，可是成本的提高和增值税的影响可能会抵消利润增长。若不计增值税影响，我们相信中国联通在 2014/15 可以保持 30% 的利润增长率。但随着 2014 年 4 月 1 日增值税的实施，盈利可见度会大幅降低。我们下调 2014/15 年 EPS 预测 9%/20%。但我们认为中国联通在未来两年依然能够实现盈利增长。

FDD-LTE 牌照的发放可能成为催化剂

我们预计信息产业部会在中国电信日（5 月 17 日）前后允许中国联通和中国电信开始 FDD-LTE 的网络试运营。若如此，基于公司现有的良好的 3G 网络，中国联通最早将于 2014 年底建成能与中国移动竞争的 4G 网络。

估值：维持“买入”评级

我们对整个中国电信行业持谨慎态度。相对而言，中国联通依然是我们的首选，因为其未来两年的利润有望保持增长趋势。我们的现金流贴现模型给出的目标价格为 3.9 元（WACC=10.3%；g=2%，原目标价为 4.6 元）。

Equities

| | |
|--------------------------------|------------------------|
| 中国 | |
| 无线通信 | |
| 12 个月评级 | 买入 |
| | 保持不变 |
| 12 个月目标价 | Rmb3.90 |
| | 之前: Rmb4.60 |
| 股价 | Rmb3.07 |
| 路透代码: 600050.SS 彭博代码 600050 CH | |
| 交易数据和主要指标 | |
| 52 周股价波动范围 | Rmb3.85-2.98 |
| 市值 | Rmb65.1 十亿/US\$10.7 十亿 |
| 已发行股本 | 21,197 百万 (ORDA) |
| 流通股比例 | 31% |
| 日均成交量(千股) | 72,894 |
| 日均成交额(Rmb 百万) | Rmb236.2 |
| 普通股股东权益 (12/13E) | Rmb107 十亿 |
| 市净率 (12/13E) | 0.6x |
| 净债务 / EBITDA | 1.2x |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | |
| | 从 到 % 市场预测 |
| 12/13E | 0.16 0.16 2.76 0.17 |
| 12/14E | 0.21 0.19 -8.98 0.26 |
| 12/15E | 0.26 0.21 -20.18 0.34 |

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

| 重要数据 (Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
|--------------------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 176,168 | 213,804 | 254,353 | 295,838 | 334,316 | 373,632 | 414,506 | 445,866 |
| 息税前利润(UBS) | 7,716 | 4,455 | 10,724 | 16,799 | 20,959 | 22,557 | 26,559 | 24,610 |
| 净利润 (UBS) | 1,160 | 1,094 | 2,077 | 3,448 | 3,991 | 4,414 | 5,088 | 4,665 |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb) | 0.05 | 0.05 | 0.10 | 0.16 | 0.19 | 0.21 | 0.24 | 0.22 |
| 每股股息 (Rmb) | 0.05 | 0.05 | 0.11 | 0.19 | 0.22 | 0.26 | 0.31 | 0.29 |
| 净债务 / (现金) | (67,967) | (88,639) | (101,651) | (96,930) | (94,144) | (89,311) | (71,187) | (54,488) |
| 盈利能力和估值 | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 息税前利润率(%) | 4.4 | 2.1 | 4.2 | 5.7 | 6.3 | 6.0 | 6.4 | 5.5 |
| ROIC (EBIT) (%) | 2.9 | 1.6 | 3.5 | 5.2 | 6.5 | 7.0 | 8.5 | 8.3 |
| EV/EBITDA(core)x | 4.9 | 5.0 | 4.1 | 3.4 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.7 |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) (x) | NM | NM | 40.9 | 18.9 | 16.3 | 14.7 | 12.8 | 13.9 |
| 权益 FCF (UBS) 收益率 % | (62.5) | (67.7) | (5.6) | 21.8 | 21.7 | 26.7 | 48.7 | 327.6 |
| 净股息收益率(%) | 0.9 | 1.0 | 2.7 | 6.0 | 7.3 | 8.4 | 10.1 | 9.6 |

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 02 月 13 日 20 时 26 分的股价(Rmb3.07)得出。

投资主题

中国联通 A

投资理由

我们认为市场高估了 4G 业务在国内发展的进程，中国联通至少在未来 2-3 年仍将保持在数据业务上的领先地位。我们预计 500 元的智能手机将带动 3G 渗透率而联通是这一趋势的主要受益者。然而，为了抢占大众市场，中国联通必须制定合理的低端 3G 套餐（低费率，无补贴）。投资者期待颠覆性的资费结构，但到目前为止联通管理层所采取的行动还只是改善性措施。大幅增长的实现会慢于预期，但我们仍然相信目前行业的发展趋势有利于联通，联通最终会达成目标。我们对中国电信行业保持谨慎，但联通依然是我们的首选，因为我们认为中国联通在未来两年依然能够实现盈利增长。我们基于 DCF 模型（WACC=10.3%）推导出目标价 3.9 元，给予“买入”评级。

乐观情景

上行的关键来自 4G 业务 ARPU 值增加。如果中国移动不能按时执行其 4G 网络的部署，而中国联通的 HSPA+ 可以保持领先地位，我们相信 ARPU 值的提高和收入的增长可能带来惊喜。在乐观情景下，我们预测公司 2016 年后的营收比我们现在假设的基础情景高 5 个百分点，因而未来几年 EBITDA 率比基础情景高 1-1.5 个百分点，盈利预测将比现在假设的基础情景高 30%-50%，对应的每股估值为人民币 5.0 元。

悲观情景

最大的下行风险是 4G 在中国的发展进程好于预期，竞争激化，以及语音业务加速下降。在悲观情景下，我们预测公司营收比我们现在假设的基础情景低 5 个百分点，因而未来几年 EBITDA 率比基础情景低 1 个百分点，盈利预测将比现在假设的基础情景低 30%-40%，对应的每股估值为人民币 2.5 元。

近期催化剂

我们预计将在 2014 年 2 月 27 日公布的 2013 年 4 季度业绩将大致符合市场预期。

我们预计 4 月下旬日公布的 2014 年 1 季度业绩也将与市场预期一致。

我们预计联通是约在 2014 年 5 月发放的 FDD-LTE 试验牌照的主要受益者。

我们预计 8 月下旬公布的 2014 年 2 季度业绩差于市场预期，主要受增值税实施的影响。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb3.90

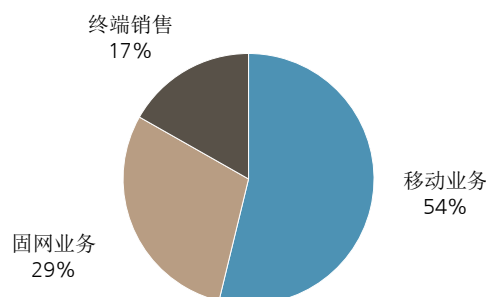
公司简介

中国联通，通过间接持股 58.6% 的子公司联通红筹 (0762.HK) 在中国经营移动通信（GSM 和 CDMA）业务，并在全国范围内提供国际国内长途电话、数据通信及其它相关电信增值服务。

行业展望

中国电信服务行业的增长已经从两位数下降到 5%-10% 水平，用户渗透率已达到 80% 以上。我们对即将到来的 4G 持谨慎态度，因为我们预计资本开支上升，竞争加剧，利润率将进一步下跌。总之，在 4G 时代，增量回报可能不会进一步提高。

收入按产品分布，2013E (%)



来源: 瑞银证券估算

各类产品的 EBITDA

| (十亿元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 移动业务 | 33 | 39 | 42 | 52 | 57 |
| 固网业务 | 30 | 33 | 41 | 40 | 41 |
| 合计 | 62 | 72 | 83 | 92 | 98 |

来源: 公司公告、瑞银证券估算

我们将中国联通目标价由 4.6 元下调至 3.9 元，反映了较低的市场份额和 EBITDA 利润率预期。鉴于最近的股价大幅下跌，我们仍维持联通的“买入”评级。假如计入实施增值税的影响，我们认为联通的盈利趋势将是主要运营商中最稳定的。此外，我们预计中国政府将于 2014 年 5 月向中国联通发放 FDD 试用牌照，这可以成为一个股价催化剂。

中国联通的策略重点仍然是 HSPA +

中国联通在 3G 时代已经取得了市场领先地位，在 4G 的初始阶段，我们认为联通仍然有能力依托其 HSPA + 网络维持其领先地位，包括品牌推广，客户体验和网络质量各方面。

中国联通对于 4G 发展仍保持理性态度。尽管竞争者都在积极推动 4G，但 4G 终端的问题仍然存在，联通管理层相信将 4G 服务提高到联通的 3G 服务水平还需要一段时间。

从 WCDMA 到 LTE 应是一个平滑的演进过程，但由于目前市场上对 4G 的过度宣传，联通觉得有必要积极回应。联通将推动基于高速 HSPA + 网络的无线宽带服务，其 42Mbps 的连接速度按国际标准可被视为 4G 服务。

中国联通仍计划采购 4G 手机，关键的不确定性是 FDD 牌照的发放时间。在 2014 年上半年，42Mbps 的 HSPA + 仍会是中国联通的主要发展重点。联通的初步计划是采购 1 亿部手机，包括 HSPA + 和 4G 手机，这可能针对后期 FDD 牌照的发放进行调整。

增值税的负面影响可能会比预期大

政府尚未决定营业税改增值税的细节，这可能成为中国电信运营商的潜在不利因素。我们认为中国联通容易受到增值税实施的影响，因为其较低的净利润率会使得盈利水平对税率敏感。

市场上关于增值税有不同的主张，从而使政府的原本定于 1 月 1 日实施的计划已被推迟。分歧集中在应该采纳 6% 或 11% 的增值税率。

中国联通 2014 年资本开支有望与 2013 年基本持平

▪ 在推动 4G 前充分利用 3G 网络

首先，相对于中国移动和中国电信积极推出 4G 计划，我们相信中国联通的 4G 的推动进程将比较缓慢，尤其是在 2014 年。我们预计联通仍将在很大程度上依靠其 3G（WCDMA）业务，充分发挥 3G 优势，而非贸然进入 4G。

不同于中国移动和中国电信在 2009 年的 3G 资本开支高峰，中国联通经历了两次 3G 资本支出的高峰：一是在 2009 年，另一个在 2012 年（力图提高 3G 网络覆盖）。中国联通的 3G 频谱为 2.1GHz，相比其 2G 频谱的 900MHz，要求大幅提高的 3G 资本支出来构建新的基站。换句话说，联通在 3G 时代已经经历了其他运营商 4G 部署时面临的困难。鉴于中国联通的 4G 1.8GHz/2.1GHz 频谱接近其 3G 的 2.1GHz 频谱，我们预计其 4G 基站可以在很大程度上与现有 3G 共享基站（我们假设在 2014/15/16 年基站共享比率分别为 100 % / 95 % / 95 %）。同理，联通的基站建设费占 4G 资本开支的

比重应将是主要运营商中最低的：我们预计在 2013-2016 年累计占比仅为 17 % 。

▪ 资本支出在 2014 年应 将小幅上升

总而言之，受 4G 资本开支上涨的影响，我们预计中国联通在 2014/15/16 年的资本支出将提高至 849 亿元/872 亿元/853 亿元。我们预计中国联通在 2014/15/16 年将分别投入 154 亿元/272 亿元/294 亿元，用于建设 100,000/150,000/150,000 个 4G 基站。

固网方面，我们预期中国联通将继续投资于固网宽带，传输网络等。中国联通计划同时平衡发展移动和固定网络的铺设。今后，中国联通的固网资本支出有望稳定在约 150-200 亿元的水平，主要是用于 FTTB/H 和城域网。

模型调整

我们维持中国联通“买入”评级，并且将目标价格从 4.6 元降至 3.9 元。

(1) 由于以下原因，我们将 2014/15/16 年的服务收入预测稍微上调了 2.1%/3.8%/6.7%：

- 减少中国联通用户数和市场份额的假设；
- 调高中国联通 3G 业务的 ARPU 的估值，反映出更高的数据业务 ARPU 增长率

(2) 基于竞争压力对利润率的影响，我们将 2014/15/16 年的 EBITDA 利润率分别调低了 0.4/1.5/2.5 个百分点。

(3) 在降低 EBITDA 利润率的假设的基础上，为了反映出增值税的影响，我们将 2014/15/16 年的盈利预测降低了 9.0%/20.2%/27.4%。我们预计 2014/15/16 年的盈利增长率分别为 15.7%/10.6%/15.3%。

(4) 我们将 2014/15/16 年的资本支出稍微调高了 1.0%/4.2%/8.8%。我们依然认为中国联通的 4G 资本支出风险较低，并且在 FDD-LTE 牌照发放前，公司可以继续依赖它的 3G 网络。

(5) 我们将现金流贴现模型向后推衍了一年。

综合上述调整，我们将中国联通的目标价格从 4.6 元下调至 3.9 元。我们给出的目标价格是由现金流贴现模型推导而来，模型假设 WACC 为 10.3%，长期增长率为 2%。

中国联通 A (600050.SS)

| 损益表(Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | % | 12/14E | % | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 176,168 | 213,804 | 254,353 | 295,838 | 16.3 | 334,316 | 13.0 | 373,632 | 414,506 | 445,866 |
| 毛利 | 160,609 | 178,492 | 203,008 | 230,574 | 13.6 | 262,037 | 13.6 | 292,686 | 320,746 | 341,277 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 62,502 | 62,476 | 71,781 | 83,251 | 16.0 | 91,802 | 10.3 | 98,475 | 106,297 | 108,946 |
| 折旧和摊销 | (54,786) | (58,021) | (61,057) | (66,453) | 8.8 | (70,843) | 6.6 | (75,918) | (79,738) | (84,336) |
| 息税前利润(UBS) | 7,716 | 4,455 | 10,724 | 16,799 | 56.6 | 20,959 | 24.8 | 22,557 | 26,559 | 24,610 |
| 联营及投资收益 | 1,218 | 581 | 931 | 931 | 0.0 | 931 | 0.0 | 931 | 931 | 931 |
| 其他非营业利润 | (2,664) | 870 | (12,376) | 870 | - | 870 | 0.0 | 870 | 870 | 870 |
| 净利息 | (1,625) | (1,244) | (3,424) | (4,926) | -43.9 | (4,926) | 0.0 | (4,926) | (4,926) | (4,926) |
| 例外项目(包括商誉) | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 4,645 | 4,662 | (4,145) | 13,673 | - | 17,834 | 30.4 | 19,432 | 23,434 | 21,485 |
| 税项 | (975) | (1,371) | (2,425) | (3,350) | -38.1 | (5,885) | -75.7 | (6,218) | (8,202) | (7,520) |
| 税后利润 | 3,669 | 3,291 | (6,570) | 10,323 | - | 11,949 | 15.7 | 13,214 | 15,232 | 13,965 |
| 优先股股息及少数股权 | (2,444) | (2,192) | 4,375 | (6,875) | - | (7,958) | -15.7 | (8,800) | (10,144) | (9,300) |
| 非常项目 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 净利润(本地 GAAP) | 1,226 | 1,099 | (2,195) | 3,448 | - | 3,991 | 15.7 | 4,414 | 5,088 | 4,665 |
| 净利润(UBS) | 1,160 | 1,094 | 2,077 | 3,448 | 66.0 | 3,991 | 15.7 | 4,414 | 5,088 | 4,665 |
| 税率(%) | 21.0 | 29.4 | 0.0 | 24.5 | - | 33.0 | 34.7 | 32.0 | 35.0 | 35.0 |
| 每股(Rmb) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | % | 12/14E | % | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 每股收益(UBS 稀释后) | 0.05 | 0.05 | 0.10 | 0.16 | 66.0 | 0.19 | 15.7 | 0.21 | 0.24 | 0.22 |
| 每股收益(本地会计准则, 稀释后) | 0.06 | 0.05 | (0.10) | 0.16 | - | 0.19 | 15.7 | 0.21 | 0.24 | 0.22 |
| EPS(UBS, 基本) | 0.05 | 0.05 | 0.10 | 0.16 | 66.0 | 0.19 | 15.7 | 0.21 | 0.24 | 0.22 |
| 每股股息净值(Rmb) | 0.05 | 0.05 | 0.11 | 0.19 | 73.7 | 0.22 | 20.8 | 0.26 | 0.31 | 0.29 |
| 每股账面价值 | 3.81 | 3.62 | 5.05 | 5.07 | 0.3 | 5.03 | -0.7 | 4.97 | 4.91 | 4.78 |
| 平均股数(稀释后) | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 | 0.0 | 21,196.60 | 0.0 | 21,196.60 | 21,196.60 | 21,196.60 |
| 资产负债表(Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | % | 12/14E | % | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 现金和现金等价物 | 26,838 | 16,235 | 40,125 | 44,846 | 11.8 | 47,632 | 6.2 | 52,465 | 70,589 | 87,288 |
| 其他流动资产 | 19,457 | 23,393 | 29,892 | 35,505 | 18.8 | 39,874 | 12.3 | 44,403 | 49,741 | 53,979 |
| 流动资产总额 | 46,295 | 39,628 | 70,017 | 80,351 | 14.8 | 87,506 | 8.9 | 96,869 | 120,330 | 141,268 |
| 有形固定资产净值 | 365,654 | 381,859 | 430,997 | 443,841 | 3.0 | 457,875 | 3.2 | 469,192 | 474,768 | 475,419 |
| 无形固定资产净值 | 19,645 | 19,645 | 19,645 | 19,645 | 0.0 | 19,645 | 0.0 | 19,645 | 19,645 | 19,645 |
| 投资/其他资产 | 30,517 | 32,800 | 34,182 | 36,492 | 6.8 | 38,675 | 6.0 | 40,906 | 43,232 | 45,019 |
| 总资产 | 462,111 | 473,932 | 554,841 | 580,329 | 4.6 | 603,701 | 4.0 | 626,611 | 657,975 | 681,350 |
| 应付账款和其他短期负债 | 138,448 | 143,555 | 163,080 | 183,271 | 12.4 | 201,633 | 10.0 | 219,459 | 244,727 | 264,898 |
| 短期债务 | 59,785 | 70,372 | 139,240 | 139,240 | 0.0 | 139,240 | 0.0 | 139,240 | 139,240 | 139,240 |
| 流动负债总额 | 198,233 | 213,927 | 302,320 | 322,511 | 6.7 | 340,873 | 5.7 | 358,699 | 383,967 | 404,138 |
| 长期债务 | 35,020 | 34,502 | 2,536 | 2,536 | 0.0 | 2,536 | 0.0 | 2,536 | 2,536 | 2,536 |
| 其它长期负债 | 2,355 | 1,906 | 1,763 | 2,041 | 15.8 | 2,304 | 12.9 | 2,572 | 2,852 | 3,067 |
| 优先股 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 总负债(包括优先股) | 235,608 | 250,335 | 306,619 | 327,088 | 6.7 | 345,713 | 5.7 | 363,808 | 389,355 | 409,741 |
| 普通股股东权益 | 80,686 | 76,834 | 107,056 | 107,374 | 0.3 | 106,569 | -0.7 | 105,370 | 104,122 | 101,362 |
| 少数股东权益 | 145,816 | 146,763 | 141,166 | 145,868 | 3.3 | 151,419 | 3.8 | 157,434 | 164,498 | 170,248 |
| 负债和权益总计 | 462,111 | 473,932 | 554,841 | 580,329 | 4.6 | 603,701 | 4.0 | 626,611 | 657,975 | 681,350 |
| 现金流量表(Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | % | 12/14E | % | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 净利润(支付优先股股息前) | 1,226 | 1,099 | (2,195) | 3,448 | - | 3,991 | 15.7 | 4,414 | 5,088 | 4,665 |
| 折旧和摊销 | 54,786 | 58,021 | 61,057 | 66,453 | 8.8 | 70,843 | 6.6 | 75,918 | 79,738 | 84,336 |
| 营运资本变动净值 | 54,786 | 58,021 | 61,057 | 66,453 | 8.8 | 70,843 | 6.6 | 75,918 | 79,738 | 84,336 |
| 其他营业性现金流 | (110,798) | (117,141) | (37,889) | (42,876) | -13.2 | (46,656) | -8.8 | (51,627) | (47,554) | 124,861 |
| 经营性现金流 | 0 | 0 | 82,030 | 93,478 | 14.0 | 99,022 | 5.9 | 104,622 | 117,010 | 298,198 |
| 有形资本支出 | (75,557) | (77,861) | (86,783) | (79,296) | 8.6 | (84,878) | -7.0 | (87,234) | (85,315) | (84,987) |
| 无形资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.0 | 0 | 0.0 | 0 | 0 | 0 |
| 净(收购)/处置 | 375 | 1,431 | 1,086 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资性现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 投资性现金流 | (75,182) | (76,430) | (85,697) | (79,296) | 7.5 | (84,878) | -7.0 | (87,234) | (85,315) | (84,987) |
| 已付股息 | (2,349) | (5,586) | (6,730) | (9,461) | -40.6 | (11,358) | -20.1 | (12,554) | (13,572) | (15,132) |
| 股份发行/回购 | 2,349 | (5,586) | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资性现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 债务及优先股变化 | 165,009 | 117,363 | 154,909 | 0 | - | 0 | - | 0 | 0 | 0 |
| 融资性现金流 | 165,009 | 106,191 | 148,179 | (9,461) | - | (11,358) | -20.1 | (12,554) | (13,572) | (15,132) |
| 现金流量中现金的增加(减少) | 89,827 | 29,761 | 144,512 | 4,721 | -96.7 | 2,786 | -41.0 | 4,833 | 18,123 | 198,079 |
| 外汇/非现金项目 | (71,817) | (40,364) | (120,622) | 0 | - | 0 | 0.0 | 0 | 0 | (181,380) |
| 资产负债表现金增加(减少) | 18,010 | (10,603) | 23,890 | 4,721 | -80.2 | 2,786 | -41.0 | 4,833 | 18,123 | 16,699 |

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。

中国联通 A (600050.SS)

| 估值(x) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| P/E (本地 GAAP, 稀释后) | NM | NM | NM | 18.9 | 16.3 | 14.7 | 12.8 | 13.9 |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) | NM | NM | 40.9 | 18.9 | 16.3 | 14.7 | 12.8 | 13.9 |
| 股价/每股现金收益 | 2.2 | 1.9 | 1.3 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| 权益 FCF (UBS) 收益率 % | (62.5) | (67.7) | (5.6) | 21.8 | 21.7 | 26.7 | 48.7 | 327.6 |
| 净股息收益率(%) | 0.9 | 1.0 | 2.7 | 6.0 | 7.3 | 8.4 | 10.1 | 9.6 |
| 市净率 | 1.5 | 1.5 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 企业价值/营业收入(核心) | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心) | 4.9 | 5.0 | 4.1 | 3.4 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.7 |
| 企业价值/息税前利润(核心) | NM | NM | 27.4 | 16.7 | 13.4 | 12.6 | 10.9 | 11.9 |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心) | 5.6 | 5.7 | 4.7 | 3.7 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 2.9 |
| 企业价值/运营投入资本 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 企业价值 (Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 市值 | 120,903 | 115,085 | 84,996 | 65,074 | 65,074 | 65,074 | 65,074 | 65,074 |
| 净债务 (现金) | 65,435 | 78,303 | 95,145 | 99,290 | 95,537 | 95,537 | 95,537 | 95,537 |
| 少数股东权益 | 145,816 | 146,763 | 141,166 | 145,868 | 151,419 | 157,434 | 164,498 | 170,248 |
| 养老金拨备/其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 企业价值总额 | 332,154 | 340,151 | 321,307 | 310,231 | 312,029 | 318,044 | 325,108 | 330,858 |
| - 非核心资产 | (25,577) | (27,709) | (27,648) | (29,958) | (32,141) | (34,372) | (36,698) | (38,485) |
| 核心企业价值 | 306,577 | 312,442 | 293,659 | 280,273 | 279,888 | 283,672 | 288,410 | 292,373 |
| 增长率(%) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 营业收入 | 11.2 | 21.4 | 19.0 | 16.3 | 13.0 | 11.8 | 10.9 | 7.6 |
| 息税折旧摊销前利润(UBS) | 2.3 | 0.0 | 14.9 | 16.0 | 10.3 | 7.3 | 7.9 | 2.5 |
| 息税前利润(UBS) | -41.6 | -42.3 | 140.7 | 56.6 | 24.8 | 7.6 | 17.7 | -7.3 |
| 每股收益(UBS 稀释后) | -56.4 | -5.6 | 89.8 | 66.0 | 15.7 | 10.6 | 15.3 | -8.3 |
| 每股股息净值 | 0.0 | 0.0 | 99.0 | 73.7 | 20.8 | 15.2 | 19.9 | -4.8 |
| 利润率与盈利能力(%) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 毛利率 | NM | NM | NM | NM | NM | NM | NM | NM |
| 息税折旧摊销前利润率 | 35.5 | 29.2 | 28.2 | 28.1 | 27.5 | 26.4 | 25.6 | 24.4 |
| 息税前利润率 | 4.4 | 2.1 | 4.2 | 5.7 | 6.3 | 6.0 | 6.4 | 5.5 |
| 净利 (UBS) 率 | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.0 |
| ROIC (EBIT) | 2.9 | 1.6 | 3.5 | 5.2 | 6.5 | 7.0 | 8.5 | 8.3 |
| 税后投资资本回报率 | 2.3 | 1.1 | 3.5 | 3.9 | 4.4 | 4.8 | 5.5 | 5.4 |
| 净股东权益回报率(UBS) | 1.5 | 1.4 | 2.3 | 3.2 | 3.7 | 4.2 | 4.9 | 4.5 |
| 资本结构与覆盖率 | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 净债务/息税折旧摊销前利润 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.5 |
| 净债务/总权益 | 30.0 | 39.6 | 41.0 | 38.3 | 36.5 | 34.0 | 26.5 | 20.1 |
| 净债务/(净债务 + 权益) | 23.1 | 28.4 | 29.1 | 27.7 | 26.7 | 25.4 | 20.9 | 16.7 |
| 净债务/企业价值 | 22.2 | 28.4 | 34.6 | 34.6 | 33.6 | 31.5 | 24.7 | 18.6 |
| 资本支出 / 折旧 % | 137.9 | 134.2 | 142.1 | 119.3 | 119.8 | 114.9 | 107.0 | 100.8 |
| 资本支出/营业收入(%) | NM | NM | NM | 26.8 | 25.4 | 23.3 | 20.6 | 19.1 |
| 息税前利润/净利息 | 4.7 | 3.6 | 3.1 | 3.4 | 4.3 | 4.6 | 5.4 | 5.0 |
| 股息保障倍数 (UBS) | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| 股息支付率 (UBS) % | 98.0 | 103.8 | 108.8 | 113.8 | 118.8 | 123.8 | 128.8 | 133.8 |
| 分部门收入 (Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 其他 | 176,168 | 213,804 | 254,353 | 295,838 | 334,316 | 373,632 | 414,506 | 445,866 |
| 总计 | 176,168 | 213,804 | 254,353 | 295,838 | 334,316 | 373,632 | 414,506 | 445,866 |
| 分部门息税前利润 (Rmb 百万) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 其他 | 7,716 | 4,455 | 10,724 | 16,799 | 20,959 | 22,557 | 26,559 | 24,610 |
| 总计 | 7,716 | 4,455 | 10,724 | 16,799 | 20,959 | 22,557 | 26,559 | 24,610 |

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 | +27.0% |
| 预测股息收益率 | 6.0% |
| 预测股票回报率 | +33.0% |
| 市场回报率假设 | 9.6% |
| 预测超额回报率 | +23.4% |

风险声明

中国联通主要的下行风险是来自中国移动的竞争压力，不如预期的 4G 开展进程，以及其语音业务收入的加速下降。

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

| 瑞银 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。 | 44% | 36% |
| 中性 | 股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。 | 45% | 35% |
| 卖出 | 股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。 | 11% | 23% |
| 瑞银短期评级 | 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 2013 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

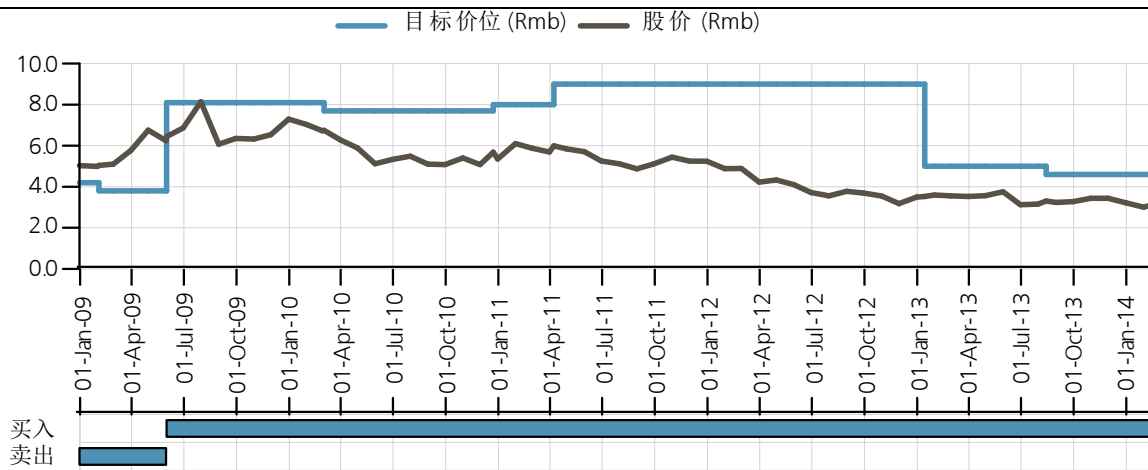
| 公司名称 | 路透 | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价 | 定价日期及时间 |
|--------|-----------|---------|------|---------|------------------|
| 中国联通 A | 600050.SS | 买入 | 不适用 | Rmb3.09 | 2014 年 02 月 12 日 |

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。

中国联通 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 12 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

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。

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。瑞银可能进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。**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。**意大利:** 由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。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,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公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 and 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. 仅向机构投资者分发。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:** 1) 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd(12112/12) Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000的客户。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。

由此本文件所含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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 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象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

中国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities (China) Ltd.分发。UBS Securities (China) Ltd.由UBS Limited和UBS Securities (China) Ltd.授权并由中国证券投资基金业协会(AMAC)和中国人民银行(PBOC)监管。如果UBS Securities (China) Ltd.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities (China) Ltd.编制。

新加坡: 由UBS Securities Pte. Ltd.新加坡分行分发。本文件所含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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 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象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

