

沪港通股票

中国联通 A

电信行业内国企改革先锋

我们预计全国性 FDD 牌照将很快发放

由于 FDD-LTE 全国牌照的延迟, 2014 年联通在与移动的 4G 竞争中一直处于劣势。11 月联通的 3G/4G 移动用户净增数仅 109 万, 同比下滑 70%。不过我们预计全国性 FDD 牌照将于 2015 年初发放, 联通的市场份额有望提升。

电信运营商的前景堪忧

电信运营行业收入从 2014 年 7 月出现负增长。除了营业税改增值税对收入的负面影响之外, 三家运营商压降营销费用, 手机补贴改为话费补贴的形式, 也对收入产生了负面影响。除了这两个因素, 我们认为移动互联网对语音业务的替代在加剧, 而移动电话的普及率趋于饱和, 我们对电信运营商未来的增长前景颇为担忧。在行业不景气的情况下, 我们认为联通是唯一能维持较高利润增速的公司 (Q314 净利润同比增 27%, 相比移动-13%, 电信 5%)。

联通很可能是国企改革的先锋

联通从 1994 年成立之日起, 就是为改革而应运而生的, 我们判断联通在即将来临的国企改革中, 也很可能扮演行业先锋的角色。尽管联通目前股价对应 2014E PE 在 23.1, 历史上看并不便宜; 但 PB 还处于 1.2 的低位, 一旦国家允许私有资本参股, 我们认为联通的 PB 估值还是有上升空间的。

估值: 目标价上调至 5.50 元, 维持“买入”评级

当前股价已达我们原先的目标价。受央行降息的影响, A 股市场的无风险利率已由此前的 4.4% 降至 3.9%, 而股票市场风险溢价也由 5.5% 降至 5.0%。相应调整后, 联通的平均股权成本率 (WACC) 下降 1 个百分点至 9.3%, 根据现金流折算模型得出新目标价 5.50 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 **Rmb5.50**
之前: Rmb4.60

股价 **Rmb4.62**

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	Rmb4.95-2.98
市值	Rmb97.9 十亿/US\$15.7 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)	299,872
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,230.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb84.3 十亿
市净率 (12/14E)	1.2x
净债务 / EBITDA	1.4x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.20	0.20	0.00	0.22
12/15E	0.24	0.24	0.00	0.25
12/16E	0.28	0.28	0.00	0.33

王进璠

分析师

S1460514100001

jinjin.wang@ubssecurities.com

+852-2971 8579

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	215,519	256,265	303,727	328,460	362,929	397,786	431,912	461,966
息税前利润(UBS)	7,802	14,289	20,016	22,954	26,401	29,937	27,259	24,170
净利润 (UBS)	1,412	2,332	3,370	4,237	5,100	5,835	5,129	4,406
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.07	0.11	0.16	0.20	0.24	0.28	0.24	0.21
每股股息 (Rmb)	0.03	0.04	0.05	0.08	0.10	0.13	0.13	0.17
现金 / (净债务)	(89,384)	(91,391)	(122,660)	(133,340)	(126,584)	(113,477)	(99,635)	(82,360)
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(%)	3.6	5.6	6.6	7.0	7.3	7.5	6.3	5.2
ROIC (EBIT) (%)	2.8	5.0	6.5	7.0	7.9	9.0	8.3	7.6
EV/EBITDA(core)x	5.0	4.2	3.6	3.5	3.3	3.1	3.1	3.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	81.5	36.5	21.5	23.1	19.2	16.8	19.1	22.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.7)	(18.9)	6.3	(3.6)	15.9	23.6	25.5	28.7
净股息收益率(%)	0.6	1.0	1.6	1.6	2.2	2.9	2.8	3.6

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 12 月 23 日 21 时 26 分的股价(Rmb4.62)得出。

投资主题

中国联通 A

投资理由

我们对整个中国电信行业持谨慎立场，但中国联通仍是我们在三大电信运营商中的首选，主要原因是：1) 我们预计 FDD 全国性牌照将于 2015 年初发放，联通的用户净增数有望回升；2) 我们预计该公司未来三年的盈利趋升，2014-16 年盈利年复合增速料可达 19.6%。

乐观情景

主要的上行风险可能出自其 4G 业务的 ARPU 上升。如果中国移动无法按时推进 4G 网络的建设，那么鉴于联通的 HSPA+ 优势，我们认为联通的 ARPU 提升幅度及收入增长可能超预期。如果我们假设从 2016 年起联通的收入提升 5%，那么我们基于贴现现金流的每股估值可达 6.22 元。由此，其 EBITDA 利润率在未来几年将提升 1-1.5 个百分点，盈利将比我们的基本情景假设高 30-50%。

悲观情景

主要的下行风险可能是 4G 用户的增长更慢、竞争激烈且语音收入加速下跌。如果假设其收入比我们的基本情景低 5%，那么每股估值可能降至 2.80 元。由此，其 EBITDA 利润率可能下降 1 个百分点，盈利可能比我们的基本情景低 30-40%。

近期催化剂

我们预计全国性 FDD 牌照将于 2015 年初发放，对联通股价的有正向催化作用。

如果政府推进电信行业国企改革、引入民营资本，那么我们认为中国联通将是三大运营商中最有可能进行国企改革的。尽管目前看来潜在改革并未有清晰的时间表，但我们认为这可能是联通股价上涨的一个推动力量。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb5.50

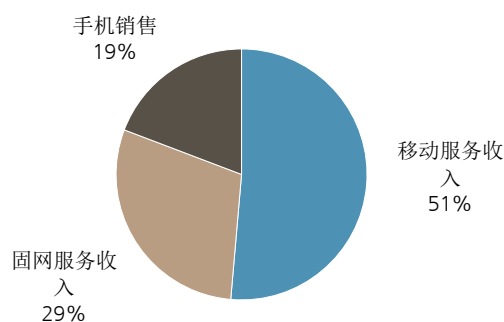
公司简介

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

中国的电信运营商面临着来自 OTT 行业日益增大的蚕食压力。整个行业已经进入到后增长的阶段。营改增的实施和营销费用的削减，令行业收入自 2014 年 7 月起开始同比下降。

各业务部门收入占比(%，2013)



来源: 公司数据

各业务部门 EBITDA

(十亿元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
移动 EBITDA	33	39	43	53	60	65
固网 EBITDA	30	33	41	44	45	47
整体 EBITDA	63	72	84	96	105	112

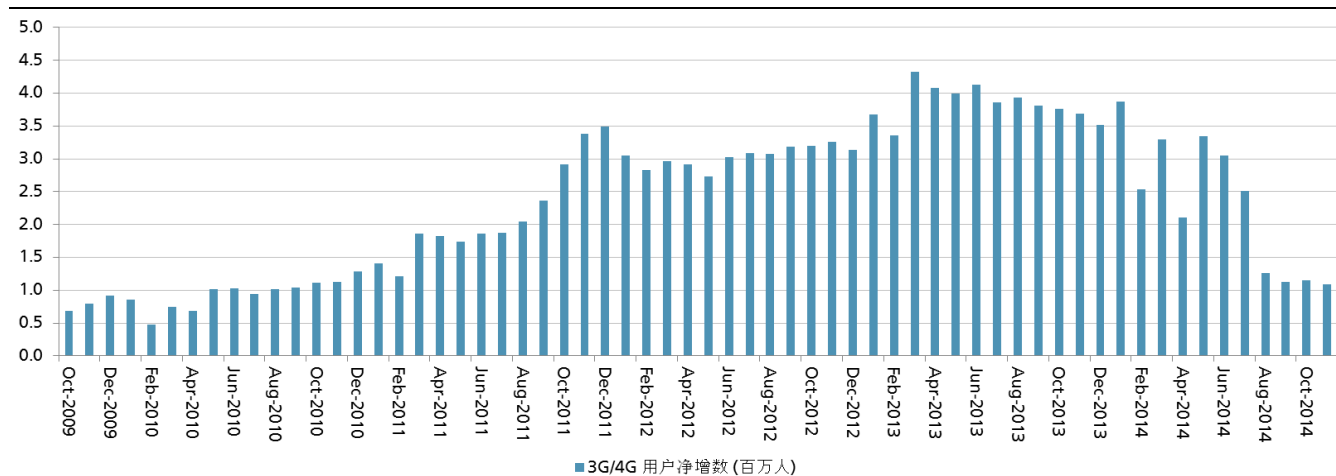
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

在 4G 竞争格局中位于劣势

用户增长势头疲软：受 FDD-LTE 全国牌照延迟发放的影响，2014 年联通在与中移动的 4G 竞争中一直处于劣势，用户增长速度不断放缓。公司日前披露 11 月运营情况，11 月联通的 3G/4G 移动用户净增数仅 109 万，同比下滑 70%。

主营业务收入增速放缓：联通 7 月/8 月/9 月移动用户净增数同比降 74%/84%/84%，相应地，第三季度营业收入同比首次下滑（同比降 1.7%，剔除营改增同比仅增 3%）。

图表 1: 3G/4G 用户净增数自 14 年 8 月起大幅下滑，处于历史低位



来源: 公司数据

图表 2: 联通 Q314 营业收入同比首次下滑

	Q112	Q212	Q312	Q412	Q113	Q213	Q313	Q413	Q114	Q214	Q314
财务数据 (百万元)											
总收入 (调整后)	61,193	60,497	63,502	63,734	70,600	73,707	75,863	74,868	76,471	73,098	65,770
同比增速%	25.0%	16.0%	16.0%	20.0%	15.4%	21.8%	19.5%	17.5%	8.3%	-0.8%	-13.3%
营业收入	49,990	52,403	53,799	53,935	57,060	59,420	60,900	61,187	63,800	63,173	59,867
同比增速%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%	14.1%	13.4%	13.2%	13.4%	11.8%	6.3%	-1.7%
移动业务收入	29,260	31,221	32,629	32,926	35,240	37,613	39,087	39,193	40,680	40,663	37,757
其中: 2G 业务收入	16,733	16,851	16,806	15,850	16,010	15,933	15,347	14,046	13,770	13,193	11,777
3G 业务收入	12,527	14,370	15,823	17,076	19,230	21,680	23,740	25,147	26,910	27,470	25,980
固网收入	20,550	20,954	20,976	20,733	21,660	21,593	21,567	21,667	22,920	22,287	21,713
宽带收入	9,600	9,799	9,991	9,980	11,210	11,370	11,610	11,796	12,440	12,469	12,611
EBITDA (调整后)	17,139	18,900	18,742	17,878	20,223	21,957	21,798	19,988	23,998	23,691	24,315
同比增速%	16.7%	9.1%	13.1%	20.7%	18.0%	16.2%	16.3%	11.8%	18.7%	7.9%	11.5%
EBITDA 利润率%	34.3%	35.9%	33.9%	30.9%	35.4%	37.0%	35.8%	32.7%	37.6%	37.5%	40.6%
净利润	1,007	2,423	2,023	1,643	1,899	3,418	3,057	2,034	3,302	3,387	3,874
同比增速%	-37.5%	-3.3%	100.9%	11635.7%	88.6%	41.1%	51.1%	23.8%	73.9%	-0.9%	26.7%
净利润率%	1.6%	4.0%	3.2%	2.6%	2.7%	4.6%	4.0%	2.7%	4.3%	4.6%	5.9%
运营数据											
移动用户											
移动用户('000)	209,487	219,249	229,487	240,660	250,708	262,169	272,764	280,983	289,693	295,003	297,070
移动净增用户('000)	9,827	9,762	10,238	11,173	11,396	11,461	10,595	8,219	8,710	5,310	2,067
2G 用户('000)	160,627	161,719	162,624	163,641	162,892	162,141	161,138	158,383	157,393	154,195	151,360
2G 净增用户('000)	986	1,092	905	1,017	36	-751	-1,003	-2,755	-990	-3,198	-2,835
3G 用户('000)	48,860	57,530	66,863	77,019	87,816	100,028	111,626	122,600	132,300	140,808	145,710
3G 净增用户('000)	8,841	8,670	9,333	10,156	11,360	12,212	11,598	10,974	9,700	8,508	4,902
Blended ARPU (cumulative)	47.7	48.5	48.5	46.1	48.0	48.5	48.7	47.2	47.6	46.2	42.5
3G ARPU	93.9	90	84.8	76.4	78.2	75.3	74.8	71.6	70.3	66.4	60.4

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

电信运营商的前景堪忧

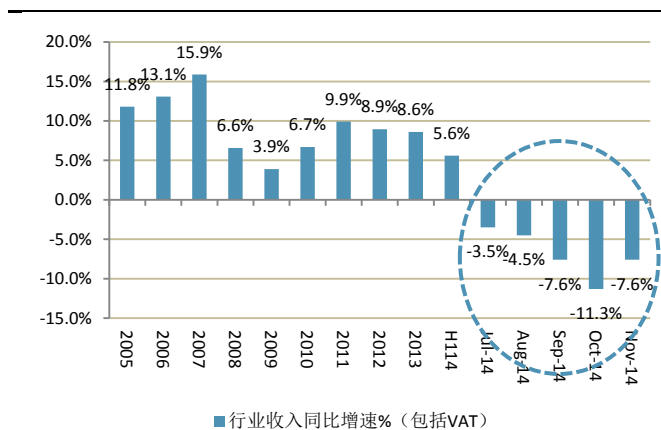
工信部数据显示, 行业收入 (指营业收入, 剔除手机终端销售) 从 2014 年 7 月出现负增长 (同比降 3.5%)。行业收入同比衰退自 8 月起开始加剧, 于 10 月达到同比下滑 11.3%。最新数字显示 11 月行业收入同比下滑 7.6%。总的来说, 我们并不看好电信运营商的基本面, 除了营业税改增值税对收入的负面影响之外, 三家运营商压降营销费用, 手机补贴改为话费补贴的形式, 也对收入产生了负面影响。

- **营改增于 2014 年 6 月 1 日开始实行**, 我们估算这将对在香港 (HK GAPP) 和中国大陆会计准则 (China GAPP) 项下的营业收入分别造成 5% 和 8% 的负面影响。
- **国资委要求三家公司压降营销费用**, 导致运营商从传统的手机补贴促销模式转变成话费补贴模式, 造成收入的下降。

除了这两个因素，我们认为移动互联网对语音业务的替代在加剧，而移动电话的普及率趋于饱和，因而我们对电信运营商未来的增长前景颇为担忧。

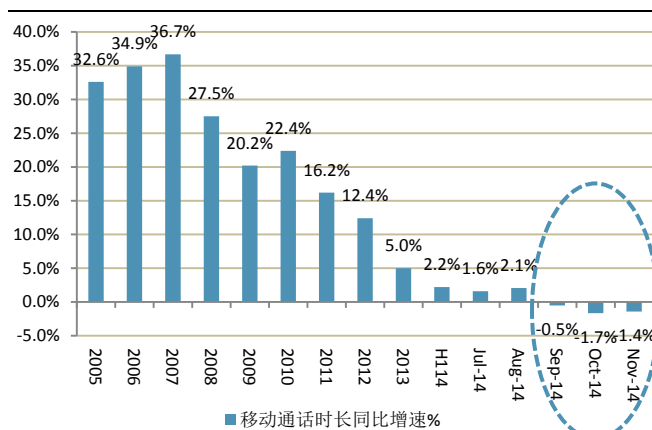
- **移动互联网对语音业务的侵蚀加剧。**我们认为语音流量增长趋势是最能反映我们观点的指标。据我们观察，移动行业通话总时长已于今年 9 月开始出现历史上第一次的同比下滑，且下降趋势于 10 月和 11 月持续（如下图所示）。
- **移动渗透率近饱和。**中国的移动用户渗透率于 11 月末达 97%。尽管一人持有多张 SIM 卡的情况在中国并不少见，但是我们认为运营商公布的渗透率是基于用户使用情况的--而非单纯的 SIM 卡渗透率。我们了解到三家运营商已不再将不活跃用户纳入用户统计。因此，我们认为中国通信行业的内延式成长空间实为有限。
- **国内消费水平疲弱。**上一次我们见到如此低迷的行业增速是在 2008 年底和 2009 上半年，全球金融危机后的消费衰弱是主要原因。行业收入增速于 2009 年低至 3.9%，并于 2010/2011/2012 年反弹至 6.7%/9.9%/8.9%，主要由于：1) 中国经济增速回升（政府主导了“四万亿”扩张计划）；2) 2008 至 2009 年较低的移动用户渗透率（约 50%）保证了行业的有机生长空间。然而我们认为此次行业收入增速的衰退与前一次周期性的衰弱不同，它更多是结构性的。

图表 3: 行业收入自 7 月起同比下降



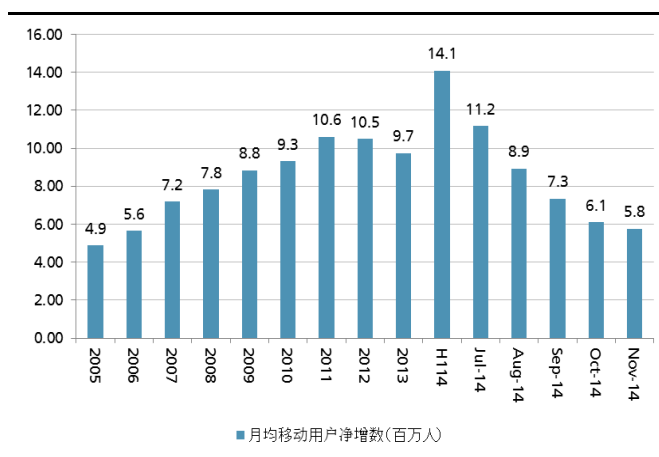
来源: 工信部

图表 4: 移动通话时长 11 月同比降 1.4 个百分点



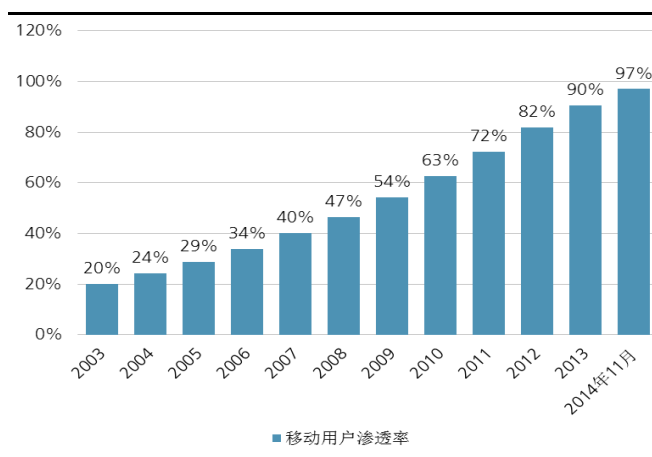
来源: 工信部

图表 5: 移动用户净增数于 14 年上半年达到峰值



来源: 工信部, 瑞银证券

图表 6: 移动用户渗透率 11 月达 97%



来源: 公司数据

目标价上调至 5.50 元，维持“买入”评级

当前目标价已达我们原来的目标价。受宏观经济和央行降息的影响，A 股市场的无风险利率已由此前的 4.4% 降至 3.9%，而股票市场风险溢价也由 5.5% 降至 5.0%。相应调整后，联通的平均股权成本率（WACC）下降 1 个百分点至 9.3%。根据我们现金流折算模型，得出新目标价 5.50 元。我们仍然维持“买入”评级，主要原因有：1) 我们预计全国性 FDD 牌照将于 2015 年初发放，联通的市场份额有望提升；2) 在行业不景气的情况下，我们认为联通是唯一能维持较高利润增速的公司（Q314 净利润同比增 27%，相比移动-13%，电信 5%）。

中国联通 A (600050.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	215,519	256,265	303,727	328,460	8.1	362,929	10.5	397,786	431,912	461,966
毛利	179,428	203,886	231,622	255,527	10.3	282,593	10.6	308,621	329,676	349,419
息税折旧摊销前利润(UBS)	63,019	71,991	84,240	96,483	14.5	104,831	8.7	112,471	114,648	115,642
折旧和摊销	(55,216)	(57,701)	(64,224)	(73,529)	14.5	(78,430)	6.7	(82,534)	(87,389)	(91,472)
息税前利润(UBS)	7,802	14,289	20,016	22,954	14.7	26,401	15.0	29,937	27,259	24,170
联营及投资收益	1,876	1,965	957	887	-7.3	887	0.0	887	887	887
其他非营业利润	(2,771)	(3,294)	(4,347)	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(1,243)	(3,416)	(2,949)	(4,646)	-57.5	(4,189)	9.8	(4,189)	(4,189)	(4,474)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	5,664	9,544	13,676	19,195	40.3	23,099	20.3	26,635	23,958	20,583
税项	(1,476)	(2,519)	(3,384)	(6,526)	-92.8	(7,854)	-20.3	(9,189)	(8,625)	(7,410)
税后利润	4,188	7,026	10,292	12,668	23.1	15,246	20.3	17,446	15,333	13,173
优先股股息及少数股权	(2,776)	(4,657)	(6,850)	(8,431)	-23.1	(10,146)	-20.3	(11,610)	(10,204)	(8,767)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,412	2,368	3,443	4,237	23.1	5,100	20.3	5,835	5,129	4,406
净利润(UBS)	1,412	2,332	3,370	4,237	25.7	5,100	20.3	5,835	5,129	4,406
税率(%)	26.1	26.4	24.7	34.0	37.4	34.0	0.0	34.5	36.0	36.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.07	0.11	0.16	0.20	25.7	0.24	20.3	0.28	0.24	0.21
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.07	0.11	0.16	0.20	23.1	0.24	20.3	0.28	0.24	0.21
每股收益(UBS, 基本)	0.07	0.11	0.16	0.20	25.7	0.24	20.3	0.28	0.24	0.21
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.04	0.05	0.08	41.8	0.10	36.2	0.13	0.13	0.17
每股账面价值	3.35	3.41	3.53	3.98	12.6	4.14	4.1	4.31	4.42	4.50
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)										
现金和现金等价物	15,439	18,320	21,589	10,909	-49.5	17,665	61.9	30,771	44,614	61,889
其他流动资产	23,433	29,920	30,744	32,757	6.5	36,099	10.2	39,627	43,474	46,880
流动资产总额	38,872	48,240	52,333	43,666	-16.6	53,764	23.1	70,399	88,088	108,769
有形固定资产净值	377,765	427,216	427,851	442,973	3.5	451,777	2.0	454,558	452,156	443,604
无形固定资产净值	20,740	21,362	23,823	23,823	0.0	23,823	0.0	23,823	23,823	23,823
投资/其他资产	21,147	21,539	27,358	44,280	61.9	46,694	5.5	49,140	51,545	53,663
总资产	458,524	518,357	531,364	554,742	4.4	576,058	3.8	597,920	615,612	629,859
应付账款和其他短期负债	143,168	194,637	163,927	173,146	5.6	183,600	6.0	193,578	202,623	209,829
短期债务	70,322	107,175	130,766	129,470	-0.99	129,470	0.00	129,470	129,470	129,470
流动负债总额	213,490	301,812	294,693	302,616	2.7	313,070	3.5	323,048	332,093	339,299
长期债务	34,502	2,536	13,483	13,483	0.0	13,483	0.0	13,483	13,483	13,483
其它长期负债	1,921	1,775	1,562	1,673	7.1	1,845	10.3	2,021	2,193	2,344
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	249,913	306,123	309,738	317,772	2.6	328,398	3.3	338,552	347,769	355,126
普通股股东权益	71,024	72,297	74,859	84,276	12.6	87,770	4.1	91,419	93,754	95,448
少数股东权益	137,587	139,937	146,767	152,694	4.0	159,889	4.7	167,949	174,089	179,285
负债和权益总计	458,524	518,357	531,364	554,742	4.4	576,058	3.8	597,920	615,612	629,859
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	1,412	2,368	3,443	4,237	23.1	5,100	20.3	5,835	5,129	4,406
折旧和摊销	55,216	57,702	64,225	73,529	14.5	78,430	6.7	82,534	87,389	91,472
营运资本变动净值	1,230	14,673	(1,264)	12,478	-	7,350	-41.1	6,792	6,630	5,220
其他营业性现金流	11,594	(4)	16,966	(8,907)	-	11,955	-	13,286	10,828	9,955
经营性现金流	69,453	74,738	83,370	81,338	-2.4	102,835	26.4	108,447	109,976	111,053
有形资本支出	(81,818)	(90,766)	(78,807)	(84,878)	-7.7	(87,234)	-2.8	(85,315)	(84,987)	(82,920)
无形资本支出	0	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0	0
净(收购)/处置	1,431	1,086	1,543	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(4,702)	(8,792)	328	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(85,089)	(98,472)	(76,937)	(84,878)	-10.3	(87,234)	-2.8	(85,315)	(84,987)	(82,920)
已付股息	(551)	(710)	(846)	(1,132)	-33.8	(1,605)	-41.8	(2,187)	(2,794)	(2,712)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	1	1,060	(6,009)	-	(7,239)	-20.48	(7,840)	(8,352)	(8,146)
债务及优先股变化	117,361	154,908	186,995	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	116,810	154,199	187,209	(7,141)	-	(8,845)	-23.9	(10,026)	(11,146)	(10,858)
现金流量中现金的增加(减少)	101,174	130,466	193,642	(10,680)	-	6,756	-	13,106	13,843	17,275
外汇/非现金项目	(108,526)	(127,584)	(190,373)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(7,352)	2,881	3,269	(10,680)	-	6,756	-	13,106	13,843	17,275

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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	35.9	21.0	23.1	19.2	16.8	19.1	22.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	81.5	36.5	21.5	23.1	19.2	16.8	19.1	22.2
股价/每股现金收益	2.0	1.4	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.7)	(18.9)	6.3	(3.6)	15.9	23.6	25.5	28.7
净股息收益率(%)	0.6	1.0	1.6	1.6	2.2	2.9	2.8	3.6
市净率	1.6	1.2	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	5.0	4.2	3.6	3.5	3.3	3.1	3.1	3.1
企业价值/息税前利润(核心)	NM	20.9	15.2	14.9	13.1	11.7	13.0	14.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	5.8	4.7	4.0	3.9	3.6	3.4	3.3	3.3
企业价值/运营投入资本	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
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	115,085	84,996	72,425	97,928	97,928	97,928	97,928	97,928
净债务 (现金)	80,670	90,388	107,025	128,000	128,000	128,000	128,000	128,000
少数股东权益	137,587	139,937	146,767	152,694	159,889	167,949	174,089	179,285
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	333,342	315,320	326,217	378,622	385,818	393,877	400,017	405,213
非核心资产	(17,436)	(16,481)	(22,178)	(37,546)	(39,960)	(42,406)	(44,811)	(46,929)
核心企业价值	315,905	298,839	304,040	341,077	345,858	351,471	355,207	358,284
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	22.3	18.9	18.5	8.1	10.5	9.6	8.6	7.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	0.8	14.2	17.0	14.5	8.7	7.3	1.9	0.9
息税前利润(UBS)	1.1	83.1	40.1	14.7	15.0	13.4	-8.9	-11.3
每股收益(UBS 稀释后)	21.8	65.1	44.5	25.7	20.3	14.4	-12.1	-14.1
每股股息净值	28.8	19.1	33.8	41.8	36.2	27.8	-2.9	30.0
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	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	29.2	28.1	27.7	29.4	28.9	28.3	26.5	25.0
息税前利润率	3.6	5.6	6.6	7.0	7.3	7.5	6.3	5.2
净利 (UBS) 率	0.7	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0
ROIC (EBIT)	2.8	5.0	6.5	7.0	7.9	9.0	8.3	7.6
税后投资资本回报率	2.1	3.7	4.9	4.6	5.2	5.9	5.3	4.9
净股东权益回报率(UBS)	2.0	3.3	4.6	5.3	5.9	6.5	5.5	4.7
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	1.4	1.3	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7
净债务/总权益 %	42.8	43.1	55.3	56.3	51.1	43.8	37.2	30.0
净债务/ (净债务 + 总权益) %	30.0	30.1	35.6	36.0	33.8	30.4	27.1	23.1
净债务/企业价值	28.3	30.6	40.3	39.1	36.6	32.3	28.0	23.0
资本支出 / 折旧 %	148.2	157.3	122.7	115.4	111.2	103.4	97.3	90.7
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	25.9	25.8	24.0	21.4	19.7	17.9
息税前利润/净利息	6.3	4.2	6.8	4.9	6.3	7.1	6.5	5.4
股息保障倍数 (UBS)	2.0	2.8	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9	1.3
股息支付率 (UBS) %	50.3	36.3	33.6	37.9	42.9	47.9	52.9	80.0
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	215,519	256,265	303,727	328,460	362,929	397,786	431,912	461,966
总计	215,519	256,265	303,727	328,460	362,929	397,786	431,912	461,966
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	7,802	14,289	20,016	22,954	26,401	29,937	27,259	24,170
总计	7,802	14,289	20,016	22,954	26,401	29,937	27,259	24,170

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	+19.0%
预测股息收益率	2.2%
预测股票回报率	+21.2%
市场回报率假设	8.9%
预测超额回报率	+12.3%

风险声明

我们认为中国联通面临的风险包括：1) 由于移动互联网公司的侵蚀、国内消费水平疲软、移动通信市场接近饱和，行业不景气情况恐将持续；2) 若全国性FDD牌照发放进一步延迟，来自中移动的竞争压力将加剧。

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%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
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 09 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：王进璠。

涉及报告中提及的公司的披露

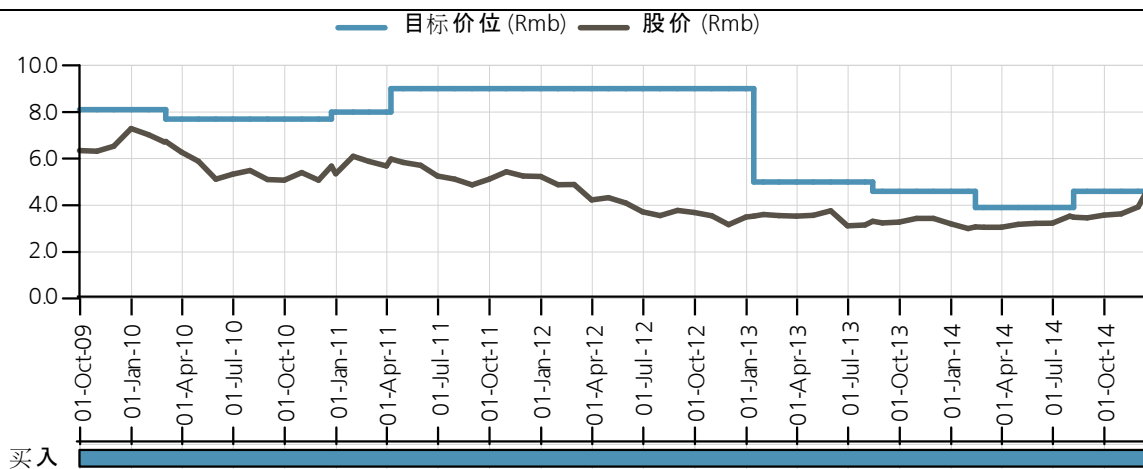
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国联通 A	600050.SS	买入	不适用	Rmb4.90	2014 年 12 月 22 日

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 12 月 22 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 (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。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 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。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。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/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，仅供专业用户使用，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对象或元素。© 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。

