

沪港通股票

中国联通 A

潜在的国企改革标的；但 A-H 溢价过高，调为“中性”评级

网业分离是电信行业的长期趋势

我们认为中国政府已在促进网业分离，主要表现有 2014 年成立铁塔公司以及开放中国宽带服务的“最后一公里”。我们认为对运营商主要影响为在价值链中地位的不断下滑。网络运营曾经为三家运营商的核心竞争力，但如今我们发现运营商正被迫从基础的网络运营转型至传统上它们不擅长的运营业务。

行业收入增速或将跌至低个位数水平

行业收入自 2014 年 7 月起同比下滑，从表面上看营改增实施和营销费用的削减直接导致了收入的下降。然而，由于导致此次收入增速下行的根本驱动因素——来自 OTT 应用的侵蚀、趋于饱和的移动渗透率——更多是结构性的，我们认为此次衰退或为结构性而非周期性的衰弱。

联通可能是国企改革的先锋

由于中移动在 4G 业务上的发力，竞争格局于 H214 再次陷入不平衡状态。我们预计政府可能允许民营资本购入 20-30% 中国联通的股权或为下一电信行业改革的主题。我们认为“新联通”的管理层将有效地、更重要的是从互联网模式运营来运作联通的资产。

估值：下调评级至“中性”，维持目标价人民币 5.50 元

尽管潜在在国企改革蕴含估值提升空间，但我们认为目前股价已反映这一利好。又因国企改革尚无清晰时间表，若改革拖延，我们认为联通的基本面仍难以脱离行业性的下行趋势。目前联通 A 股相比 H 股溢价已达 80%，我们认为上涨空间有限，评级从“买入”下调至“中性”，维持目标价人民币 5.50 元（基于 DCF，WACC 为 8.6%，g 为 0%）。

Equities

中国

无线通信

12 个月评级 **中性**
之前: 买入
12 个月目标价 **Rmb5.50**

股价 **Rmb5.36**

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 Rmb5.36-2.98
市值 Rmb114 十亿/US\$18.3 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) 344,622
日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,486.3
普通股股东权益 (12/14E) Rmb82.8 十亿
市净率 (12/14E) 1.4x
净债务 / EBITDA 1.5x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.20	0.20	0.24	0.22
12/15E	0.24	0.22	-7.84	0.25
12/16E	0.28	0.25	-8.90	0.33

王进班

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	309,068	308,725	317,554	332,413	352,678
息税前利润(UBS)	7,802	14,289	20,016	20,469	21,740	23,745	25,473	25,602
净利润 (UBS)	1,412	2,330	3,370	4,248	4,700	5,316	5,629	5,656
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.07	0.11	0.16	0.20	0.22	0.25	0.27	0.27
每股股息 (Rmb)	0.03	0.04	0.05	0.08	0.10	0.12	0.14	0.21
现金 / (净债务)	(89,384)	(91,391)	(122,660)	(143,541)	(152,565)	(150,067)	(140,745)	(122,789)
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	6.6	7.0	7.5	7.7	7.3
ROIC (EBIT) (%)	2.8	5.0	6.5	6.1	6.2	6.5	6.9	7.0
EV/EBITDA(core)x	5.0	4.2	3.6	3.9	3.7	3.6	3.4	3.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	81.5	36.5	21.5	26.7	24.2	21.4	20.2	20.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.7)	(18.9)	6.3	(10.8)	(0.1)	10.6	17.5	25.6
净股息收益率(%)	0.6	1.0	1.6	1.4	1.8	2.2	2.6	4.0

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 01 月 07 日 22 时 37 分的股价(Rmb5.36)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 年盈利年复合增速为 15.6%。

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 7.3 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 3.3 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

中性

12 个月目标价

Rmb5.50

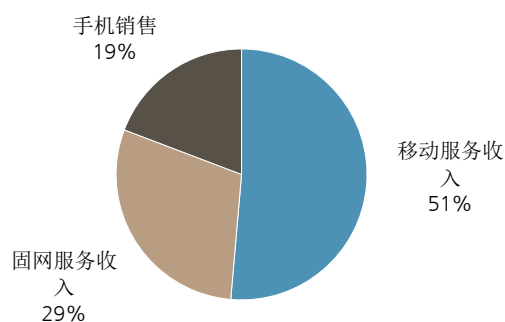
公司简介

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	50	55	59
固网 EBITDA	30	33	41	44	45	46
整体 EBITDA	63	72	84	94	99	105

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

未来三年的四个趋势

1. 网业分离进展加速

我们认为中国政府已在促进网业分离，主要表现有成立铁塔公司（于 2014 年 4 月底发布公告）以及开放中国宽带服务的“最后一公里”（2014 年 12 公布）。

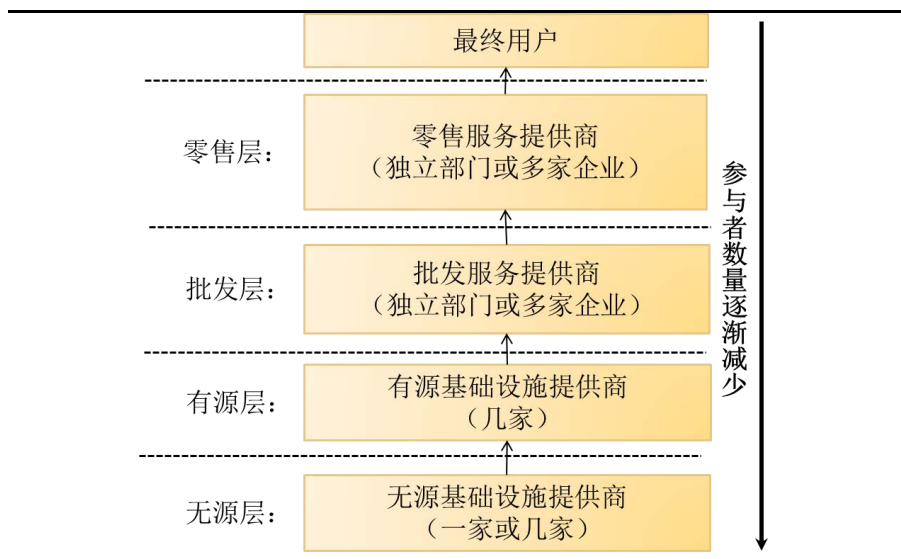
网业分离或将为未来几年的主要监管方向

如下图所示，业务层之下的网络层包含“核心设备”（如 RAN，路由器等）和“无源设施”（如铁塔，shelters, 空调等）。在业务层之上，为批发和零售渠道商，最后是用户层。

我们认为一方面，中国政府计划集中网络资源，从“无源设施”开始，降低重复投资。最主要的举措为 2014 年 4 月铁塔公司的成立，媒体报道三家公司的存量铁塔（UBS 预计总量为 100 万台）将于 2015 年下半年注入铁塔公司。另一方面，监管者希望在渠道层引进更多参与者，主要表现为 2013 年底对虚拟运营商（MVNO）的准入。

我们认为对运营商主要影响为在价值链中的地位不断下滑。网络运营曾经为三家运营商的核心竞争力，但如今我们发现运营商正被迫从基础的网络运营转型至传统上它们不擅长的运营业务。从这个意义上讲，中国运营商的业务空间正在缩窄，其位于价值链上的竞争力将不可避免地降低。

图表 1: 我们认为行业监管的趋势是集中网络设施资源，但放开运营和销售渠道

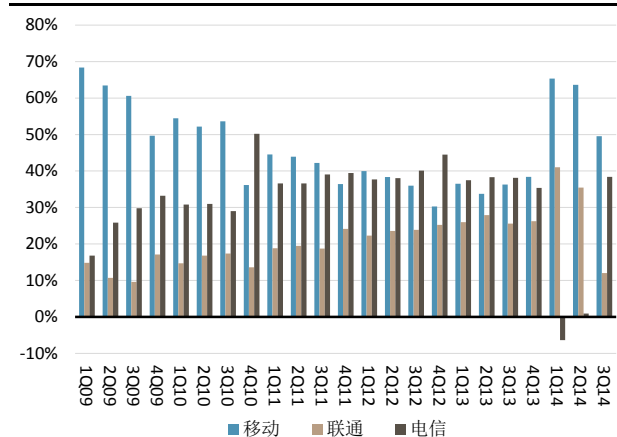


来源: 瑞银证券

2. 联通或为国企改革的先锋

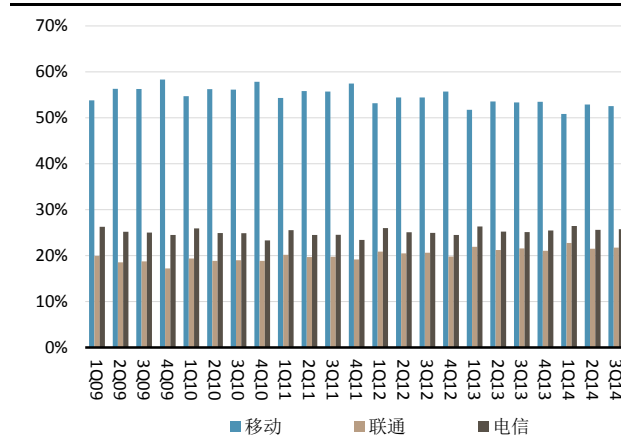
由于在 4G 业务上的发力, 中移动自 2014 下半年开始赢回用户净增数的市场份额 (如下图)。竞争格局再次陷入不平衡状态。由此我们认为再一次的行业重组将在未来 2 年发生 (于 2015 或者 2016 年)。

图表 2: 中移动自 Q114 开始赢回用户净增数的市场份额



来源: 公司数据

图表 3: 中移动主营业务收入自 Q214 开始反弹



来源: 公司数据

我们认为中国政府主导的下一回的电信行业重组将不同以往三次。国有实体中的资产转移 (在不同业务范围或地区) 为之前三次重组的主题, 如 1999 年从中国电信中剥离出中国移动, 2001 年中国电信的南北分拆 (南方 21 省和北方 10 省), 以及 2008 年将中国联通的 CDMA 网络出售给中国电信。

这一回, 我们认为政府会将以下因素纳入考量: 电信运营商和 OTT 商家在业务上的交织, 以及将民营资本引入目前正由国有企业主导的公共部门。

我们认为最顺理成章的举措是允许私有资本购入中国联通 20-30% 的股份 (而不是财务投资型的少数股份)。我们预计国内的大型 OTT 公司或为可能的买家, 它们将有效地, 更重要的是从互联网模式运营来运作联通的资产。

- 对联通的意义在于, 此举可被视作对其“问题资产”的改善。过去几年我们表明强有力的执行力可大幅度提高联通的盈利/回报。现在我们认为此观点仍然成立。尽管从 PE 来看, 联通的估值相比移动并不便宜, 但其 PB 相比中移动折价较多。由于几乎不存在兼并收购的可能性, 过去多年我们不将 PB 视为中国电信行业的有效估值指标。但若联通成为国企改革的先锋, 我们认为其账面价值可提供一个有说服力的底部估值参考。
- 由于私有化后实力增强, 联通或成为中移动的强劲竞争对手。

3. 市场格局料将更为平衡

我们预计市场格局将更为平衡, 网业分离和行业重组将促使参与者们加速分化。

又一场重组正酝酿中

允许私有企业购入一定比例的联通股权或为下一次行业重组的内容

- 我们预计全国性 FDD-LTE 牌照将于 2015 上半年发放，届时联通和电信或将对中移动 4G 用户净增数形成冲击。
- 我们认为更多的挑战将来自“新联通”，若“新联通”能以互联网模式运营。
 - 回顾中联通 2014 年前三个季度的成本结构我们发现：营业成本（包括网络运营和维护、互联互通费、折旧费用、人工成本等）占营业收入 68%，而营销费用和管理费用各占 15%、7%。我们估算网络运营相关支出（包括网络运营和维护、互联互通和折旧）为营业成本的主要构成部分，且为固定成本。而固定成本开支或将面临上行风险，主要由于：1) 如今运营商的多网络运营更具复杂性；2) 相比语音时代，目前数据业务网络运营效率较低。然而，若销售渠道由线下转为线上，而可变成本（如人工成本，营销费用和管理费用），很大程度上可被压降。
 - 若互联网公司收购中国联通，新管理层或将大幅简化现行资费套餐（如每 GB 数据流量收取费用），并通过网上平台进行销售。这样，人工成本、营销和管理费用将大幅节省。我们预计若这些可变成本削减一半，“新联通”的 EBITDA 利润率或将由目前的约 30% 提升至 40-50% 的水平，利润率可由目前的 1-2% 提升至 3-6% 的水平。根据基础的估算，“新联通”或将在 3-5 年内实现 650-700 亿元人民币的收入和 100-130 亿元人民币的净利润（vs. 瑞银估算 2014 年净利润为 42.5 亿元人民币）
- 我们预计虚拟运营商(MVNO)或将发挥更重要的作用。迫于来自中移动的竞争压力，我们预计联通将在 2015 年与虚拟运营商开展更深的合作。

中国联通有望转型成 EBITDA 利润率为 40-50%、净利润率为 3-6% 的公司

4. 电信行业 ARPU 值仍面临下行风险

我们认为未来话音业务将根据通话时长产生的相应的数据量来收费，数据资费或将进一步降低。由于使用流量的上升不足以弥补资费的下降，我们认为尽管数据流量不断增长，纯电信行业 ARPU 值（vs 内容 ARPU 值）将继续下行趋势。造成这一结果的根本原因是明显的：中国电信行业的竞争格局仍是很不平衡的，作为龙头的中国移动仍然享有很高的利润率。因此，为了从中国移动获得市场用户并提升市场份额，其它参与者们-中国电信、中国联通（或潜在的“新联通”）、以及虚拟运营商将有较大动力降低资费。

内容 APPU 值将毫无疑问地增长，但运营商能多大程度分享其增长对我们而言仍是一个问号。总而言之，我们对行业收入增长前景持悲观态度，并预计未来行业收入将降至低个位数水平。

行业收入自 2014 年 7 月起大幅下滑

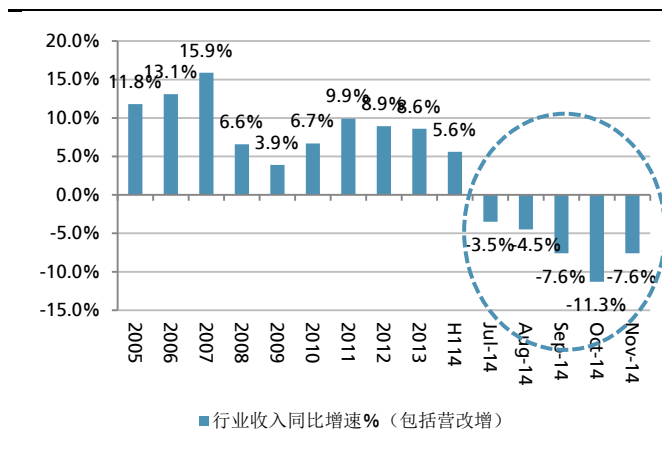
工信部数据显示，行业收入（指营业收入，剔除手机终端销售）2014 年 11 月同比降 7.6%，对比 8 月/9 月/10 月同比降 4.5%/7.6%/11.3%，以及 2014 上半年同比增 5.6%。若剔除 VAT 的影响，11 月的行业收入与去年同期持平（相对于 10 月同比降 4% 是一个反弹，不过相比 7 月/8 月/9 月的 4.6%/3.3%/0.7% 的增速、以及 2014 上半年同比增 7.1%，11 月的行业收入增速仍然较弱）。2014 年 10 月的行业收入同比下降是过去不曾发生过的，我们对此感到担忧。

行业收入于 2014 年 10 月首次出现同比下滑

从表面上看，两个因素直接导致了收入的下降

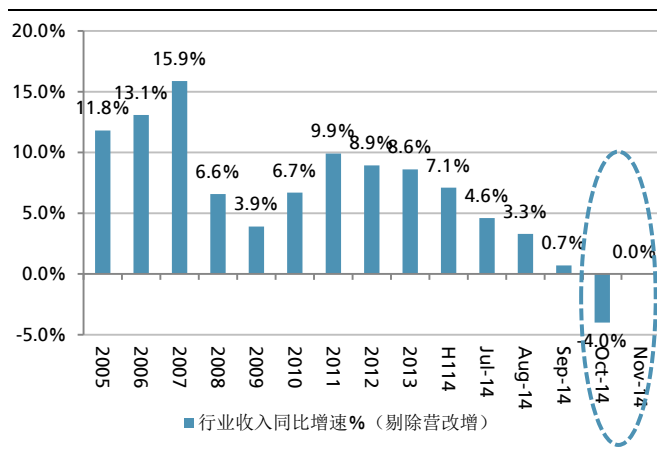
- **营改增于 2014 年 6 月 1 日开始实行**，我们估算这将对在香港（HK GAAP）和中国大陆会计准则(China GAPP)项下的营业收入分别造成 5% 和 8% 的负面影响。
- **国资委要求三家公司压降营销费用**，导致运营商从传统的手机补贴促销模式转变成话费补贴模式，造成收入的下降。

图表 4: 行业收入同比增速（包括营改增）



来源: 工信部, 瑞银证券

图表 5: 行业收入同比增速（剔除营改增）



来源: 工信部, 瑞银证券

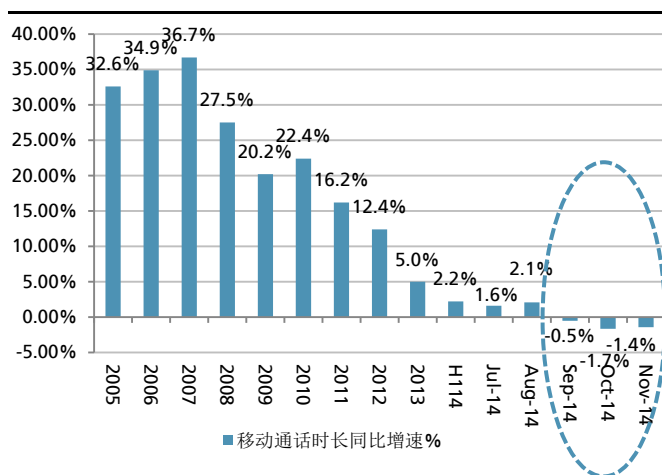
然而，我们认为更深层的原因如下：

- **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 月和 10 月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%。尽管一人持有多个 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。

相比固网业务，移动业务显得尤其脆弱

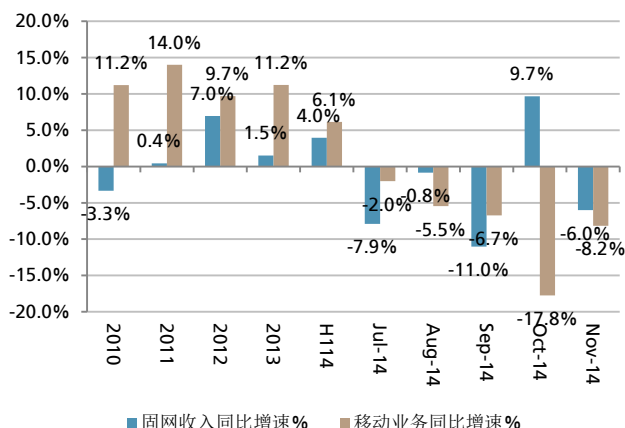
移动市场已趋近饱和

图表 6: 通话时长于 2014 年 9 月开始同比下降



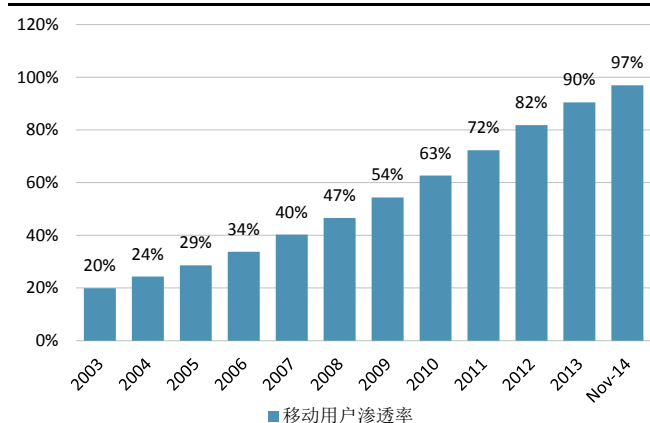
来源: 工信部, 瑞银证券

图表 7: 移动业务收入自 2014 年 7 月开始大幅下滑 (包括营改增)



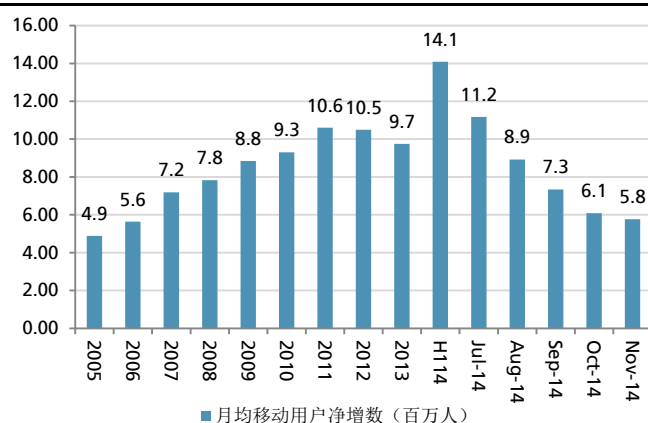
来源: 工信部, 瑞银证券

图表 8: 移动用户渗透率于 2014 年 11 月达 97%



来源: 公司数据, 瑞银证券

图表 9: 用户净增数于 H114 达到峰值



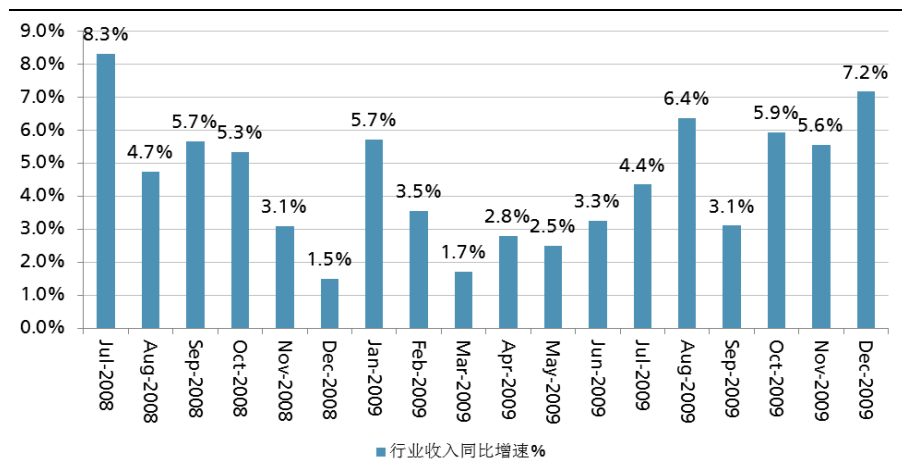
来源: 工信部, 瑞银证券

此次行业收入增速的衰退更多是结构性而非周期性的

一些评论怀疑此次收入增速衰退是周期性的, 收入或于 2015 下半年开始 (营改增和削减营销费用的负面影响被充分纳入考量) 然而, 由于导致此次收入增速下行的根本驱动因素—来自 OTT 应用的侵蚀、趋于饱和的移动渗透率、以及国内消费水平的疲弱—更多是结构性的, 我们认为此次衰退或为结构性而非周期性的衰弱。

我们不认为行业将于 2015 下半年开始反弹

图表 10: 由于用户渗透率仅为约 50%，2008 年末至 H109 的行业收入增速下行是周期性的



来源: 工信部, 瑞银证券

盈利预测的调整

下调用户数规模预测

我们下调了对国内移动用户渗透率和用户总数（如下表）的预测，基于以下几点原因：

- 国内移动市场已趋饱和，净增用户增速将相应放缓。
- 我们预计国内基础消费水平疲软的情况仍将延续。
- 由于国资委要求压降营销费用，三家电信公司已将 KPI 指标从用户市场份额转向收入和利润的表现。因此，我们预计省级电信公司将不再趋于虚报用户总数。

由于大部分 4G 用户数来自于先前的 2G 和 3G 用户，因此我们预计 4G 用户数的上升将伴随着 2G 及 3G 用户数的下降。总而言之，我们认为净增用户数的增量将减少。

财务预测调整

我们将 2014/15/16 年联通主营业务收入预测下调 5.9%/14.9%/20.2%，上调 EBITDA 利润率预测 0.9%/3.3%/4.9%，由此 EBITDA 相应下降 3.0%/5.3%/6.4%。我们对 2014/15/16 年的盈利预测调整为+0.2%/-7.8%/-8.9%，并预计 2014-16 年年复合增长率（CAGR）为 15.6%。

改革前的煎熬

我们认为联通的投资主题在于，若联通实施国企改革，其“问题资产”的改善将为股价带来较大的上涨空间。但在那之前，我们预计联通收入和盈利增速放缓的趋势恐将持续。

DCF 调整

由于通信行业为防御性较强的公用事业，我们将公司 Beta 由 1.2 下调至 1.1，WACC 相应由 9.3% 降至 8.6%，又将永续增长率(g)由 2% 下调为 0%，维持 DCF 目标价 5.5 元人民币不变。尽管潜在国企改革蕴含估值提升空间，但我们认为目前股价已反映这一利好。又因国企改革尚无清晰时间表，若改革拖

延，我们认为联通的基本面仍难以脱离行业性的下行趋势。目前联通 A 股相比 H 股溢价已达 80%，我们认为上涨空间有限，下调评级至“中性”。

图表 11: 我们对移动用户数和联通市场份额的预测及调整

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
移动用户渗透率							
旧预测	99%	109%	117%	124%	131%	137%	144%
新预测	94%	97%	100%	103%	106%	109%	112%
调整	-6%	-12%	-17%	-21%	-24%	-28%	-31%
移动用户数（百万人）							
旧预测	1,364	1,499	1,626	1,728	1,831	1,933	2,031
新预测	1,288	1,338	1,388	1,438	1,488	1,538	1,588
调整	-6%	-11%	-15%	-17%	-19%	-20%	-22%
移动用户净增数（百万人）							
旧预测	130	135	127	103	103	103	98
新预测	54	50	50	50	50	50	50
调整	-58%	-63%	-61%	-51%	-51%	-51%	-49%
中国联通用户数（百万人）							
旧预测	321	356	386	410	435	459	484
新预测	299	309	324	339	354	369	384
调整	-6.8%	-13.2%	-16.1%	-17.4%	-18.6%	-19.7%	-20.7%
中国联通市场份额							
旧预测	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
新预测	23%	23%	23%	24%	24%	24%	24%
调整	0%	-1%	-0.4%	0%	0%	0%	0%

来源:瑞银证券估算

图表 12: 我们对联通的预测调整

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入(人民币十亿元)							
旧预测	328.5	362.9	397.8	431.9	462.0	491.4	517.1
新预测	309.1	308.7	317.6	332.4	352.7	372.4	388.9
调整%	-5.9%	-14.9%	-20.2%	-23.0%	-23.7%	-24.2%	-24.8%
增速%	2.1%	-0.1%	2.9%	4.7%	6.1%	5.6%	4.4%
折旧 (人民币十亿元)							
旧预测	73.5	78.4	82.5	87.4	91.5	94.5	97.0
新预测	73.2	77.5	81.6	86.3	90.4	93.3	95.8
调整%	-0.5%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.3%	-1.3%
增速%	13.9%	6.0%	5.2%	5.9%	4.6%	3.2%	2.7%
EBITDA (人民币十亿元)							
旧预测	96.5	104.8	112.5	114.6	115.6	113.5	112.3
新预测	93.6	99.3	105.3	111.8	116.0	118.3	120.1
调整%	-3.0%	-5.3%	-6.4%	-2.5%	0.3%	4.3%	7.0%
增速%	12.6%	6.0%	6.1%	6.2%	3.7%	2.0%	1.5%
EBITDA 利润率 (%)							
旧预测	29.4%	28.9%	28.3%	26.5%	25.0%	23.1%	21.7%
新预测	30.3%	32.2%	33.2%	33.6%	32.9%	31.8%	30.9%
调整%	0.9%	3.3%	4.9%	7.1%	7.8%	8.7%	9.2%
净利润 (人民币十亿元)							
旧预测	4.2	5.1	5.8	5.1	4.4	3.9	2.9
新预测	4.2	4.7	5.3	5.6	5.7	5.6	5.6
调整%	0.2%	-7.8%	-8.9%	9.8%	28.4%	45.6%	93.7%
增速%	23.4%	10.6%	13.1%	5.9%	0.5%	-0.7%	0.5%
EPS (人民币)							
旧预测	0.20	0.24	0.28	0.24	0.21	0.18	0.14
新预测	0.20	0.22	0.25	0.27	0.27	0.26	0.27
调整%	0.2%	-7.8%	-8.9%	9.7%	28.3%	45.6%	94.3%
增速%	23.4%	10.6%	13.1%	5.9%	0.5%	-0.7%	0.5%

来源: 瑞银证券估算

中国联通 A (600050.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	215,519	256,265	303,727	309,068	1.8	308,725	-0.1	317,554	332,413	352,678
毛利	179,428	203,886	231,622	239,587	3.4	245,015	2.3	255,255	270,023	286,513
息税折旧摊销前利润(UBS)	63,019	71,991	84,240	93,632	11.1	99,277	6.0	105,310	111,819	115,956
折旧和摊销	(55,216)	(57,701)	(64,224)	(73,164)	13.9	(77,537)	6.0	(81,565)	(86,347)	(90,354)
息税前利润(UBS)	7,802	14,289	20,016	20,469	2.3	21,740	6.2	23,745	25,473	25,602
联营及投资收益	1,876	1,965	957	887	-7.3	887	0.0	1,300	800	800
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)	(4,154)
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	16,709	22.2	18,439	10.3	20,856	22,084	22,248
税项	(1,476)	(2,519)	(3,384)	(4,010)	-18.5	(4,388)	-9.4	(4,964)	(5,256)	(5,339)
税后利润	4,188	7,026	10,292	12,699	23.4	14,050	10.6	15,892	16,828	16,908
优先股股息及少数股权	(2,776)	(4,657)	(6,850)	(8,451)	-23.4	(9,351)	-10.6	(10,577)	(11,199)	(11,253)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,412	2,368	3,443	4,248	23.4	4,700	10.6	5,316	5,629	5,656
净利润(UBS)	1,412	2,330	3,370	4,248	26.0	4,700	10.6	5,316	5,629	5,656
税率(%)	26.1	26.4	24.7	24.0	-3.0	23.8	-0.8	23.8	23.8	24.0
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)	0.07	0.11	0.16	0.20	26.0	0.22	10.6	0.25	0.27	0.27
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.07	0.11	0.16	0.20	23.4	0.22	10.6	0.25	0.27	0.27
每股收益(UBS, 基本)	0.07	0.11	0.16	0.20	26.0	0.22	10.6	0.25	0.27	0.27
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.04	0.05	0.08	42.1	0.10	25.2	0.12	0.14	0.21
每股账面价值	3.35	3.41	3.53	3.91	10.6	4.05	3.7	4.21	4.35	4.48
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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	15,439	18,320	21,589	12,165	-43.7	13,141	8.0	15,639	24,961	22,917
其他流动资产	23,433	29,920	30,744	30,981	0.8	30,465	-1.7	31,122	32,375	34,382
流动资产总额	38,872	48,240	52,333	43,146	-17.6	43,606	1.1	46,761	57,337	57,299
有形固定资产净值	377,765	427,216	427,851	443,339	3.6	453,036	2.2	456,786	455,426	447,992
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	42,925	56.9	42,889	-0.1	43,502	44,538	45,958
总资产	458,524	518,357	531,364	553,233	4.1	563,354	1.8	570,872	581,124	575,073
应付账款和其他短期负债	143,168	194,637	163,927	161,703	-1.4	152,344	-5.8	149,213	148,810	152,645
短期债务	70,322	107,175	130,766	129,470	-0.99	129,470	0.00	129,470	129,470	109,470
流动负债总额	213,490	301,812	294,693	291,173	-1.2	281,814	-3.2	278,683	278,280	262,115
长期债务	34,502	2,536	13,483	24,940	85.0	34,940	40.1	34,940	34,940	34,940
其它长期负债	1,921	1,775	1,562	1,576	0.9	1,573	-0.2	1,617	1,691	1,793
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	317,689	2.6	318,327	0.2	315,241	314,912	298,849
普通股股东权益	71,024	72,297	74,859	82,829	10.6	85,920	3.7	89,220	92,304	94,983
少数股东权益	137,587	139,937	146,767	152,715	4.1	159,107	4.2	166,411	173,908	181,241
负债和权益总计	458,524	518,357	531,364	553,233	4.1	563,354	1.8	570,872	581,124	575,073
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)	1,412	2,368	3,443	4,248	23.4	4,700	10.6	5,316	5,629	5,656
折旧和摊销	55,216	57,702	64,225	73,164	13.9	77,537	6.0	81,565	86,347	90,354
营运资本变动净值	1,230	14,673	(1,264)	2,781	-	(9,092)	-	(3,900)	(1,395)	2,413
其他营业性现金流	11,594	(4)	16,966	(7,599)	-	13,922	-	14,408	14,265	13,603
经营性现金流	69,453	74,738	83,370	72,594	-12.9	87,066	19.9	97,389	104,846	112,026
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	(1,609)	-42.1	(2,015)	(2,545)	(2,977)
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	(7,466)	-	(7,247)	2.93	(7,562)	(7,990)	(8,174)
债务及优先股变化	117,361	154,908	186,995	11,457	-93.87	10,000	-12.72	0	0	(20,000)
融资性现金流	116,810	154,199	187,209	2,859	-98.5	1,144	-60.0	(9,576)	(10,536)	(31,151)
现金流量中现金的增加(减少)	101,174	130,466	193,642	(9,424)	-	976	-	2,498	9,323	(2,044)
外汇/非现金项目	(108,526)	(127,584)	(190,373)	0	-	0	53.5	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(7,352)	2,881	3,269	(9,424)	-	976	-	2,498	9,323	(2,044)

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	26.7	24.2	21.4	20.2	20.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	81.5	36.5	21.5	26.7	24.2	21.4	20.2	20.1
股价/每股现金收益	2.0	1.4	1.1	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(10.7)	(18.9)	6.3	(10.8)	(0.1)	10.6	17.5	25.6
净股息收益率(%)	0.6	1.0	1.6	1.4	1.8	2.2	2.6	4.0
市净率	1.6	1.2	1.0	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	5.0	4.2	3.6	3.9	3.7	3.6	3.4	3.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	20.9	15.2	17.7	17.0	15.9	15.0	15.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	5.8	4.7	4.0	4.3	4.1	3.9	3.7	3.6
企业价值/运营投入资本	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	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	113,614	113,614	113,614	113,614	113,614
净债务 (现金)	80,670	90,388	107,025	133,100	133,100	133,100	133,100	133,100
少数股东权益	137,587	139,937	146,767	152,715	159,107	166,411	173,908	181,241
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	399,429	405,821	413,125	420,623	427,955
非核心资产	(17,436)	(16,481)	(22,178)	(36,191)	(36,155)	(36,768)	(37,804)	(39,224)
核心企业价值	315,905	298,839	304,040	363,238	369,666	376,357	382,819	388,731
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	1.8	-0.1	2.9	4.7	6.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	0.8	14.2	17.0	11.1	6.0	6.1	6.2	3.7
息税前利润(UBS)	1.1	83.1	40.1	2.3	6.2	9.2	7.3	0.5
每股收益(UBS 稀释后)	21.8	65.0	44.6	26.0	10.6	13.1	5.9	0.5
每股股息净值	28.8	19.1	33.8	42.1	25.2	26.3	16.9	52.0
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	30.3	32.2	33.2	33.6	32.9
息税前利润率	3.6	5.6	6.6	6.6	7.0	7.5	7.7	7.3
净利 (UBS) 率	0.7	0.9	1.1	1.4	1.5	1.7	1.7	1.6
ROIC (EBIT)	2.8	5.0	6.5	6.1	6.2	6.5	6.9	7.0
税后投资资本回报率	2.1	3.7	4.9	4.7	4.7	4.9	5.2	5.3
净股东权益回报率(UBS)	2.0	3.3	4.6	5.4	5.6	6.1	6.2	6.0
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	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
净债务/总权益 %	42.8	43.1	55.3	60.9	62.3	58.7	52.9	44.5
净债务/ (净债务 + 总权益) %	30.0	30.1	35.6	37.9	38.4	37.0	34.6	30.8
净债务/企业价值	28.3	30.6	40.3	39.5	41.3	39.9	36.8	31.6
资本支出 / 折旧 %	148.2	157.3	122.7	116.0	112.5	104.6	98.4	91.8
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	25.9	27.5	28.3	26.9	25.6	23.5
息税前利润/净利息	6.3	4.2	6.8	4.4	5.2	5.7	6.1	6.2
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	309,068	308,725	317,554	332,413	352,678
总计	215,519	256,265	303,727	309,068	308,725	317,554	332,413	352,678
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	20,469	21,740	23,745	25,473	25,602
总计	7,802	14,289	20,016	20,469	21,740	23,745	25,473	25,602

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	+2.6%
预测股息收益率	1.8%
预测股票回报率	+4.4%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	-4.3%

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%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 12 月 31 日。

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

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

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

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

瑞银证券有限责任公司：王进璘。

涉及报告中提及的公司的披露

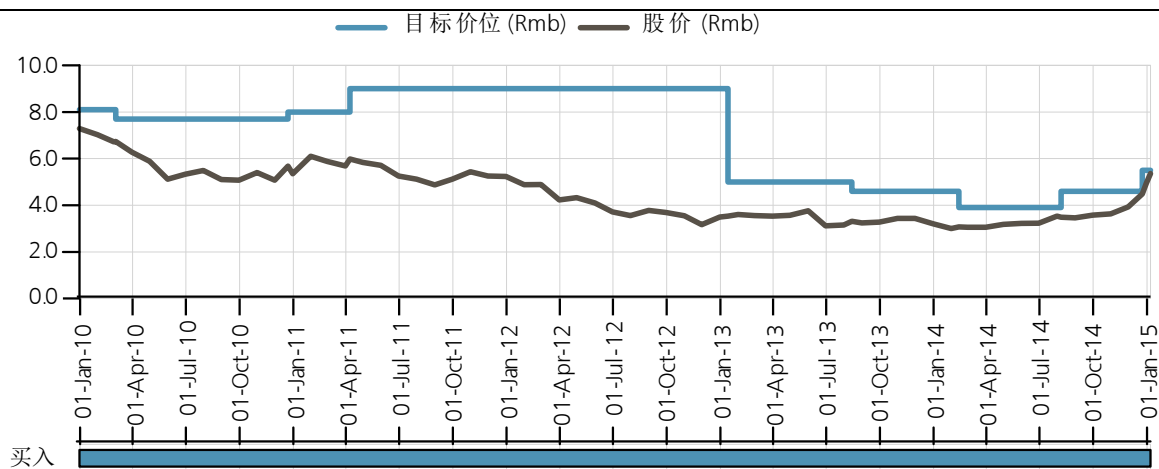
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国联通 A	600050.SS	买入	不适用	Rmb5.36	2015 年 01 月 07 日

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 2015 年 1 月 7 日

全球声明

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

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 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”）仅分发给美国机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务的网址为：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 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。

