

### 香港 | 金融業 | 宏觀經濟報告

- 根據 21 日中國國家統計局最新公佈的資料顯示，今年前 3 季度中國經濟增速總體仍保持較穩定的水準，但季度資料有所下滑。截止 2014 年第 3 季度末，中國 GDP 累計同比增長 7.4% 至人民幣 41.99 萬億元，同比增速與第 2 季度末持平。但從季度資料看，前 3 季度 GDP 增速分別為 7.4%、7.5% 及 7.3%。我們預計，第 4 季度 GDP 季度同比增速將有可能保持在 7.2%-7.3% 左右的水準；
- 截止 2014 年 9 月末，中國的外匯儲備累計約達 3.89 萬億美元，同比僅增長 6.14%，創 2013 年 4 月後的新低，增速及絕對值均開始出現放緩。外匯儲備持續增長的主要原因來自於外商直接投資、貿易順差和國際資本流入，目前的趨勢顯示了國際投資者對中國經濟前景的預期開始趨於保守，未來資本流入的速度可能將有所放緩；
- 從 CPI 指數的走勢可以看出，2014 年呈總體下滑的趨勢。根據中國國家統計局公佈的最新資料顯示，截止 2014 年 9 月末，中國的 CPI 同比增速回落至 1.6%，環比 8 月末大幅下降了 0.4 個百分點，創 56 個月新低。目前看通脹壓力已經大幅減緩，但我們認為在宏觀經濟下行的背景下，如果 CPI 指數持續大幅下滑，有可能會出現通貨緊縮的潛在風險；
- 為了應對經濟增速放緩的壓力，中國央行自 2012 年以來實施較為寬鬆的貨幣政策，截止 2014 年 9 月末，中國金融機構 1 年期存貸款基準利率仍維持 3% 及 6% 的水準；
- 而從貨幣供應量看，根據中國人民銀行的資料顯示，截止 2014 年 9 月末，中國的 M1 及 M2 同比增長 4.77% 及 11.57% 至人民幣 32.72 萬億元及人民幣 120.21 萬億元，總體呈持續下降趨勢；
- 從存貸款情況看，自 2010 年中國央行採取嚴控貸款規模的策略以後，中國金融機構的存貸款增速維持低位水準。2014 年中國居民個人存款增速持續下降，同時金融機構人民幣貸款增速出現回落。截止 2014 年 9 月末，個人存款同比增長 8.53% 至人民幣 48.09 萬億元。中國金融機構人民幣貸款總額累計達人民幣 79.58 萬億元，同比增長 13.23%，略低於去年同期的 14.27% 的增速。值得注意的是，7 月及 8 月中國居民個人的存款餘額出現小幅下降趨勢，9 月又出現反彈；
- 根據中國商務部發佈的最新資料顯示，截止 2014 年 9 月末，中國累計實際使用外資金額 873.6 億美元(未含銀行、證券、保險領域資料)，同比下降 1.4%。同時 9 月當月全國實際使用外資金額 90.1 億美元，同比略微增長約 1.9%，其增速環比 8 月出現大幅度上升；
- 從製造業看，中國製造業採購經理指數 (PMI) 在 2014 年總體保持穩定，接近 50% 的榮枯線水準。根據中國國家統計局以及中國物流與採購聯合會 (CFLP) 的資料顯示，截止 9 月末，中國 PMI 為 51.1%，其中新訂單指數為 52.2%，分別較 2013 年末上升了 0.1 及 0.2 個百分點，說明目前的經濟狀況仍處於較穩定的區間；
- 從投資看，截止 2014 年 9 月末，中國的城鎮固定資產投資累計達人民幣 35.78 萬億元，同比增長 15.71%，其中房地產開發增速明顯降低，累計投資同比增長 12.49% 至人民幣 6.88 萬元。其中，房地產住宅投資累計達人民幣 4.67 萬億元，同比增長 11.3%，增速較 8 月份上升 1.1 個百分點，占房地產開發投資總額的比重為 68.0%；

- 從消費的角度看，2014 年中國國內消費需求總體保持下降趨勢，增速持續放緩，消費者對消費的態度開始出現變化，尤其是在一線城市，由於生活成本的上升使大眾的消費意願減弱。截止 9 月末，全社會消費品零售總額累計達人民幣 18.92 萬億元，同比增長 12.0%。全國網上零售額同比大幅增長 49.9%至人民幣 1.82 萬億。9 月單月零售總額同比上升 11.6% 至人民幣 2.30 萬億元；
- 目前中國的外貿總體溫和改善，但增速處於近年來的低位水準。根據中國海關總署的資料顯示，截止今年 9 月末，中國的月度進出口分別同比上升 15.3%及 7%至 1,827.45 及 2,136.87 億美元，其中單月貿易順差為 309.4 億美元，同比大幅上升 103.42%；
- 中國經濟仍維持較穩定增長的態勢，中長期看，以三年回報期為例，中國股票市場表現令人失望，遠遜於同期世界主要的股票市場的回報表現。不過 2014 年以來中國股票市場開始復蘇，因此以一年期回報表現看，目前 A 股市場的表現優於大部分主要股票市場，僅低於同期印度的表現。從長期看，如果我們以 2005-2014 年 10 月做整體比較的話，可以看出發達市場與新興市場股票市場回報表現的聯動性略高於中性水準（ $R^2=0.6168 \approx 62\%$ ），這說明包括中國在內的新興市場的股票表現目前受週邊市場，尤其來自於發達市場的影響正在逐漸上升，其主要原因在於全球化的進程下，各市場日益開放，因此相互影響的程度越來越高；
- 總體看，中國經濟規模持續穩定增長，但在當前國際經濟環境仍不明確的情況下，仍面臨嚴峻挑戰，尤其是在經濟增速下滑的情況下，我們認為，維持整體經濟穩定增長水準，減少貿易爭端，促進產業結構轉型，控制信貸增長，防範影子銀行的系統性風險將是未來中國政府宏觀調控的重心。

## 中國宏觀經濟增速下滑

目前中國經濟面臨嚴峻挑戰，經濟結構轉型是關鍵。以往主要靠投資及出口拉動經濟增長的模式已經難以為繼，中國新一屆領導人希望能擴大家庭消費，拉動內需，並通過提升產業結構、深化經濟領域改革、改善社會保障制度等各種措施為未來中國經濟持續長遠發展提供新的推動力。

在 2013 年末舉行的年度中央經濟工作上，中國領導人為 2014 年經濟增長目標設定為 7.5%，但從目前前 3 季度公佈的資料看，我們相信 2014 年的經濟增速可能將較早前的目標略微下降 1-2 個百分點。

根據中國國家統計局的資料顯示，今年前 3 季度中國經濟增速總體仍保持較穩定的水準，但季度資料有所下滑。截止 2014 年第 3 季度末，中國 GDP 累計同比增長 7.4%至人民幣 41.99 萬億元，同比增速與第 2 季度末持平。但從季度資料看，前 3 季度 GDP 增速分別為 7.4%、7.5%及 7.3%。

我們預計，第 4 季度 GDP 季度同比增速將有可能保持在 7.2%-7.3%左右的水準。

圖 1. 截止 2014 年 3 季度末中國 GDP 季度增速



Source: 中國國家統計局, PSR

同時，中國經濟增長日益受到外部環境的影響，如果 2014 年美國及歐元區經濟持續回升，世界經濟將維持較穩定的增速水準。根據世界銀行在最新的“國際比較項目” ICP 報告中的預測，今年中國的整體經濟總量按購買力平

價（PPP）計算，有可能將超越美國成爲世界第一大經濟體。不過世界銀行也預計中國的經濟增速將出現下滑，2014 年及 2015 年將分別爲 7.4%及 7.2%。

從目前的情況看，歐元區內的核心國家中，英國和德國的經濟狀況較爲穩定。根據中國商務部公佈的資料顯示，截止到今年 2 季度末，美國的經濟增速爲 4.6%，歐元區總體持平，其中英國增長了 3.2%，德國和法國則分別增長了 0.8%及 0.1%。可以看到，雖然中國的經濟增速總體上仍高於世界主要發達經濟體。

不過，不同的計算標準所得來的結果可能有較大差異。最近 ICP 用的 PPP 方式，其最大的一個缺陷是某些假設條件並不是特別適用於當前中國與美國的直接比較。PPP 在對比不同國家的經濟水準時，很重要的一個假設是相關國家的產業結構、消費結構、市場環境等方面均是相似的，同時並不考慮國際貿易中的交易費用等，因此從現實意義講，在當前中國與美國還存在各方面的差異的情況下，用 PPP 做出的對比結果並不是特別合適。

因此，我們的觀點是，雖然與世界主要發達經濟體相比，中國經濟仍維持較高的增長水準，總量上與美國的差距正在縮小，但從品質上看，還有很大的差距，要達到美國的經濟發展水準，中國至少還需要 15-20 年的時間。

從外匯儲備的情況看，總體上，自 2011 年以後中國的外匯儲備量同比增速下降明顯，這主要是由於此前的高基數影響。不過，由於受國內外經濟環境影響，自 2012 年下半年開始，中國外匯儲備的增速開始由底部逐步回升，但今年以來增速又有所放緩。

截止 2014 年 9 月末，中國的外匯儲備累計約達 3.89 萬億美元，同比僅增長 6.14%，增速及絕對值均開始出現放緩。外匯儲備持續增長的主要原因來自於外商直接投資、貿易順差和國際資本流入，目前的趨勢顯示了國際投資者對中國經濟前景的預期開始趨於保守，未來資本流入的速度可能將繼續放緩。另一方面，資本流入的持續放緩也緩解了中國的通脹壓力，CPI 指數的下降也說明當前中國的通脹壓力較小，在短期內不會成爲監管層關注的重點。

圖 2. 截止 2014 年 3 季度末中國外匯儲備情況

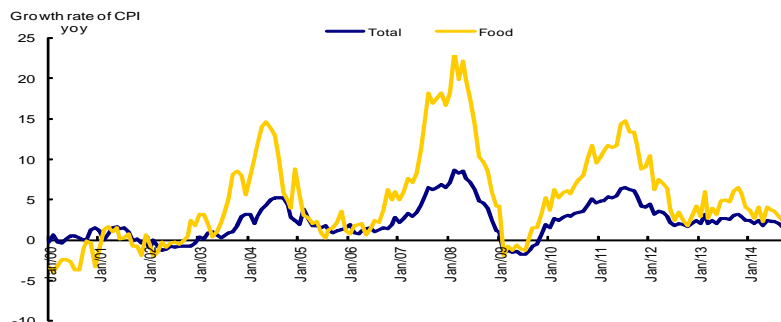


Source: 中國人民銀行, PSR

由於市場流動性有所減緩，根據中國國家統計局的資料顯示，今年以來中國 CPI 指數呈緩慢下降趨勢，截止 2014 年 9 月末，中國的 CPI 同比增速爲 2.0%，其中食品類價格同比增速爲 3.0%，均較年初出現明顯下滑。

不過，從目前的情況看，我們認爲在宏觀經濟下行的背景下，如果 CPI 指數持續大幅下滑，則有可能將出現通貨緊縮的潛在風險。

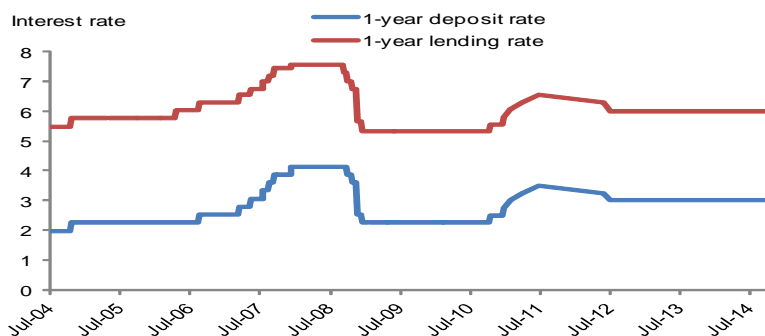
圖 3. 截止 2014 年 9 月末中國 CPI 同比增速走勢



Source: 中國國家統計局, PSR

爲了應對經濟增速放緩的壓力，中國央行自 2012 年以來實施較爲寬鬆的貨幣政策，截止 2014 年 9 月末，中國金融機構 1 年期存貸款基準利率仍維持 3% 及 6% 的水準。

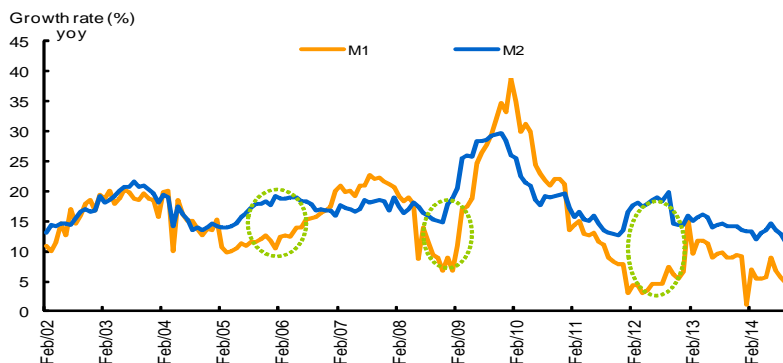
圖 4. 截止 2014 年 9 月末中國 1 年期存貸款基準利率



Source: 中國人民銀行, Bloomberg, PSR

而從貨幣供應量看，根據中國人民銀行的資料顯示，截止 2014 年 9 月末，中國的 M1 及 M2 同比增長 4.77% 及 11.57% 至人民幣 32.72 萬億元及人民幣 120.21 萬億元，總體呈持續下降趨勢，並且增速水準已經達過去 10 年的低位水準。

圖 5. 截止 2014 年 9 月末中國貨幣供應量

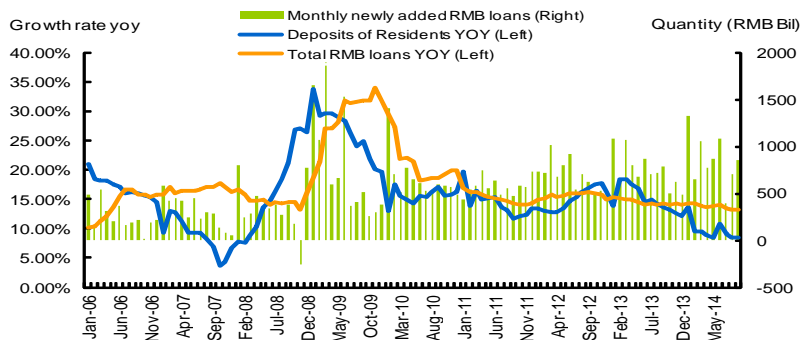


Source: 中國人民銀行, Bloomberg, PSR

從存貸款情況看，自 2010 年中國央行採取嚴控貸款規模的策略以後，中國金融機構的存貸款增速維持低位水準，並呈逐年下降趨勢，尤其是 2013 年之後中國居民個人存款增速下降明顯，好的一面是這意味著居民存款意願有所降低，居民持有的現金流入消費以及其它領域的意願有所上升。

截止 2014 年 9 月末，個人存款同比增長 8.53% 至人民幣 48.09 萬億元。中國金融機構人民幣貸款總額累計達人民幣 79.58 萬億元，同比增長 13.23%，略低於去年同期的 14.27% 的增速。值得注意的是，7 月及 8 月中國居民個人的存款餘額出現小幅下降趨勢，9 月又略微出現反彈。

圖 6. 截止 2014 年 9 月末中國金融機構人民幣貸款及居民個人儲蓄存款



Source: 中國人民銀行, PSR

此外，我們注意到，金融機構貸款規模總體仍維持 10% 以上的增長水準。市場對中國金融系統的風險，尤其是對沒有被銀行等金融機構納入表內的影子銀行的風險仍有擔憂。



目前對於中國影子銀行的擔憂仍主要來自於對其規模的不明確性，各類研究機構根據不同的標準得出的規模預測差距極大。按照金融穩定理事會（FSB）的標準，如果以美國為參考，主要考慮金融衍生品、對沖基金等業務的話，中國目前金融市場仍處於投資產品和管道較單一的初級階段，因此這樣估算的影子銀行規模相對較小，估計大概在人民幣 15-20 萬億元左右，明顯低估。而如果考慮到中國特有的金融體系，將非銀行類的金融公司業務，如證券、基金、信託、典當租賃、理財擔保以及私募基金等都包含在內的話，我們估計中國目前影子銀行的規模保守估計應在人民幣 45 萬億左右，約佔所有金融機構人民幣貸款總額的 60% 左右，這是相對合理的水準。

由於影子銀行是引發 2008 年美國金融危機的主要原因之一，同時在中國目前規模巨大，且非常難準確檢測其真實規模，因此對中國現有金融體系的潛在威脅非常巨大。再同時考慮到地方政府融資平臺所隱含的潛在風險，如果處理不好，我們堅持認為這將可能是引發未來中國系統性金融危機的主要誘因之一。

從投資的角度看，由於自 2009 年末海外發達市場低迷，因此流入新興市場的資金大幅增長，這從中國的 FDI 增速在 2009 年-2011 年期間的變化可以看出。但自 2011 年以後，海外主要市場的經濟環境開始出現好轉，因此吸引更多資金重新流入發達市場，此外，新興經濟體的經濟增速開始放緩，也促使投資者將重心開始轉移到發達經濟體。因此，自 2011 年之後，我們可以看到，中國的 FDI 增速總體維持在較低的增長水準。

根據中國商務部發佈的最新資料顯示，截止 2014 年 9 月末，中國累計實際使用外資金額 873.6 億美元(未含銀行、證券、保險領域資料)，同比下降 1.4%。同時 9 月當月全國實際使用外資金額 90.1 億美元，同比略微增長約 1.9%，其增速環比 8 月出現大幅度上升。

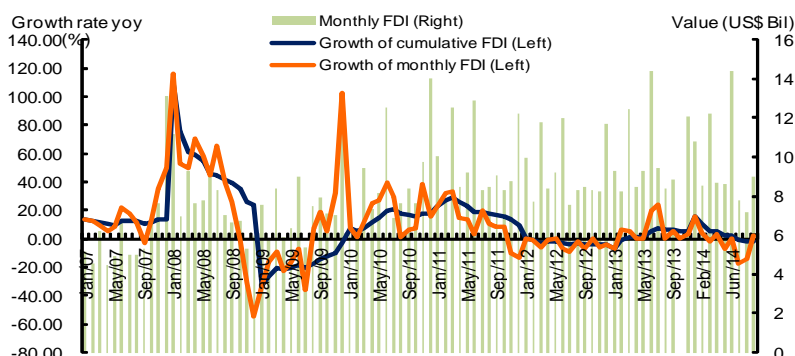
具體從各行業吸收外資的情況看，前三季度服務業實際使用外資 486.3 億美元，同比增長 8.7%，在全國總量中的比重為 55.7%，占比持續上升。同時，製造業實際使用外資 296.3 億美元，同比則大幅下降 16.5%，佔全國總量的比重為 33.9%。

從國家和地區看，來自歐美地區的投資下降明顯，其中，美國對中國的實際投入外資約 21.7 億美元，同比下降 24.7%，日本則同比大幅下降了約 43%，而歐盟 28 國實際投入外資金額 48.4 億美元，增長下降 18.8%。不過韓國及英國的外資投資金額則同比大幅上升了 32.5%及 32.3%至 32.3 億美元以及 10.1 億美元。從外資投入金額的絕對值看，香港、新加坡以及中國臺灣省分別位列前三。

不過值得注意的是，得益于龐大的外匯儲備以及政府支持，中國已經開始加大在海外的投資規模。在 2002 年，中國投資者在海外的投資專案總額約為 27 億美元，但到 2013 年，這一資料增長了約 40 倍，至 1,080 億美元。今年前 9 個月中國對外直接投資同比增長 21.6%至 750 億美元。從當前趨勢來看，中國對外直接投資到今年年底有可能超過外商對華投資，從而變成一個資本淨輸出國。

總體看，2014 年中國與全球各國家和地區的雙向投資仍保持穩定增長的趨勢，我們預計全年中國對外投資的規模將達到 1,200-1,300 億美元。

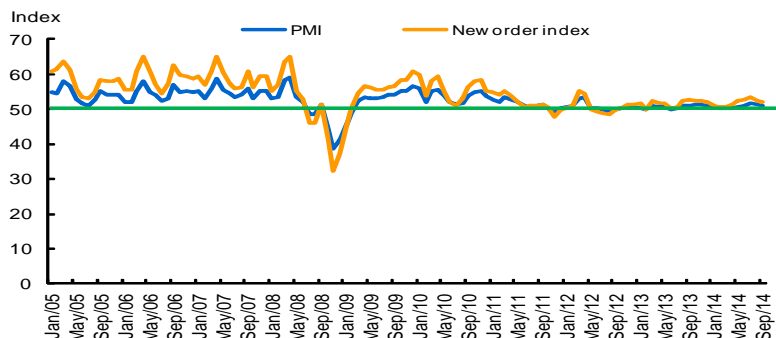
圖 7. 截止 2014 年 9 月末中國外商直接投資



Source: 中國商務部, PSR

從製造業看，此前我們有提及來自海外的投資明顯減少，中國製造業採購經理指數（PMI）在 2014 年總體保持穩定，接近 50% 的榮枯線水準。根據中國國家統計局以及中國物流與採購聯合會（CFLP）的資料顯示，截止 9 月末，中國 PMI 為 51.1%，其中新訂單指數為 52.2%，分別較 2013 年末上升了 0.1 及 0.2 個百分點，說明目前的經濟狀況仍處於較穩定的區間。

圖 8. 截止 2014 年 9 月末中國製造業採購經理指數及新訂單指數

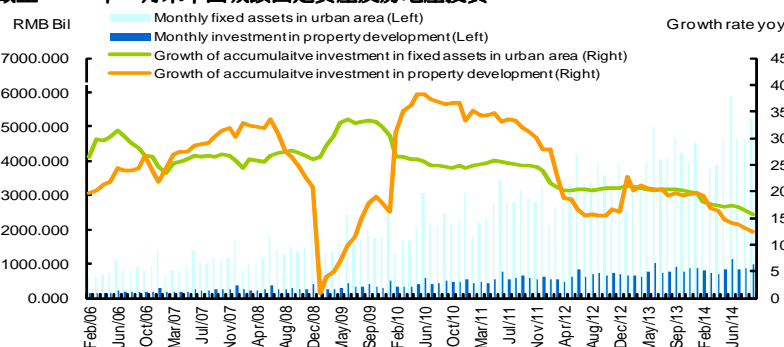


Source: 中國物流與採購聯合會, 中國國家統計局, PSR

從固定資產投資的角度看，由於中國政府近年來一直採取較嚴格的限制政策，使得國內的固定投資增速持續下降，尤其是房地產開發投資的增速出現明顯降低。

截止 2014 年 9 月末，中國的城鎮固定資產投資累計達人民幣 35.78 萬億元，同比增長 15.71%，其中房地產開發投資增速明顯降低，累計投資同比增長 12.49% 至人民幣 6.88 萬元。其中，房地產住宅投資累計達人民幣 4.67 萬億元，同比增長 11.3%，增速較 8 月份上升 1.1 個百分點，占房地產開發投資總額的比重為 68.0%。

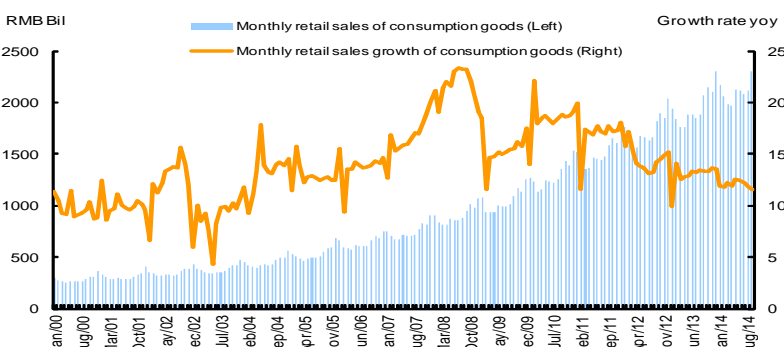
圖 9. 截止 2014 年 9 月末中國城鎮固定資產及房地產投資



Source: 中國國家統計局, PSR

從消費的角度看，2014 年中國國內消費需求總體保持下降趨勢，增速持續放緩，消費者對消費的態度開始出現變化，尤其是在一線城市，由於生活成本的上升使大眾的消費意願減弱。截止 9 月末，全社會消費品零售總額累計達人民幣 18.92 萬億元，同比增長 12.0%。全國網上零售額同比大幅增長 49.9% 至人民幣 1.82 萬億。9 月單月零售總額同比上升 11.6% 至人民幣 2.30 萬億元。

圖 10. 截止 2014 年 9 月末中國月度社會消費品零售總額



Source: 中國國家統計局, PSR

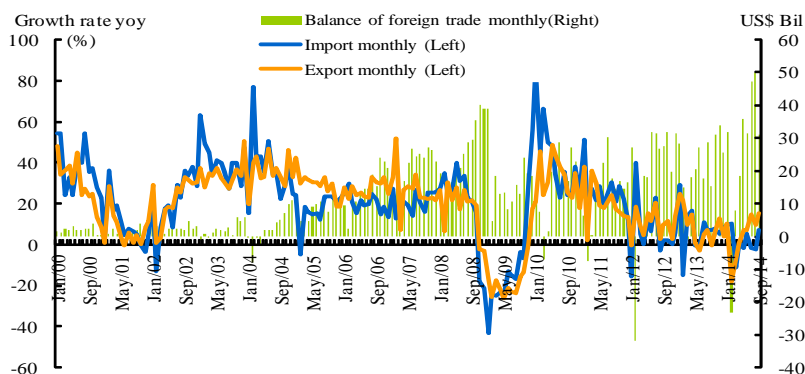
另外，從對外貿易情況看，由於全球經濟環境仍不明朗，中國的進出口貿易增速趨於放緩，但總量仍在上升。根據世貿組織發佈的報告顯示，2013 年中國是 107 個世貿成員的前三大進口來源地，同時也是 42 個世貿成員的前三大出口市場，是 48 個最不發達國家最大的出口市場。

目前中國的外貿總體溫和改善，但增速處於近年來的低位水準。根據中國海關總署的資料顯示，截止今年 9 月末，中國的月度進出口分別同比上升 15.3% 及 7% 至 1,827.45 及 2,136.87 億美元，其中單月貿易順差為 309.4 億美元，同比大幅上升 103.42%。這主要是由於去年同期基數較低所致。出口資料大幅回升存在對香港出口短期大幅反彈的影響，如果剔除對香港的出口增速則呈溫和回升態勢。而進口方面，原油、汽車和鐵礦石等大部分產品進口金額持續下降，主要是由於國內的總體的市場需求仍然偏弱，而進口回升主要受益於高新技術產品和機電產品的進口增加所致。

總體上，中國外貿的回升仍然較為溫和，進口偏弱。未來在外需支持下，出口可能將逐步改善。因此，政策大幅放鬆可能性小，債券收益率下行的動力仍然不強。

目前中國已成為貿易大國，但出口產業仍處在全球產業鏈的中低端，生產技術相對落後，產品附加值不高，產品品質有待近一步提升。同時考慮到人民幣升值影響，生產要素成本不斷上升，促進產業結構轉型，由貿易大國向貿易強國轉變仍將是未來相當長一段時間內中國對外貿易所需面臨的關鍵問題。

圖 11. 截止 2014 年 9 月末中國月度進出口情況



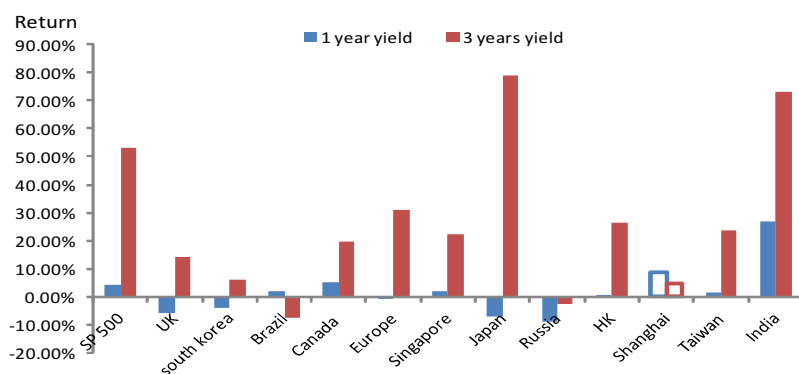
Source: 中國海關, 中國國家統計局, PSR

### 中國股市表現開始復蘇

綜上所述，我們可以看到總體上，中國經濟仍維持較穩定增長的態勢，中長期看，以三年回報期為例，中國股票市場表現令人失望，遠遜於同期世界主要的股票市場的回報表現。

不過 2014 年以來中國股票市場開始復蘇，因此以一年期回報表現看，目前 A 股市場的表現優於大部分主要股票市場，僅低於同期印度的表現。

圖 12：過去 1 年及 3 年以來全球部分股票市場指數升幅對比



(資料來源：Bloomberg, Phillip Securities)

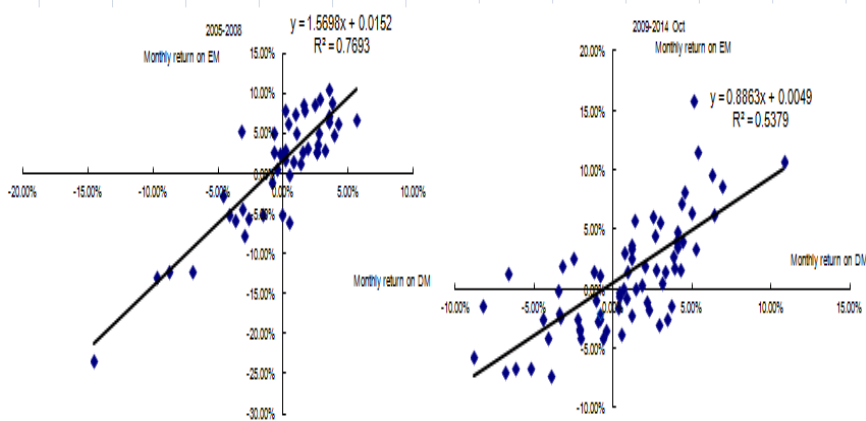
由於現在資本市場的流動性更為充裕，從 2008 年美國次貸危機爆發開始，我們可以看到危機在不同行業及國家蔓延。不管是虛擬經濟，還是實體經濟，各國之間的聯繫性均在顯著加強。市場目前對歐元區經濟的復蘇預期仍然存在疑慮，同時主要新興市場的經濟增速也在出現放緩，因此市場總體上對於未來的經濟發展預期偏於保守。

通過對歷史資料的比較，我們發現就資本市場而言，由於涉及到不同國家政治、經濟等各方面因素，雖然總體上每個市場之間均會相互影響，但此消彼長之下，總體的影響接近中性。

我們仍然選取包括美國、日本、德國等在內的 6 個國家作為發達市場的參照，然後選取包括中國、俄羅斯、巴西等在內的新興 5 國作為新興市場的參照標準，以發達市場每月指數平均回報為解釋變數 (X)，新興市場指數每月平均回報為被解釋變數 (Y)，可以看到，自 2005 年以來，如果我們以 2008 年美國次貸危機為分界線，分兩段時間做比較的話，可以看到，2005-2009 年間發達市場與新興市場股票平均月回報的相關性較強 ( $R^2=0.7693$ )，而 2009-2014 年 10 月間相關性則有所下降 ( $R^2=0.5379$ )，說明各主要經濟體之間的聯動性在危機後有所分化。

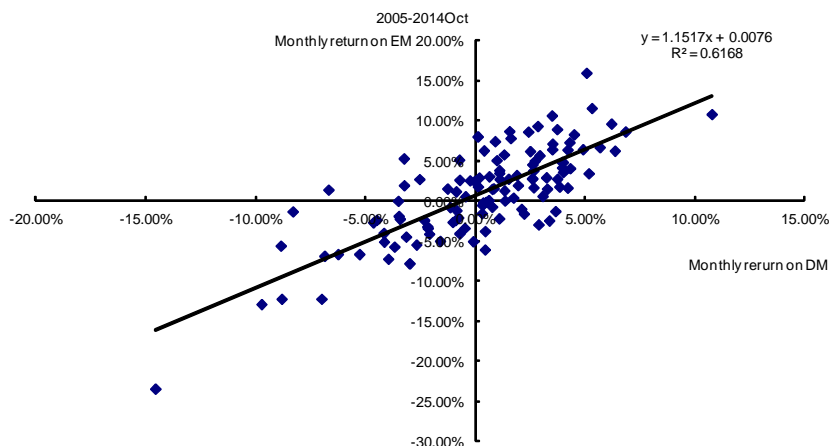
但從長期看，如果我們以 2005-2014 年 10 月做整體比較的話，可以看出發達市場與新興市場股票市場回報表現的聯動性略高於中性水準 ( $R^2=0.6168 \approx 62\%$ )，這說明包括中國在內的新興市場的股票表現目前受週邊市場，尤其來自於發達市場的影響正在逐漸上升，其主要原因在於全球化的進程下，各市場日益開放，因此相互影響的程度越來越高。

圖 13：部分發達市場與新興市場股票指數回報相關性比較



(資料來源：Bloomberg，Phillip Securities)

圖 14：部分發達市場與新興市場股票指數回報相關性比較



(資料來源：Bloomberg，Phillip Securities)



#### PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

#### GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

#### Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

#### Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2014 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

---

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005