



2014年12月1日

行業評級：未評級

分析員：陳宜嫻
電話：(852) 2147 8819
電郵：markybchen@abci.com.hk

板塊主要資料*

2013 歷史 P/E (x)	97.10
2014E 預測 P/E (x)	67.29

* 有關數值經過極值調整處理
來源：WIND、農銀國際證券

板塊整體表現 (%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	6.72	(7.55)
3 個月	33.92	15.38
6 個月	72.62	42.13

*相對上證滬股通指數
來源：WIND、農銀國際證券

板塊 1 年期股價表現(人民幣元)



來源：WIND、農銀國際證券

滬股通軍工概念股投資分析

摘要

中國的軍工板塊正面臨三大投資機遇：

- ◆ 軍工資產注入機遇
- ◆ 軍民融合發展機遇
- ◆ 中國軍費投入增長與軍事建設需求提升帶來的機遇

在萬得 (WIND) 資訊提供的 568 只滬股通股份中，有 23 只具備明顯的軍工概念，它們與滬股通整體板塊相比，具備如下特徵：

- ◆ 23 只軍工滬股大多為較大型國有企業
- ◆ 軍工滬股通的流通市值占整個滬股通板塊仍然極小 (4.6%)，可選擇標的較少
- ◆ 軍工滬股通的經營效率仍有較大提升空間
- ◆ 軍工滬股通 2014 年預測市盈率遠超滬股通板塊，顯示股票估值偏高

可關注的股份如下：

中航電子 (600372.SH)：在中國航電領域處壟斷地位，有極強資金壁壘和技術壁壘，產品廣泛應用於戰鬥機、電子戰飛機及預警機等。具備軍品資產注入及軍轉民概念。

風險因素：1) 估值偏高；2) 資產注入存在不確定性；3) 軍轉民的成功存在不確定性；4) 中國 A 股市場的整體風險

中國衛星 (600118.SH)：公司在北斗導航、“動中通”產品市場的佔有率方面處於中國領先地位，並擁有“天繪”系列遙感衛星資料總代理權，屬相關產品“國家隊”龍頭。此外，具備軍需品增長概念以及改制資產注入概念。

風險因素：1) 估值偏高；2) 注入資產品質及日期存在不確定性；3) 中國軍事投資與需求存在不確定性；4) 中國 A 股市場的整體風險

北方創業 (600967.SH)：屬兵器工業集團下屬內蒙古第一機械集團公司培育的民品企業，系中國鐵路貨車龍頭企業，其母公司生產包括主戰坦克和輪式戰車在內的軍品。公司或受惠于主戰坦克的換裝高峰及中國軍事建設投入所產生的高需求。此外，公司亦具有優質軍工資產重組注入，以及“絲綢之路”經濟帶戰略推升鐵路貨車需求等誘因。

風險因素：1) 注入資產品質及注資日期存在不確定性；2) 中國宏觀經濟萎縮、動力煤需求下滑等，或令貨車招標出現不足，影響公司銷售；3) 中國 A 股市場的整體性風險



目錄

摘要.....	1
一、滬股通軍工板塊特徵.....	3
二、滬股通軍工板塊的投資主題.....	3
(一) 資產注入：優質軍工資產注入帶來機會.....	3
(二) 軍民融合發展概念.....	5
(三) 軍事建設發展概念.....	6
三、可關注個股.....	8
(一) 中航電子（600372.SH）.....	8
(二) 中國衛星（600118.SH）.....	8
(三) 北方創業（600967.SH）.....	9
四、風險因素.....	10
五、滬股通中具備明顯軍工概念的股份一覽.....	12
權益披露.....	13



滬股通軍工概念股投資分析

一、滬股通軍工板塊特徵

滬股通的開通，為海外投資者提供了投資中國國內軍工板塊的重要機遇。根據萬得資訊提供的軍工相關概念標準，我們從 568 只滬股通股份中，篩選 23 只具備明顯軍工概念的股份（以下簡稱“軍工滬股”）進行特徵對比。

23 只軍工滬股與滬股通整體相比，存在以下的特徵：

- ◆ 23 只軍工概念滬股絕大多數是大型國企（僅三一重工除外），平均流通市值約 112 億，高於滬股通板塊平均流通市值的 99 億（以 2014 年 11 月 25 日收盤價計算，下同）。
- ◆ 占滬股通組合的權重較小。從流通市值來看，23 只軍工滬股的僅占整個滬股通板塊的 4.6%；若以總市值計算，前者約占後者 4%。
- ◆ 經營效率偏低：從平均淨資產收益率（ROE）來看，軍工滬股通在 2013 年度的平均 ROE 為 6.18%，低於滬股通的 10.45% 水準；顯示該類公司的經營效率有較大提升空間。
- ◆ 估值偏高：23 只軍工股 2014 年預測市盈率均值為 321 倍，排除極值因素，該值也達到 64 倍，遠高於滬股通整體值（2014 年預測市盈率約 50 倍）。若以 2014 年預測市盈率中值來看，滬股通中的軍工板塊中位數為 61 倍，也遠高於滬股通全體的中位數為 21 倍。

上述估值與經營效率指標反映出企業當前的盈利情況與其估值不匹配，部分原因或是由於中國投資市場已經將軍工板塊未來的業務（或資產）溢價反映於價格之中。

二、滬股通軍工板塊的投資主題

（一）資產注入：優質軍工資產注入帶來機會

1、軍工企業的股份制改造帶來優質資產的注入機會

2007 年 6 月，經國務院同意，國防科工委、發展改革委和國資委聯合發佈《關於軍工企業股份制改造的指導意見》，開始了近年來最大的軍工企業股份制改造步伐。中國政府視之為“當前和今後一段時期一項十分重要和緊迫的任務”。

中國政府希望通過改革：1) 打破行業、軍民及所有制



界限, 拓寬融資管道, 提升國防科技工業的整體能力和水準;
2) 建立規範的軍工企業法人治理結構, 轉換經營機制, 增強軍工企業內在活力和自主發展能力, 成為真正的市場主體;
3) 實現資源優化配置和軍工國有資產保值增值。

中國政府的目標是: 力爭用幾年的時間, 使符合條件的軍工企業基本完成股份制改造, 實現投資主體多元化, 推動軍工企業建立現代企業制度和現代產權制度。

迄今為止, 仍然有數個軍工集團的資產證券化率仍較為低下。包括兩大航太集團、兵器和兵裝集團均有一些優質資產在上市公司之外, 這將成為未來軍工板塊的關注重點之一。

2、軍工研究所改制帶來優質資產的注入機會

中國軍工產業在配置方面效仿前蘇聯, 採用了“研究所工廠”的科研生產模式。隨著中國國防工業的發展, 軍工產業的組織形式也經歷重大變化, 最終發展成為當前的十大軍工集團, 並開始逐步建立適應市場經濟的現代化企業制度。

現狀是: 一方面, 軍工廠已經基本完成企業化改制, 成立大量股份制公司; 另一方面, 軍工研究所的改革卻進展緩慢, 主要仍依靠國家財政撥款, 獨立於市場經濟之外。軍工研究所和軍工廠的不同體制導致了這兩部分資產長期無法整合, 這是當前軍工研究所改制的歷史背景。

隨著中國軍工企業改革的深入, 10 大軍工集團逐步進行上市改造, 從最初只向上市公司注入民品業務, 逐步發展為注入部分軍品配套業務, 到目前開始陸續注入核心軍品業務。迄今, 10 大軍工集團控股的上市公司已達到 70 多家。

然而, 最核心、最優質的軍工研究所的資產改制仍然落後, 而且由於其事業單位的屬性, 目前仍不具備注入上市公司的條件。例如, 研究所資產占比較高的航太和電子系軍工集團的資產證券化水準只有 20% 左右, 遠低於占比相對較低的航空和船舶系軍工集團 (資產證券化水準已達到 50% 左右)。

研究所資產證券化改革的滯緩, 制約著各大軍工集團資產證券化水準的進一步提升。因此, 研究所改制和資產注入, 已經成為新一輪軍工體制改革的關鍵。一方面, 軍工研究所改制是整個軍工改革的深水區, 難度最大, 涉及面最廣; 另一方面, 其改制的結果關係到整個軍工改革的成敗, 影響著中國軍工產業未來的發展, 因此需要國策配合解決。

在國策方面, 早在 2010 年和 2011 年, 中國就明確提出



了軍工研究所的轉企改革。2010年，國務院和中央軍委發佈《關於建立和完善軍民結合寓軍於民武器裝備科研生產體系的若干意見》；2011年，國務院下發《關於分類推進事業單位改革的指導意見》。按照國家規劃，軍工研究所改制將於2016年前基本完成。2014年6月28日，從首屆中國軍工產融年會上傳出資訊，軍工科研院所事業單位改制試點方案已上報有關部門，這意味著軍工科研院所改制有望短期內破冰。

由此看來，2015年將會是軍工科研院所改制的最關鍵年份。預計有關改制將引爆另一輪的軍工板塊價值重估行動，值得投資者密切關注。

（二）軍民融合發展概念

1、“軍轉民”引發的投資熱點

在70年代末，中國政府對國際形勢作出判斷，認為有可能在較長時間內不發生大規模的世界大戰，決定把工作重心從準備應對戰爭轉向經濟建設。並相應削減過高的國防投入，轉向和平建設。最直接的表現是先後裁軍150萬人和大幅度減少軍品訂貨。同時，中國政府為國防科技工業制定了“軍民結合”的方針，實施軍轉民，核心就是要求國防科技工業由單純為國防服務，轉變為同時為工業、農業、科學技術和國防現代化服務。

中國的國防科技工業主要包括核工業、航太工業、航空工業、船舶工業和兵器工業等領域。因此，上述領域也成為“軍轉民”的重點。

2、“民參軍”獲得的盈利增長機會

所謂民參軍，主要指的是民營企業參與向軍工市場提供物資及服務的行為；是中國政府提出的“軍民融合”中“軍轉民”的相對應面。

從技術上看，中國的民營企業完全具備研製資訊化武器裝備的能力。特別是在電子技術、電腦、高端製造和材料技術等方面，部分民企的技術水準甚至超過軍工部門，其產品與軍品的通用性、相容性也不斷提高。在2013年新取得武器裝備科研生產許可的單位中，非公有制企業已經占到2/3。

在中共的十八大、十八屆三中、四中全會上，中國領導人均強調了軍民融合的重要性，並將之視為中國軍隊改革的



重大且長期戰略決策。中國已經決定，將在 2014 年底於互聯網上開通武器裝備採購資訊網站，助力軍民融合深度發展。

此外，中國國防科工局在 2014 年 10 月的會議中，提出要研究推動軍民融合深度發展思路和後續舉措。市場預計，在未來一段時間裡，中國在軍工市場准入、軍品立項審批程式、武器裝備採購體制等方面將會加大向民資開放力度。這都意味著，“民參軍”企業將迎來新一輪的發展機遇。

（三）軍事建設發展概念

1、中國裝備需求增長帶來的投資機會

中國是世界上鄰國最多、陸地邊界最長的國家之一，且與周邊不少國家存在領土和海洋權益爭端。近年來，周邊局勢持續緊張，特別是日、菲、越等國均採取較為激進的措施，令“局勢緊張”幾成常態。雖然目前的緊張程度還不太可能引發大規模戰爭，但是它令中國認識到，必須提升其武器裝備和戰略物資儲備，以應付可能發生的衝突。

據中國官媒引述的資料，中美在航空裝備和航母方面的軍備實力相差懸殊。美國擁有空、海和海軍陸戰隊飛行器共 13683 架，有 10 艘航母。而中國空軍和飛行器總數僅為 2788 架，只有 1 艘航母。

此外，中國戰機以二代機為主，兼有少量三代機，而美國以三、四代機為主，已經進入五代機的研製。兩國間不僅僅是數量的差距，也有品質上的差距。

美國日產原油 850 萬桶，每天消費 1900 萬桶，石油儲備 206 億桶。中國日產原油 407.5 萬桶，不足每日消耗量(950 萬桶)的一半，而且尚未完成戰略石油儲備基地建設，中國剛投入的首期戰略石油儲備僅有 9000 萬桶。

上述情況顯示，中國在軍備、軍工研究領域及戰略物資儲備領域仍需要大量投入。

從資金方面來看，儘管中國軍費近年來持續增加，但占 GDP 的比重遠不足 2%，距離美國的 5% 仍然有較大差距。而且中國軍費占財政支出比重約為 5%，比起美國的 20% 也有相當的距離。預計未來數年中國軍費仍然有極大的提升空間。

2、中國國防策略變動引導的軍費投向

根據鄧小平提出的建設現代化正規化革命軍隊的總目標，中國軍隊徹底轉變規模擴張的發展模式，把加強品質建



設放在突出位置；其中一個重點，是運用現代科學技術，發展武器裝備，實現戰略導彈、通信衛星等尖端武器裝備的新突破，推動武器裝備整體發展跨上新臺階。

考慮到中國與其他軍事強國的差距，預計未來幾年，中國將會繼續擴大在導彈、通信衛星等領域的投入。另外，中國遠洋海軍的航母建設正穩步推進，預計將推動新型的艦艇大批量列裝。從近期來看，遠洋海軍的高端裝備研發與生產，以及戰略空軍、包括其他非作戰飛機的研發、生產和配置等領域將會是投資重點。

3、關鍵技術突破引發的軍工股投資機會

中國技術近年來不斷突破新的瓶頸。在飛機整機方面，包括大型運輸機、戰鬥機和武裝直升機等領域都有較大進展。在發動機方面，也取得一些關鍵性的突破，預計未來該趨勢會繼續。最後，在機載系統和技術材料（包括軸承，金屬材料或者非金屬材料等）領域，也有一些上市公司顯示出強勁的技術研發能力和強勁的營盈能力。整體來看，我們認為中國的航空裝備相關概念股值得重點關注。



三、可關注個股

(一) 中航電子 (600372. SH)

公司簡介：主要致力於航空機載照明與控制系統產品的製造，主要產品包括航空照明系統、駕駛艙操控板元件及調光系統(CPA)、飛機集中告警系統、飛機近地告警系統、航空專用驅動和作動系統、電氣控制裝置系統系列、飛機吊裝系統產品、光伏逆變器、電動代步車控制系統及其他民用照明系統。公司目標是將成為航電系統的改革發展和業務整體上市平臺，提升公司在國際、國內的航空領域業務發展能力。

投資亮點：

1) 行業壟斷地位：公司在中國航電領域處壟斷地位，產品廣泛應用於各類國產機型，占極高比例。由於該行業的資金壁壘和技術壁壘，國內其他企業大多只能從事配套件生產，規模有限，難以與該公司形成競爭。

2) 公司產品廣泛應用於戰鬥機、電子戰飛機及預警機等航電系統；將受惠於軍事採購及軍工建設需要；

3) 公司規劃向民品、非航空防務市場（主要是航太、船舶等領域）發展，有望受惠於軍轉民政策；

4) 2014年6月，中航工業集團將航電系統公司100%股權委託公司管理，有關資產包括5家重要軍工研究所，將為上市公司帶來巨額託管費，並為航電系統公司資產注入做好準備。

5) 在我們考察的23家滬股通軍工企業中，該股份的平均淨資產收益率(ROE)最高，達13.14%，高於滬股通板塊均值的10.45%。

風險因素：1) 公司目前估值偏高；2) 資產注入的品質及注資日期存在不確定性；3) 軍轉民的市場開拓存在不確定性，有關市場銷售的支出或會影響公司的盈利增長預期；4) 中國A股市場的整體風險。

(二) 中國衛星 (600118. SH)

公司簡介：專業從事小衛星及微小衛星研製、衛星地面應用系統及設備製造和衛星運營服務的航太高新技術企業，具有天地一體化設計、研製、集成和運營服務能力。在衛星地面應用系統及設備製造方面，擁有地面站系統集成、衛星



導航、衛星通信、衛星遙感、資訊傳輸與影像處理五大領域，在北斗導航、動中通產品市場佔有率方面處於中國領先地位，並擁有“天繪”系列遙感衛星資料總代理權。

投資亮點： 1) 公司作為衛星研製和應用領域的“國家隊”，擁有難以撼動的龍頭地位；2) 中國對空間基礎設施，特別是軍用宇航裝備的需求強勁，預計將大規模投資該領域；3) 控股股東航太五院的改制工作正在穩步推進，市場預期會有優質資產注入。

風險因素： 1) 公司目前估值偏高；2) 注入資產品質及注資日期存在不確定性；3) 中國空間設施投資規模存不確定性，或影響公司的盈利增長預期；4) 中國 A 股市場風險。

(三) 北方創業 (600967. SH)

公司屬於兵器工業集團下屬內蒙古第一機械集團公司培育的民品企業，系中國鐵路貨車龍頭企業。主要生產銷售鐵路車輛、專用汽車等，是內蒙古高新技術企業。鐵路車輛主導產品車型取得 10% 以上的中國市場佔有率，在全國 18 家鐵路貨車製造企業中穩居前列，是鐵道部確定的高速、重載整車和部件的試點企業之一。

投資亮點：

1) 母公司的軍品資產包括主戰坦克和 8*8 輪式戰車。中國正于主戰坦克換裝高峰期，8*8 輪式戰車和新型裝甲車需求看好。這部分資產盈利能力較強。市場預計母公司會適時啟動優質軍工資產重組注入，或將極大提升公司的估值水準和盈利能力；

2) 公司的鐵路貨車在中國有較強競爭力，隨著“絲綢之路”經濟帶戰略的實施，預計將會提振對貨車的需求；

3) 公司的 ROE 高於滬股通平均 ROE 水準。

風險因素： 1) 注入資產品質及注資日期存在不確定性；2) 中國宏觀經濟萎縮、動力煤需求下滑等，或令貨車招標出現不足，影響公司銷售；3) 中國 A 股市場的整體風險。



四、風險因素

本報告涉及的是滬股通中的軍工板塊股份，所有公司及資訊均取自 WIND 資料庫及網路公開資料。由於軍工企業在中國國防中的特殊性，**軍工企業資訊披露受到中國國家安全及國防相關法規的保密措施約束與監管，其資訊披露的透明度相對較低。**而且有關行業研究在獲取有關資訊時，也要受制於上述法規，因此可獲取的資訊來源極為有限，這或會造成市場的有效資訊不足，以及估值判斷錯位等問題。

除軍工企業自身特點外，投資者還需要考慮如下風險因素：

1、滬股通跨市場機制引發的風險因素

投資者需要考慮“滬股通”跨市場機制安排下對於滬股交易額、交易時間、結算時間等與海外市場的重大差異。

2、匯率風險

現有滬股通所有股份均以人民幣計價及清算，海外投資者面臨匯兌風險；而海外市場可提供的人民幣風險對沖工具較少。

3、市場交易機制引發的風險

中國 A 股市場存在如下特定的交易機制：

- 1) 缺乏有效的做空機制（融券做空成本偏高），令價格向理論價值調整較慢；
- 2) 存在單日漲跌停的限制，令流動性風險上升；
- 3) T+1 的交易限制，進一步提升了持股的流動性風險。

4、中國 A 股市場的特定行為風險因素

由於 A 股市場中散戶偏多，加上政府、機構行為與海外市場的行為模式不同，因此有其自己的特點。根據過往的研究，相比港股市場，A 股市場展現出如下明顯特徵：

- 1) 政策干預頻繁，非書面的“視窗指導”行為頻繁；
- 2) 資訊不對稱嚴重（information asymmetry）；
- 3) 投資者結構以散戶為主

上述特徵使中國 A 股市場出現明顯的“羊群效應”（Herd Behavior），也使得市場共振性（Stock market synchronization）更強，令市場的回報很大程度上影響到個股的表現。



此外，中國內地司法制度在處理內幕交易、財務報表操縱、大股東利益侵佔等方面的法律法規與香港及美國等普通法系（common law）市場有很大不同，因此海外投資者也需留相關規定對其可能的投資標的交易所產生的影響。

最後，由於整個中國證券市場仍然處於改革之中，交易法規、資訊披露機制、會計準則、稅收規定等措施變更頻繁，加上實施“滬港通”之後，海外投資者及流動性的介入，或會逐步改變市場的投資風格與交易特點，這些都有待海外投資者需要密切留意。



五、滬股通中具備明顯軍工概念的股份一覽

代碼	簡稱	價格 (RMB)	2014E 市盈率	流通市值 (億元)	總市值* (億元)	WIND 目標價#	WIND 預計 升幅 (%)	FY13 淨資產 收益率 (%)	軍工概念分類
600262.SH	北方股份	22.40	50.15	15	38	NA	NA	11.07	兵器集團
600435.SH	北方導航	26.80	NA	98	199	NA	NA	1.08	兵器集團
600480.SH	凌雲股份	15.89	NA	36	55	NA	NA	7.19	兵器集團
600495.SH	晉西車軸	25.10	107.09	116	173	NA	NA	5.03	兵器集團
600967.SH	北方創業	14.95	34.84	95	125	19.78	32.27	12.45	兵器集團
600031.SH	三一重工	6.52	25.03	186	490	6.06	(7.06)	12.38	高端裝備製造
600038.SH	哈飛股份	37.51	66.91	82	215	42.75	13.97	6.60	高端裝備製造
600316.SH	洪都航空	27.69	218.44	103	199	10.60	(61.72)	1.95	高端裝備製造
600391.SH	成發科技	26.50	245.37	55	87	NA	NA	1.94	高端裝備製造
600765.SH	中航重機	23.43	94.94	102	182	40.00	70.72	4.67	高端裝備製造
600806.SH	昆明機床	7.85	NA	16	28	NA	NA	0.56	高端裝備製造
600893.SH	航空動力	28.64	64.37	148	569	33.00	15.22	7.58	高端裝備製造
601106.SH	中國一重	4.48	NA	101	266	NA	NA	0.10	高端裝備製造
601299.SH	中國北車	6.45	13.69	221	653	7.06	9.45	11.37	高端裝備製造
601766.SH	中國南車	5.80	14.48	226	683	6.39	10.14	11.95	高端裝備製造
601989.SH	中國重工	6.39	33.08	362	1,106	7.94	24.19	6.55	高端裝備製造
600150.SH	中國船舶	38.55	157.43	205	507	37.23	(3.43)	0.23	航母
600372.SH	中航電子	26.93	74.06	107	474	28.93	7.41	13.14	航母
600685.SH	廣船國際	28.97	NA	58	122	28.34	(2.17)	0.34	航母
600990.SH	四創電子	52.08	78.12	41	71	38.58	(25.93)	7.78	航母
600118.SH	中國衛星	21.95	76.37	121	259	23.25	5.92	9.48	衛星導航
600501.SH	航太晨光	14.15	80.53	29	55	NA	NA	3.27	衛星導航
600879.SH	航太電子	14.62	45.52	115	151	16.00	9.44	5.48	衛星導航

*根據中國證監會標準計算

有關目標價取自WIND“市場一致預測目標價”

資料來源：萬得（截止2014.11.27），農銀國際證券



權益披露

分析員，陳宜颯，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 2009-2013 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其他附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2014 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183