

日期: 2012年4月11日

行业: 保险业



刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com
执业证书编号: S0870511100002

基本数据 (2012年4月11日)

4月11日股价(元)	29.99
12mth A股价格区间(元)	24.90/32.22
总股本(百万股)	3120
无限售A股/总股本	5.08%
流通市值(百万元)	4755
每股净资产(元)	10.04
PBR(X)	2.98
DPS(11, 元)	0.09(税前)
主要股东(Y11)	
中央汇金公司	31.26%
宝钢集团	15.12%
苏黎士保险	12.51%
收入结构(Y11)	
已赚保费(百万元)	95310
投资净收益(百万元)	14764
公允价值变动净收益(百万元)	-1228
汇兑净收益(百万元)	-206
其他业务收入(百万元)	569

最近6个月个股与沪深300指数比较

报告编号: LY12-CT08

相关报告:

首次报告时间: 2012年4月6日

保险公司资本结构及融资研究专题之二: 新华保险

■ 主要观点:**公司次级债发行空间达107亿元,可满足潜在的融资需求**

公司为人寿保险公司,利润受投资收益波动影响较大,投资收益体现在净利润和浮动盈亏上,为满足最低资本25%的增长需要,假设净利润增速在-20%-20%之间,浮动盈亏较上年变动在-30-30亿元之间,则融资缺口的范围可能在6-60亿元之间;11年末,新华保险目前次级债占净资产比例为16%,仍有可发行次级债空间107亿元,如果公司按计划完成次级债融资100亿元,可全部覆盖测算的潜在融资缺口。

实际资本以权益为主,预计次级债占比将继续提升

2011年上半年,公司增资的140亿元转入股本及资本公积,中期偿付能力充足率提升至106.07%,但由于市场下跌,导致3季度末的偿付能力充足率下降至86.58%;公司完成A+H股IPO融资116亿元后,实际资本以权益为主,公司2012年3月临时股东大会批准计划发行额度不超过100亿元的人民币次级债,考虑到最低资本的增速,我们判断可能提升公司的偿付能力充足率40-50个百分点左右,次级债占比将继续提升。

偿付能力充足率受资本市场影响较大,需要密切关注股市、债市的走势

近四年,新华保险的偿付能力充足率分别为28%、36%、35%、156%,公司股权融资之前,偿付能力较低,导致开设分支机构、分派股利及投资方面受到限制,由于资本市场从2008年底开始触底回升,对实际资本产生正面影响,并且公司09-10年不分红,使得偿付能力维持在30%左右,随着偿付能力恢复到监管标准II以上,分红率有望提升;公司偿付能力充足率对资本市场波动的敏感性较大,需要密切关注股市、债市走势。

■ 投资建议:**维持公司评级: 大市同步。**

预计公司12年、13年的每股收益为1.12元和1.36元,每股净资产为11.14元和12.59元,按4月11日股价29.99元对应12年、13年市盈率分别为27倍和22倍,市净率分别为2.69倍和2.38倍,相对估值水平在上市保险公司中较高,维持新华保险评级为“大市同步”。

风险提示

资本市场出现大幅下跌,权益类资产收益率下滑会对保险资金的总投资收益率产生负面影响,保险公司的短期经营业绩可能出现恶化,导致保险股的股价下跌。

目 录

一、新华保险的资本结构状况	3
1、公司偿付能力受益于增资及 IPO，提升到 150%以上	3
2、实际资本以权益为主，次级债占比将继续提升	3
二、未来融资需求分析	5
1、偿付能力充足率主要影响因子分析	5
2、融资需求测算	6
3、公司近年来的融资情况	8
三、投资评级	8
1、投资评级与投资策略	8
2、风险提示	8
3、数据预测与估值	9

图

图 1 新华保险偿付能力情况（百万元，%）	3
图 2 新华保险资本相关指标 YOY 增速（%）	3
图 3 新华保险的实际资本主要构成（亿元）	4

表

表 1 新华保险融资情况（亿元）	4
表 2 权益、债券类投资收益对偿付能力充足率影响（%）	5
表 3 权益类投资收益、最低资本对偿付能力充足率影响（%）	5
表 4 债券类投资收益、最低资本对偿付能力充足率影响（%）	6
表 5 分红率、最低资本对偿付能力充足率影响（%）	6
表 6 公司净利润增速、浮动盈亏较上年变动对融资缺口影响	7
表 7 公司净利润增速、最低资本对融资缺口影响	7
表 8 公司浮动盈亏较上年变动、最低资本对融资缺口影响	7
表 9 近年来新华保险的融资情况（亿元）	8
表 10 新华保险 2012-2013 年业绩预测与估值简表	9
表 11 新华保险 2012-2013 年利润表预测	9
表 12 新华保险 2012-2013 年资产负债表预测	10
表 13 新华保险 2012-2013 年保费收入预测	10

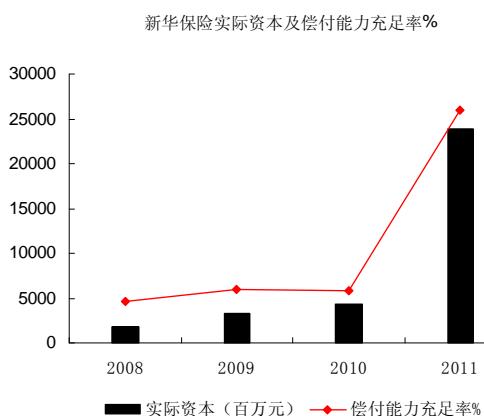
一、新华保险的资本结构状况

1、公司偿付能力受益于增资及 IPO，提升到 150%以上

近四年来，新华保险的偿付能力充足率分别为 28%、36%、35%，156%，由于公司偿付能力充足率长期处于监管标准 I 类和 II 类以下，在业务发展方面受到限制，如开设分支机构及分派股利、投资无担保企业债券、基础设施债权投资计划、投资未上市股权等方面受到限制。

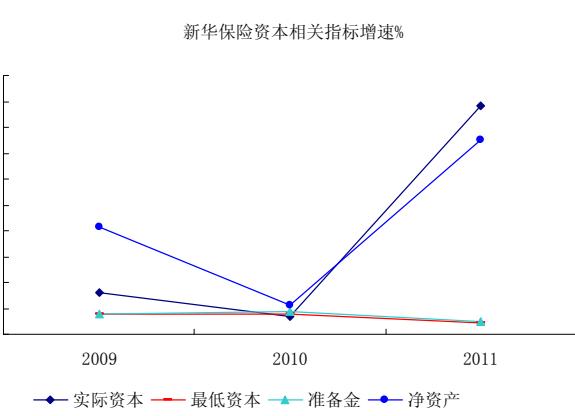
2011 年公司增资和 A+H 股 IPO 上市后，偿付能力充足率提升至 156%，公司的最低资本增速与准备金保持一致，实际资本增速则与净资产相近。

图 1 新华保险偿付能力情况（百万元，%）



数据来源：公司财报 上海证券研究所整理

图 2 新华保险资本相关指标 YOY 增速（%）



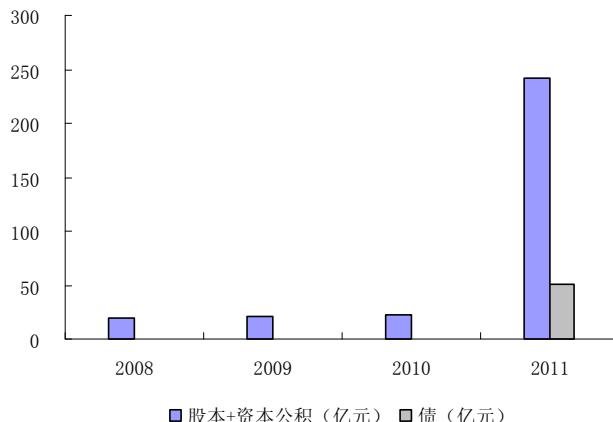
数据来源：公司财报 上海证券研究所整理

2、实际资本以权益为主，次级债占比将继续提升

公司的实际资本主要来源包括：(1) 投资资本；(2) 剩余综合收益；(3) 计入实际资本的资本性负债。公司的实际资本主要来自股本+资本公积、资本性负债，从 2011 年开始才有资本性负债，考虑到公司计划再发行 100 亿元次级债，公司的资本结构中资本性负债占比会继续上升。

近 3 年来，公司的保险准备金余额同比增速分别为 40%、43% 和 25%，最低资本要求同比增速分别为 39%、39% 和 22%，两者基本保持一致，均维持 20% 以上增速；由于资本市场从 2008 年底开始触底回升，对实际资本产生正面影响，并且公司 09-10 年不分红，使得偿付能力维持在 30% 左右。

图 3 新华保险的实际资本主要构成（亿元）



数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

公司为提高偿付能力充足率，采取融资措施包括：（1）股权融资：2011 年分别通过增资、IPO 等股权融资方式增加实际资本 140 亿元、116 亿元；（2）次级债融资：2011 年发行次级债 50 亿元；（3）内生利润增长、不分红。

表 1 新华保险融资情况（亿元）

年份	2008	2009	2010	2011
股权增资	0.00	0.00	0.00	256.33
发行次级债	0.00	0.00	0.00	50.00
合计	0.00	0.00	0.00	306.33

数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

2011 年上半年，公司增资的 140 亿元转入股本及资本公积，2011 年中期末的偿付能力充足率提升至 106.07%，但由于市场下跌，导致 3 季度末的偿付能力充足率下降至 86.58%，公司是一家寿险公司，我们认为资本市场的大幅波动会对新华保险的偿付能力产生较大影响。

按 2011 年末的净资产、次级债余额测算，新华保险目前次级债占净资产比例为 16%，仍有可发行次级债空间 107 亿元，公司 2012 年 3 月临时股东大会批准计划发行额度不超过 100 亿元的人民币次级债，与可发行次级债空间相符合，考虑到最低资本的增速，我们判断可能提升公司的偿付能力充足率 40-50 个百分点左右。

二、未来融资需求分析

1、偿付能力充足率主要影响因子分析

我们认为影响公司偿付能力充足率的主要因素包括：(1)投资收益；(2)各项业务增长；(3)分红率。

以下对上述影响因子进行敏感性分析：

情景假设：

- ①保险投资资金规模同比增速：25%
- ②最低资本要求同比增速：25%
- ③权益类占比8%；债券类占比50%
- ④股票大盘指数波动幅度10%；债券总全价指数波动幅度2.5%
- ⑤分红率：20%

表 2 权益、债券类投资收益对偿付能力充足率影响（%）

对偿付能力充足率影响%	股票大盘指数波动幅度%								
	-30.00%	-20.00%	-10.00%	-5.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%	
债券总全价指数波动幅度%	-10.00%	-170.6%	-152.2%	-133.7%	-124.5%	-106.1%	-96.8%	-78.4%	-59.9%
	-8.00%	-147.6%	-129.1%	-110.7%	-101.4%	-83.0%	-73.8%	-55.3%	-36.9%
	-5.00%	-113.0%	-94.5%	-76.1%	-66.9%	-48.4%	-39.2%	-20.8%	-2.3%
	-2.50%	-84.2%	-65.7%	-47.3%	-38.0%	-19.6%	-10.4%	8.1%	26.5%
	2.50%	-26.5%	-8.1%	10.4%	19.6%	38.0%	47.3%	65.7%	84.2%
	5.00%	2.3%	20.8%	39.2%	48.4%	66.9%	76.1%	94.5%	113.0%
	8.00%	36.9%	55.3%	73.8%	83.0%	101.4%	110.7%	129.1%	147.6%
	10.00%	59.9%	78.4%	96.8%	106.1%	124.5%	133.7%	152.2%	170.6%

数据来源：上海证券研究所测算

表 3 权益类投资收益、最低资本对偿付能力充足率影响（%）

对偿付能力充足率影响%	股票大盘指数波动幅度%								
	-30.00%	-20.00%	-10.00%	-5.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%	
最低资本同比%	10.00%	-62.9%	-41.9%	-21.0%	-10.5%	10.5%	21.0%	41.9%	62.9%
	15.00%	-60.1%	-40.1%	-20.0%	-10.0%	10.0%	20.0%	40.1%	60.1%
	20.00%	-57.6%	-38.4%	-19.2%	-9.6%	9.6%	19.2%	38.4%	57.6%
	25.00%	-55.3%	-36.9%	-18.4%	-9.2%	9.2%	18.4%	36.9%	55.3%
	30.00%	-53.2%	-35.5%	-17.7%	-8.9%	8.9%	17.7%	35.5%	53.2%
	35.00%	-51.2%	-34.2%	-17.1%	-8.5%	8.5%	17.1%	34.2%	51.2%
	40.00%	-49.4%	-32.9%	-16.5%	-8.2%	8.2%	16.5%	32.9%	49.4%
	45.00%	-47.7%	-31.8%	-15.9%	-8.0%	8.0%	15.9%	31.8%	47.7%

数据来源：上海证券研究所测算

表 4 债券类投资收益、最低资本对偿付能力充足率影响 (%)

对偿付能力充足率影响%	债券总全价指数波动幅度%								
	-10.00%	-8.00%	-5.00%	-2.50%	2.50%	5.00%	8.00%	10.00%	
最低资本同比%	10.00%	-131.0%	-104.8%	-65.5%	-32.8%	32.8%	65.5%	104.8%	131.0%
	15.00%	-125.3%	-100.2%	-62.7%	-31.3%	31.3%	62.7%	100.2%	125.3%
	20.00%	-120.1%	-96.1%	-60.0%	-30.0%	30.0%	60.0%	96.1%	120.1%
	25.00%	-115.3%	-92.2%	-57.6%	-28.8%	28.8%	57.6%	92.2%	115.3%
	30.00%	-110.8%	-88.7%	-55.4%	-27.7%	27.7%	55.4%	88.7%	110.8%
	35.00%	-106.7%	-85.4%	-53.4%	-26.7%	26.7%	53.4%	85.4%	106.7%
	40.00%	-102.9%	-82.3%	-51.5%	-25.7%	25.7%	51.5%	82.3%	102.9%
	45.00%	-99.4%	-79.5%	-49.7%	-24.8%	24.8%	49.7%	79.5%	99.4%

数据来源：上海证券研究所测算

表 5 分红率、最低资本对偿付能力充足率影响 (%)

对偿付能力充足率影响%	分红率%								
	2.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%	
最低资本同比%	10.00%	-0.33%	-0.83%	-1.66%	-2.49%	-3.33%	-4.16%	-4.99%	-5.82%
	15.00%	-0.32%	-0.80%	-1.59%	-2.39%	-3.18%	-3.98%	-4.77%	-5.57%
	20.00%	-0.30%	-0.76%	-1.52%	-2.29%	-3.05%	-3.81%	-4.57%	-5.33%
	25.00%	-0.29%	-0.73%	-1.46%	-2.19%	-2.93%	-3.66%	-4.39%	-5.12%
	30.00%	-0.28%	-0.70%	-1.41%	-2.11%	-2.81%	-3.52%	-4.22%	-4.92%
	35.00%	-0.27%	-0.68%	-1.35%	-2.03%	-2.71%	-3.39%	-4.06%	-4.74%
	40.00%	-0.26%	-0.65%	-1.31%	-1.96%	-2.61%	-3.27%	-3.92%	-4.57%
	45.00%	-0.25%	-0.63%	-1.26%	-1.89%	-2.52%	-3.15%	-3.78%	-4.41%

数据来源：上海证券研究所测算

2、融资需求测算

我们以 2011 年财务数据为基础，偿付能力充足率为 156%，情景假设：

- ①最低资本要求同比增速：25%
- ②净利润增速：20%
- ③市场波动导致寿险公司浮动盈亏较上期变动金额：30 亿元
- ④分红率：20%

如果要满足最低偿付能力充足率 150% 的要求，上述情景下不产生融资需求。

由于寿险公司的利润很大程度上受到投资收益的影响，投资收益会体现在公司的净利润和浮动盈亏上，为满足最低资本 25% 的增长需要，假设净利润增速在-20%-20%之间，浮动盈亏较上年变动在-30-30 亿元之

间，则融资缺口的范围可能在 6-60 亿元之间。

按 2011 年末的净资产、次级债余额测算，新华保险目前次级债占净资产比例为 16%，仍有可发行次级债空间 107 亿元，如果公司按计划完成次级债融资 100 亿元，可全部覆盖测算的潜在融资缺口。

表 6 公司净利润增速、浮动盈亏较上年变动对融资缺口影响

融资缺口（亿元）	净利润增速%								
	-30.00%	-20.00%	-10.00%	-5.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%	
浮动盈亏较上年变动金额	-100	133	130	128	127	125	124	121	119
	-50	83	80	78	77	75	74	71	69
	-30	63	60	58	57	55	54	51	49
	-15	48	45	43	42	40	39	36	34
	15	18	15	13	12	10	9	6	4
	30	3							
	50								
	100								

数据来源：上海证券研究所测算

表 7 公司净利润增速、最低资本对融资缺口影响

融资缺口（亿元）	净利润增速%								
	-30.00%	-20.00%	-10.00%	-5.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%	
最低资本同比%	10.00%								
	15.00%								
	20.00%								
	25.00%	3							
	30.00%	14	12	10	8	6	5	3	1
	35.00%	26	23	21	20	18	17	14	12
	40.00%	37	35	33	31	29	28	26	24
	45.00%	49	46	44	43	41	40	37	35

数据来源：上海证券研究所测算

表 8 公司浮动盈亏较上年变动、最低资本对融资缺口影响

融资缺口（亿元）	浮动盈亏较上年变动金额（亿元）								
	-100	-50	-30	-15	15	30	50	100	
最低资本同比%	10.00%	87	37	17	2				
	15.00%	98	48	28	13				
	20.00%	110	60	40	25				
	25.00%	121	71	51	36	6			
	30.00%	133	83	63	48	18	3		
	35.00%	144	94	74	59	29	14		
	40.00%	156	106	86	71	41	26	6	
	45.00%	167	117	97	82	52	37	17	

数据来源：上海证券研究所测算

3、公司近年来的融资情况

表 9 近年来新华保险的融资情况（亿元）

资本管理情况	融资方式	金额（亿元）	备注
已发行			
2011 年	A 股增发	140	2010 年发行 4 亿股，2011 年 3 月由其他应付款转入股本和资本公积
2011 年	A+H 股 IPO	116	IPO 上市募集资金
2011 年	次级债	50	2011 年 9 月发行次级债 50 亿元，期限 10 年，利率 5.7%；附第 5 年赎回权，如不赎回，从第 6 年开始利率上调至 7.7%
2011 年	A 股增发	140	2010 年发行 4 亿股到 2011 年 3 月由其他应付款转入股本和资本公积
计划发行			
2012 年	次级债	100	2012 年 3 月 20 日临时股东大会批准，计划发行总额不超过 100 亿元 RMB 次级债，期限 5 年以上。
2012 年	混合资本债	50	预计期限超过 10 年以上，清偿顺序列于次级债之后。

数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

三、投资评级

1、投资评级与投资策略

维持新华保险“大市同步”的评级

11年公司实现净利润28亿元，同比增长24%；11年实现综合收益-8.93亿元，10年综合收益为23.3亿元，11年综合收益较10年下降了32.23亿元，主要是投资资产浮亏增加所致；此外，公司11年调整精算假设，减少税前利润2.95亿元，对利润产生负面影响10%左右。

预计公司12年、13年的每股收益为1.12元和1.36元，每股净资产为11.14元和12.59元，按4月11日股价29.99元对应12年、13年市盈率分别为27倍和22倍，市净率分别为2.69倍和2.38倍，相对估值水平在上市保险公司中较高，我们维持新华保险评级为“大市同步”。

2、风险提示

资本市场出现大幅下跌，权益类资产收益率下滑会对保险资金的总投资收益率产生负面影响，保险公司的短期经营业绩可能出现恶化，导致保险股的股价下跌。

3. 数据预测与估值

表 10 新华保险 2012-2013 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	102,513	109,209	128,017	141,438
年增长率 (%)	39.14	6.53	17.22	10.48
归属于母公司的净利润	2,249	2,799	3,498	4,227
年增长率 (%)	-15.45	24.46	24.99	20.83
每股收益 (元)	0.72	0.90	1.12	1.36
每股净资产 (元)	2.11	10.04	11.14	12.59
P/E (X)	41.60	33.42	26.74	22.13
P/B (X)	14.25	2.99	2.69	2.38

注：有关指标按最新总股本 3120 百万股计算；相对估值按 4 月 11 日收盘价 29.99 元计算。

表 11 新华保险 2012-2013 年利润表预测

指标 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	49,646	73,674	102,513	109,209	128,017	141,438
已赚保费收入	46,446	64,998	91,583	95,310	109,607	120,567
其中：保险业务收入	46,453	65,040	91,679	94,797	109,017	119,918
提取未到期责任准备金	(53)	(72)	(128)	(71)	(82)	(90)
投资收益 (含公允价值变动)	2,354	8,129	10,526	13,536	17,985	20,401
其他收入	846	547	404	363	426	470
营业支出	(49,422)	(70,965)	(100,227)	(105,824)	(123,562)	(136,072)
退保金	(5,453)	(5,249)	(7,710)	(15,047)	(16,160)	(17,162)
赔付支出	(7,391)	(5,482)	(5,430)	(6,022)	(8,521)	(9,535)
提取保险责任准备金	(24,696)	(45,964)	(70,471)	(66,082)	(76,857)	(85,142)
保单红利支出	0	0	0	0	0	0
手续费及佣金支出	(3,856)	(5,450)	(7,179)	(7,265)	(8,503)	(9,354)
业务及管理费	(5,654)	(7,261)	(8,410)	(9,229)	(10,902)	(11,992)
资产减值损失	(775)	(66)	269	(483)	(640)	(707)
其他支出	(1,597)	(1,493)	(1,296)	(1,696)	(1,980)	(2,181)
营业利润	224	2,709	2,286	3,385	4,455	5,366
营业外收支	(42)	(58)	(31)	(110)	(80)	(80)
利润总额	182	2,651	2,255	3,275	4,375	5,286
所得税费	469	10	(5)	(475)	(875)	(1,057)
净利润	651	2,661	2,250	2,800	3,500	4,229
少数股东损益	2	1	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	649	2,660	2,249	2,799	3,498	4,227
摊薄每股收益 (元)	0.21	0.85	0.72	0.90	1.12	1.36

数据来源：Wind，摊薄每股收益按最新股本 3120 百万股计算，上海证券研究所。

表 12 新华保险 2012-2013 年资产负债表预测

指标 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
资产合计	164,959	206,618	304,566	386,771	429,488	485,141
债券	120,511	138,169	164,726	190,464	214,744	242,570
定期存款	22,469	18,891	55,210	122,949	133,141	150,394
其他固定收益类投资	2,652	4,013	6,688	10,397	12,026	13,584
权益类投资	4,330	23,066	38,874	29,051	34,359	43,663
其他资产	14,997	22,479	39,068	33,910	35,218	34,930
负债合计	163,571	202,375	297,993	355,458	394,717	445,864
准备金	117,125	163,815	234,625	293,814	317,821	349,301
其他负债	46,446	38,560	63,368	61,644	76,896	96,562
股东权益合计	1,388	4,243	6,573	31,313	34,771	39,277
少数股东权益	8	5	6	7	8	9
归属于母公司所有者权益	1,380	4,238	6,567	31,306	34,764	39,268
摊薄每股净资产 (元)	0.44	1.36	2.11	10.04	11.14	12.59

数据来源: Wind, 摊薄每股净资产按最新股本 3120 百万股计算, 上海证券研究所。

表 13 新华保险 2012-2013 年保费收入预测

指标 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
保险业务收入	46,453	65,040	91,679	94,797	109,017	119,918
寿险保费收入合计	46,453	65,040	91,679	94,797	109,017	119,918
寿险保费收入同比增速 (%)	-	40.01	40.96	3.40	15.00	10.00
个人保险	14,457	20,248	28,688	35,871	42,516	47,967
首年保费收入占比 (%)	0.00	0.00	36.31	27.20	27.00	27.00
个人保险首年保费收入	0	0	10,418	9,758	11,479	12,951
个人保险续期保费收入	0	0	18,270	26,113	31,037	35,016
银行保险	31,388	43,962	61,690	56,692	64,320	69,553
首年保费收入占比 (%)	0.00	0.00	71.84	54.65	55.00	55.00
银行保险首年保费收入	0	0	44,318	30,985	35,376	38,254
银行保险续期保费收入	0	0	17,372	25,707	28,944	31,299
财富管理	0	0	221	932	1,090	1,439
首年保费收入占比 (%)	N.A	N.A	100.00	87.77	85.00	85.00
财富管理首年保费收入	0	0	221	818	927	1,223
财富管理续期保费收入	0	0	0	114	164	216
团体保险	608	830	1,080	1,302	1,090	959

数据来源: Wind, 上海证券研究所。

分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。