

股票代码	601601.SZ	2601.HK
评级	买入	持有
收盘价	人民币 20.04	港币 25.20
目标价	人民币 22.50	港币 25.08
上/下浮比例	12%	0%
目标价格基础	价格/每股内含价值	价格/每股内含价值
板块评级	中立	中立

本报告要点

- 2011年净利润
- 主要催化剂/事件
 - 资本市场出现明显反弹
 - 寿险保费收入在下半年开始出现好转

股价表现—A股

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年8月17日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：保险

尹劲桦

(8621) 2032 8590
Jinhua.yin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120024

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070
lin.yuan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

中国太保

结构调整初见成效

太保上半年业绩同比下滑 54.6%，但 2 季度业绩环比 1 季度回升明显。寿险保费增长困难，但结构调整初见成效，而产险业务盈利出现了下滑。考虑到下半年保费增速的逐渐回升，净资产和内含价值的稳定增长，以及税收递延养老保险等可能的政策刺激，我们认为太保当前的股价具有吸引力。我们维持对中国太保 A 股买入评级和 H 股持有评级不变。

支撑评级的要点

- 中国太保 2012 年上半年实现归属母公司净利润 26.38 亿元，同比下降 54.6%，与其之前的业绩快报一致。导致太保上半年业绩大幅下降的因素包括：保费增长乏力、寿险退保金大幅增长、产险赔付支出和营业费用的增加、疲弱的投资收益和较高的减值损失准备等。单季度来看，2012 年 2 季度中国太保实现归属母公司净利润 19.86 亿元，环比 1 季度大幅增长了 204.6%，这主要是受到投资收益环比回升驱动。
- 上半年寿险业务尽管保费增长依然乏力，但营销渠道保持了较快增长。受益于保费结构的改善，太保上半年新业务利润率由去年同期的 11.9% 提升至 15.4%，新业务价值同比增长 6.0%。展望下半年，随着去年基数的降低，我们预计太保寿险保费增速将逐渐走高，全年仍有望实现 5%-10% 的保费增速。
- 由于新车销量下降和宏观经济的不景气，今年产险保费增速下滑较为明显。值得注意的是，上半年太保财险保费的综合成本率由去年同期的 91.1% 上升 3.1 个百分点至 94.2%，这主要是由于赔付率上升所致。具体来看，车险和非车险的赔付率在上半年均出现明显上升。
- 太保上半年实现净投资收益 4.9%，相比去年同期提高 0.5 个百分点；但由于处置基金和股票投资带来的亏损，以及对长期浮亏投资计提了较多的减值准备，上半年总投资收益率仅为 3.9%，较去年同期下降了 0.5 个百分点。但由于可供出售类债券价值的回升，太保投资资产净值增长率达到 5.3%，同比提升 2.1 个百分点。太保年中的净资产相比年初增长了 6.5%，这对太保年中的内含价值和偿付能力均有积极意义。

评级面临的主要风险

- 寿险保费增长持续疲弱；股市下半年出现大幅下滑。

估值

- 目前太保 A 股均相当于 1.42 倍 2012 年预期每股内含价值，6.81 倍 2012 年新业务价值；H 股均相当于 1.45 倍 2012 年预期每股内含价值，7.26 倍 2012 年新业务价值。考虑到下半年保费增速的逐渐回升，净资产和内含价值的稳定增长，以及税收递延养老保险等可能的政策刺激，我们认为当前的股价具有吸引力。我们维持对中国太保 A 股买入评级和 H 股持有评级不变。

投资摘要—A股

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币 百万)	139,555	154,958	172,245	196,295	224,829
变动(%)	44.9	11.0	11.2	14.0	14.5
净利润(人民币 百万)	8,557	8,313	7,290	9,025	11,084
全面摊薄每股收益(人民币)	1.00	0.97	0.85	1.05	1.29
变动(%)	4.2	(2.9)	(12.3)	23.8	22.8
全面摊薄市盈率(倍)	20.14	20.73	23.64	19.10	16.08
每股账面价值(人民币)	9.34	8.93	9.48	10.16	10.97
市净率(倍)	2.15	2.24	2.11	1.97	1.83
每股内含价值(人民币)	12.80	13.21	14.09	15.32	17.05
价格/每股内含价值(倍)	1.57	1.52	1.42	1.31	1.18
每股新业务价值(人民币)	0.71	0.78	0.87	0.98	1.13
隐含新业务价值倍数(倍)	10.21	8.75	6.81	4.80	2.65
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.30	0.37	0.45
股息率(%)	1.7	1.7	1.5	1.8	2.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年8月17日收市价为标准

投资摘要—H股

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年结日: 12月31日					
保费收入(人民币 百万)	139,555	154,958	172,245	196,295	224,829
变动(%)	44.9	11.0	11.2	14.0	14.5
净利润(人民币 百万)	8,557	8,313	7,290	9,025	11,084
全面摊薄每股收益(人民币)	1.00	0.97	0.85	1.05	1.29
变动(%)	4.2	(2.9)	(12.3)	23.8	22.8
全面摊薄市盈率(倍)	20.53	21.13	24.10	19.47	16.39
每股账面价值(人民币)	9.34	8.93	9.48	10.16	10.97
市净率(倍)	2.19	2.29	2.15	2.01	1.86
每股内含价值(人民币)	12.80	13.21	14.09	15.32	17.05
价格/每股内含价值(倍)	1.60	1.55	1.45	1.33	1.20
每股新业务价值(人民币)	0.71	0.78	0.87	0.98	1.13
隐含新业务价值倍数(倍)	10.76	9.25	7.26	5.20	2.99
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.30	0.37	0.45
股息率(%)	1.7	1.7	1.5	1.8	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2012年中报业绩摘要

中国太保2012年上半年实现归属母公司净利润26.38亿元，同比下降54.6%，与其之前的业绩快报一致。分业务来看，太保寿险实现净利润10.59亿元，同比下滑62.1%；太保财险实现净利润15.68亿元，同比下降33.0%。导致太保上半年业绩大幅下降的因素包括：保费增长乏力、寿险退保金大幅增长、产险赔付支出和营业费用的增加、疲弱的投资收益和较高的减值损失准备等。

单季度来看，2012年2季度中国太保实现归属母公司净利润19.86亿元，同比下降16.1%，但环比1季度大幅增长了204.6%，这主要是受到投资收益环比回升驱动。

图表 1. 中国太保 2011 年业绩

(人民币, 百万)	2011 年中报	2012 年中报	同比增速(%)	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	环比增速(%)
保险业务收入	86,875	90,511	4.2	49,389	41,122	(16.7)
减： 分出保费	(7,306)	(6,625)	(9.3)	(3,399)	(3,226)	(5.1)
提取未到期责任准备	(4,447)	(2,983)	(32.9)	(1,420)	(1,563)	10.1
已赚保费	75,122	80,903	7.7	44,570	36,333	(18.5)
退保金	(3,898)	(6,175)	58.4	(3,202)	(2,973)	(7.2)
赔付支出	(19,571)	(23,143)	18.3	(11,048)	(12,095)	9.5
减： 摊回赔付支出	2,607	3,296	26.4	1,624	1,672	3.0
提取保险责任准备金	(38,760)	(37,377)	(3.6)	(23,229)	(14,148)	(39.1)
减： 摊回保险责任准备金	709	40	(94.4)	262	(222)	(184.7)
保单红利支出	(1,743)	(1,783)	2.3	(1,028)	(755)	(26.6)
分保费用	(13)	(16)	23.1	(10)	(6)	(40.0)
营业税金及附加	(1,928)	(2,074)	7.6	(1,020)	(1,054)	3.3
手续费及佣金支出	(7,202)	(8,110)	12.6	(4,539)	(3,571)	(21.3)
业务及管理费	(9,178)	(10,646)	16.0	(5,113)	(5,533)	8.2
减： 摊回分保费用	2,234	2,011	(10.0)	1,007	1,004	(0.3)
其他业务成本	(1,806)	(2,281)	26.3	(929)	(1,352)	45.5
资产减值损失	(1,168)	(2,576)	120.5	(1,373)	(1,203)	(12.4)
承保利润/ (损失)	(4,595)	(7,931)	72.6	(4,028)	(3,903)	(3.1)
投资收益	11,773	10,774	(8.5)	4,627	6,147	32.9
公允价值变动损失	(87)	77	(188.5)	28	49	75.0
汇兑损失	(40)	2	(105.0)	(1)	3	(400.0)
其他业务收入	470	539	14.7	266	273	2.6
加： 营业外收入	26	51	96.2	9	42	366.7
减： 营业外支出	(28)	(31)	10.7	(14)	(17)	21.4
利润总额	7,519	3,481	(53.7)	887	2,594	192.4
减： 所得税收入/(费用)	(1,636)	(813)	(50.3)	(233)	(580)	148.9
净利润	5,883	2,668	(54.6)	654	2,014	208.0
少数股东损益	(67)	(30)	(55.2)	(2)	(28)	1,300.0
利润归属公司股东	5,816	2,638	(54.6)	652	1,986	204.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

寿险保费增长困难，但结构调整初见成效

2012 年上半年，太保寿险实现保费收入 552.29 亿元，同比增长 1.2%。其中，新保保费 249.92 亿元，同比下滑 17.8%；续期保费 302.87 亿元，同比增长 25.0%。新保期缴保费中，十年及十年以上业务占比由去年同期的 41.8% 上升至 47.7%。分渠道来看：

- (1) 营销渠道。上半年营销渠道新保保费同比增长 13.6%，增速相比 1 季度末虽然有所下降，但总体上仍保持了较好的势头。营销渠道在新保保费中的占比由去年同期的 21.1% 上升至 29.2%。公司上半年坚持差异化的增员策略，尽管营销员总人数由 2011 年末的 29.2 万人下降至年中的 27.0 万人，但人均产能同比提升 17.3% 至 4,427 元。
- (2) 银保渠道的下滑仍在持续，上半年新保保费同比下降达 39.3%。尽管银保渠道的期缴保费同比下降了 40.1%，但其中五年及以上期缴业务占比较上年提升了 21.4 个百分点，这有助于稳定银保渠道的价值贡献。
- (3) 直销渠道和新渠道新保保费同比分别增长 55.4% 和 122.6%，但这两个渠道的保费规模仍然较小，对公司总体贡献有限。

在保费增长乏力的情况下，受益于保费结构的改善，太保上半年新业务利润率由去年同期的11.9%提升至15.4%，上半年实现新业务价值40.61亿元，同比增长6.0%。

展望下半年，随着去年基数的降低，我们预计太保寿险保费增速将逐渐走高，去年仍有望实现5%-10%的保费增速，全年新业务价值增速有望达到10%左右。

图表2. 太保寿险分渠道保费明细

营销渠道(人民币, 百万)	2012年上半年	2011年上半年	同比增速(%)
保险业务收入	28,210	23,212	21.5
新保业务	7,288	6,417	13.6
期缴	6,880	6,030	14.1
趸缴	408	387	5.4
续期业务	20,922	16,795	24.6
银行渠道			
保险业务收入	21,709	28,006	(22.5)
新保业务	12,582	20,718	(39.3)
期缴	2,325	3,881	(40.1)
趸缴	10,257	16,837	(39.1)
续期业务	9,127	7,288	25.2
直销渠道			
保险业务收入	4,906	3,178	54.4
新保业务	4,836	3,112	55.4
期缴	28	7	300.0
趸缴	4,808	3,105	54.8
续期业务	70	66	6.1
新渠道			
保险业务收入	404	178	127.0
新保业务	236	106	122.6
期缴	236	104	126.9
趸缴	0	2	(100.0)
续期业务	168	72	133.3
集团合计			
保险业务收入	55,229	54,574	1.2
新保业务	24,942	30,353	(17.8)
期缴	9,469	10,022	(5.5)
趸缴	15,473	20,331	(23.9)
续期业务	30,287	24,221	25.0

资料来源：公司数据

图表3. 太保营销员数量与产能

	2009	10年 上半年	2010	11年 上半年	2011	12年 上半年
营销员数量 (千名)	254	252	280	282	292	270
每月人均首年保费 (元)	2,597	3,305	2,863	3,773	3,199	4,427

资料来源：公司数据

图表 4. 寿险保单续约率

	10 年		11 年		12 年	
	2009	上半年	2010	上半年	2011	上半年
13 个月续约率	87.1	92	92	93.1	92.7	91.6
25 个月续约率	82	82	84	89.9	89.8	90.6

资料来源：公司数据

图表 5. 太保寿险按产品明细

(人民币, 百万)	2009	10 年 上半年	2010	11 年 上半年	2011	12 年 上半年
传统寿险	15,149	7,485	15,248	7,899	15,636	8,305
分红险	43,419	39,254	68,434	44,177	72,873	44,180
万能险	94	47	85	38	81	30
意外和健康险	3,336	2,173	4,106	2,460	4,613	2,714
合计	61,998	48,959	87,873	54,574	93,203	55,229
占比(%)						
传统寿险	24.4	15.3	17.4	8.1	16.8	15.0
分红险	70.0	80.2	77.9	45.1	78.2	80.0
万能险	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
意外和健康险	5.4	4.4	4.7	2.5	4.9	4.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据

产险业务盈利能力下降

太保产险上半年实现保费收入 352.46 亿元，同比增长 9.2%。相比 2011 年高达 19.5% 的产险保费增速，由于新车销量下降和宏观经济的不景气，今年产险保费增速下滑较为明显。新渠道保费增长迅速，上半年电销保费 44.77 亿元，交叉销售保费 12.64 亿元，分别占同期财险保费的 12.7% 和 3.6%。

值得注意的是，上半年太保财险保费的综合成本率由去年同期的 91.1% 上升 3.1 个百分点至 94.2%，这主要是由于赔付率上升所致。具体来看，车险和非车险的赔付率在上半年均出现明显上升。我们估计，导致赔付率上升的原因，可能是由于为保持保费增长而导致保单质量下降，保监会治理车险理赔，以及自然灾害导致的赔付增加。

图表 6. 太保寿险分渠道保费明细

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2011 年上半年	同比增速(%)
机动车辆险	26,226	23,812	10.1
交强险	6,371	5,782	10.2
商业车险	19,855	18,030	10.1
非机动车辆险	9,020	8,455	6.7
企财险	3,051	2,864	6.5
责任险	1,328	1,165	14.0
意外险	970	826	17.4
工程险/货运险	951	766	24.2
其他	2,720	2,834	(4.0)
合计	35,246	32,267	9.2

资料来源：公司数据

图表 7. 太保产险综合成本率

(%)	2009	10年 上半年	2010	11年 上半年	2011	12年 上半年
赔付率	61.00	54.50	57.40	56.60	58.60	59.70
费用率	36.50	40.00	36.30	34.50	34.50	34.50
综合成本率	97.50	94.50	93.70	91.10	93.10	94.20

资料来源：公司数据

投资浮亏减少，净值增长良好

2012年上半年，债券市场表现良好，但股市依然疲弱，上证指数上半年相比年初仅上证 1.2%。在固定收益类投资的推动下，太保上半年实现净投资收益 4.9%，相比去年同期提高 0.5 个百分点；但由于处置基金和股票投资带来的亏损，以及对长期浮亏投资计提了较多的减值准备，上半年总投资收益率仅为 3.9%，较去年同期下降了 0.5 个百分点。

图表 8. 太保投资资产明细

(人民币，百万)	2012 年 6 月末	2011 年末
现金和等价物	27,904	14,966
定期存款	168,816	137,373
固定收益类投资	321,082	310,045
债券	287,666	276,688
债券投资计划	24,963	25,563
其他固定收益投资	8,453	7,794
权益类投资	62,354	53,573
基金	28,661	20,547
股票	27,589	26,862
其他权益投资	6,104	6,164
投资性房地产	6,451	6,573
投资资产合计	586,607	522,530
(%)		
现金和等价物	4.8	2.9
定期存款	28.8	26.3
固定收益类投资	54.7	59.3
债券	49.0	53.0
债券投资计划	4.3	4.9
其他固定收益投资	1.4	1.5
权益类投资	10.6	10.3
基金	4.9	3.9
股票	4.7	5.1
其他权益投资	1.0	1.2
投资性房地产	1.1	1.3
投资资产合计	100.0	100.0

资料来源：公司数据

值得注意的是，在综合收益中，太保可供出售类债券在上半年实现了 54 亿元的利得，推动太保投资资产净值增长率达到 5.3%，同比提升 2.1 个百分点。随着可供出售类债券价值的回升，太保年中的净资产相比年初增长了 6.5%，这对太保年中的内含价值和偿付能力均有积极意义。截至 2012 年 6 月末，太保集团内含价值 1218.3 亿元，相比年初增长 7.3%；集团偿付能力 271%，仍处于较高水平。只要下半年股票市场不出现大幅下滑，太保的内含价值就能保持正常增长，这对其市场表现将有积极作用。

估值

目前太保 A 股均相当于 1.42 倍 2012 年预期每股内含价值，6.81 倍 2012 年新业务价值；H 股均相当于 1.45 倍 2012 年预期每股内含价值，7.26 倍 2012 年新业务价值。考虑到下半年保费增速的逐渐回升，净资产和内含价值的稳定增长，以及税收递延养老产品等可能的政策刺激，我们认为当前的股价具有吸引力。我们维持对中国太保 A 股买入评级和 H 股持有评级不变。

损益表(人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛承保保费收入	139,555	154,958	172,245	196,295	224,829
净保费收入	119,751	137,238	150,366	170,932	195,643
营业及管理费用	28,063	33,120	36,669	41,496	47,014
理赔及保户红利	102,209	111,645	123,510	141,977	164,083
承保利润	(10,894)	(8,375)	(10,740)	(13,560)	(16,575)
投资收益(扣除财务成本)	20,657	16,392	18,980	23,821	29,304
其他收益及费用	907	2,382	951	973	998
税前利润	10,670	10,399	9,191	11,235	13,728
税项	2,005	2,006	1,813	2,113	2,537
净利润	8,557	8,313	7,290	9,025	11,084
同比增速 (%)	16.3	(2.9)	(12.3)	23.8	22.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	10,670	10,399	9,191	11,235	13,728
经营活动净现金流	61,618	55,527	56,215	46,303	34,995
投资活动净现金流	(70,600)	(84,112)	(36,257)	(26,959)	(21,192)
融资活动净现金流	(3,383)	26,114	(284)	(364)	(453)
汇率变动影响	(313)	(123)	(129)	(136)	(142)
现金及现金等价物净变动	(12,678)	(2,594)	19,545	18,845	13,209
期初现金及现金等价物	30,238	17,560	14,966	34,511	53,355
期末现金及现金等价物	17,560	14,966	34,511	53,355	66,564

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费增速					
总保费增长率	44.9	11.0	11.2	14.0	14.5
寿险保费增长率	41.7	6.1	10.6	16.6	17.1
产险费增长率	50.5	19.5	12.0	10.0	10.5
寿险首年保费增长率	42.0	-13.4	-4.4	12.3	14.2
寿险主要指标					
内含价值增长率	11.9	3.2	6.7	8.7	11.3
新业务价值增长率	22.0	10.1	11.8	12.7	14.7
新业务利润率(NBV/FYP)	11.3	14.3	16.7	16.8	16.9
内含价值回报率	24.6	19.8	20.6	21.0	21.4
产险主要指标					
费用率	36.6	34.7	35.7	36.2	36.2
赔付率	57.4	58.6	59.1	59.3	59.3
综合成本率	94.1	93.3	94.8	95.5	95.5
投资主要指标					
投资资产增长率	26.1	19.9	13.9	9.9	8.9
净投资收益率	4.36	4.42	4.09	3.90	4.11
总投资收益率	5.29	3.42	3.40	3.81	4.29
收益率					
资产收益率	14.62	15.30	14.52	17.98	22.08
净资产收益率	11.04	10.58	9.21	10.68	12.18
偿付能力					
偿付能力比率-集团	356.9	273.6	256.7	231.1	215.6
偿付能力比率-寿险	241.0	187.3	154.2	141.4	138.4
偿付能力比率-财险	167.4	233.1	222.4	211.9	198.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金和定期存款	124,332	152,339	169,370	185,098	194,473
固定收益投资	253,537	310,045	353,187	390,303	425,098
权益投资	55,516	53,573	64,004	76,892	90,873
固定资产	6,831	7,833	8,616	9,392	10,143
分保资产	12,347	14,118	15,530	16,927	18,282
应收利息	9,207	11,006	12,657	14,302	15,876
其他资产	13,941	21,698	24,226	26,664	28,896
资产合计	475,711	570,612	647,590	719,579	783,640
保险准备金	307,186	374,931	431,171	487,223	540,817
保户储金及投资	51,272	47,182	49,541	52,018	54,619
应付次级债	2,338	8,000	8,000	8,000	8,000
卖出回购金融资产	8,150	32,105	32,747	33,402	34,070
其他负债	25,214	30,339	43,211	50,011	49,852
负债合计	394,160	492,557	564,670	630,654	687,359
股本	8,600	8,600	8,600	8,600	8,600
公积金	58,476	50,203	50,203	50,203	50,203
未分配利润	13,221	17,993	22,732	28,598	35,803
归属于母公司股东权益	80,297	76,796	81,535	87,401	94,606
少数股东权益	1,254	1,259	1,385	1,523	1,676
负债和权益合计	475,711	570,612	647,590	719,579	783,640

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371