

新华保险 (601336.SH) 保险业行业

评级: 中性 维持评级

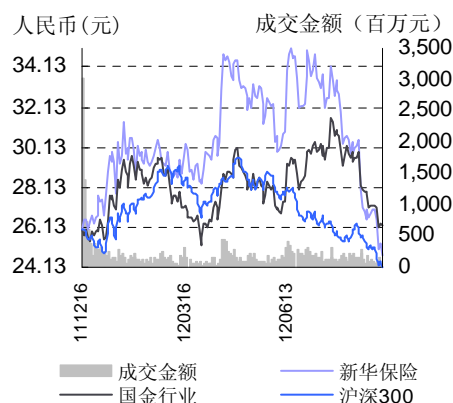
业绩点评

市价(人民币): 24.77 元
目标(人民币): 26.02-27.83 元

长期竞争力评级: 低于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	158.54
流通港股(百万股)	1,034.11
总市值(百万元)	772.71
年内股价最高最低(元)	35.07/22.90
沪深 300 指数	2214.81
上证指数	2053.24



所得税收入致净利增 7.3%，但隐忧不少

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
基本每股收益(元)	1.87	0.90	1.04	1.26	1.38
摊薄每股收益(元)	1.87	0.90	1.04	1.26	1.38
每股净资产(元)	5.47	10.04	11.57	13.52	15.60
每股新业务价值(元)	4.25	1.50	1.37	1.62	1.88
每股内含价值(元)	23.40	15.72	17.95	20.92	24.05
净利润增长率(%)	-15.5%	24.5%	16.1%	20.9%	10.0%
净资产收益率(%)	41.63%	14.78%	9.64%	10.04%	9.51%
总股本(百万股)	1,200	3,117	3,120	3,120	3,120

来源: 公司资料, 国金证券研究所

业绩简评

- 上半年原保险保费收 559.50 亿元, **3.97 亿的所得税收入**使得实现归属于母公司的净利润 19.04 亿元, 同比增长 7.3%; 每股收益为 0.61 元, 较上年末下降 34.4%; 截至报告期末, 偿付能力充足率为 158.76%。
- 截至报告期末, 总资产达人民币 4690.04 亿元, 较 2011 年末增长 21.3%; 内含价值为人民币 561.50 亿元, 较 2011 年末增长 14.61%; 前 6 个月新业务价值为 23.38 亿元, 同比下降 1.4%。市场份额约为 9.8%, 较 2011 年同期的市场占有率提升 0.8 个百分点, 位列中国寿险市场第三位。

经营分析

- 反向分出保费现金流或表明公司 **存在财务再保险合同**, 利润提前且后期再保险公司或分去部分利润进而侵蚀后续利润; **年底近 10 亿首发原股东限售股份解禁**较大概率对股价形成冲击。
- **公司业务结构没有改观**, 营销员渠道期交业务占比下降, 财富管理渠道新单保费没有延续前期的高速增长; 退保率同比上升 0.6%。
- 定期存款利息收入和债权型投资利息收入大幅度增长导致净投资收益率同比上升 0.4% (年化), 受计提 20.16 亿的投资资产减值损失影响, 总投资收益率同比下降 0.8% (年化)。AFS 公允价值变动净额下降 52.2%, 每股浮亏 1.18 元。
- **3.97 亿的所得税收入**基于管理层判断未来有足够的应纳税所得额用于利用可抵扣暂时性差异 (如会计准备金和税务准备金的时滞差异的递延所得税资产(DTA)/递延所得税负债(DTL)等)、可抵扣亏损 (AFS 公允价值和账面价值差异导致 DTA/DTL 等) 和 **税款抵减的应纳税所得额** (年度亏损可用下一纳税年度所得弥补; 下年所得不足时可以逐年弥补, 但延续弥补期最长不超过 5 年), 因此以很可能取得用于抵扣可抵扣暂时性差异的应纳税所得额为限在当期确认递延所得税资产。

投资建议

- 目前股价对应 12 年 EV 及 NBEV 为 1.38x 和 4.8x, 12-13 年 EPS 为 1.04 元、1.26 元, **不考虑个人税延养老金试点带来的交易性机会**, 我们首次给予“中性”评级, 6 个月目标价为 26.02-27.83 元。

投资风险

- 权益市场大幅震荡, 个人税延养老金推迟。

童楠

联系人
(8621)61357589
tongnan@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

图表1: 分出保费呈现反向现金流, 或有财务再保险合同

(单位: 百万元)	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1
中国人寿再保险股份有限公司	(76)	(98)	(102)	(289)	(666)	(105)

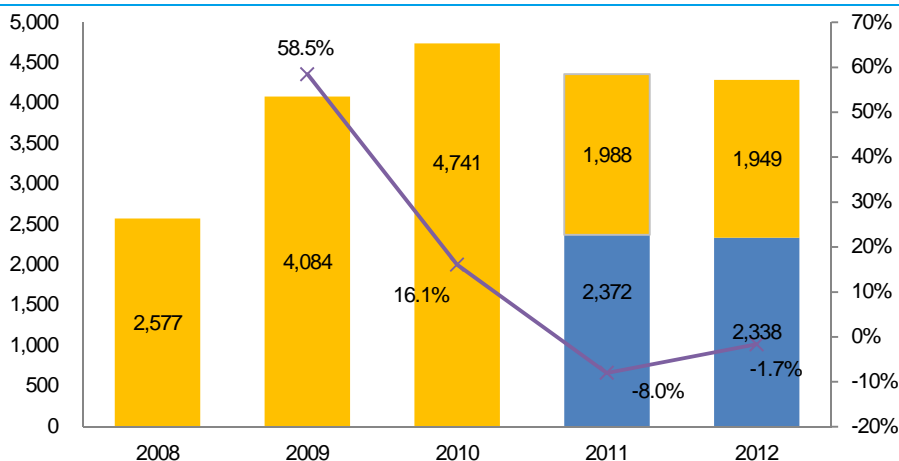
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表2: NBEV/FYP 表明业务结构调整不明显

	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1
首年保费(FYP)	35,642	44,839	56,040	24,138	42,863	22,523
标准保费(APE)	13,840	21,219	26,277	12,000	20,665	10,855
新业务价值(NBEV)	2,577	4,084	4,741	2,372	4,360	2,338
NBEV/FYP	7.2%	9.1%	8.5%	9.8%	10.2%	10.4%
NBEV/APE	18.6%	19.2%	18.0%	19.8%	21.1%	21.5%

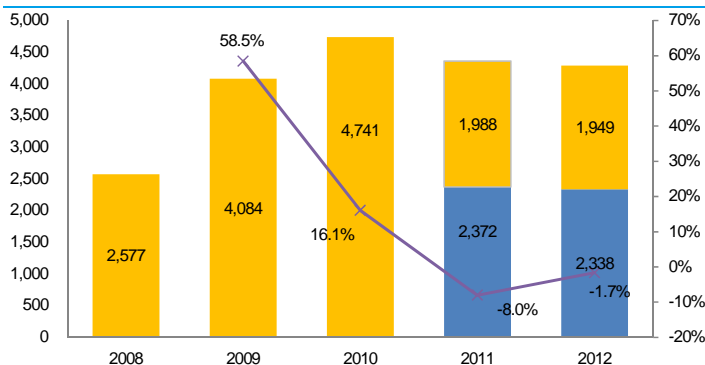
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表3: 上半年 NBEV 同比下降 1.4%, 预计全年下降幅度仍将扩大



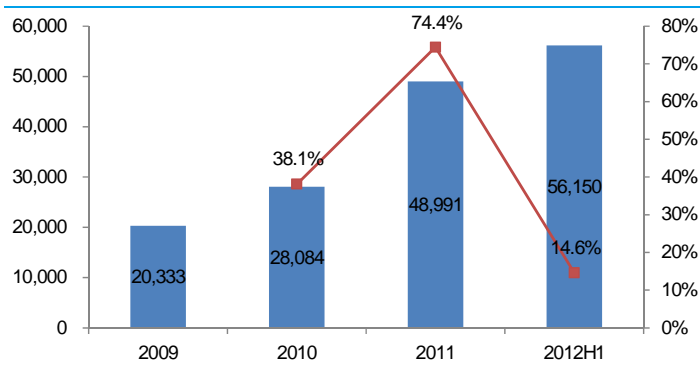
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表4: 上半年 NBEV 同比下降 1.4%, 全年下降幅度或仍将扩大



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表5: 寿险内含价值较 11 年底增长 14.6%



图表6：个人寿险分渠道保费增长情况

(单位：百万元)	2012H1	2011H1	YoY(%)	2010	占比(%)	2012H1	2011H1	YoY(%)	2010
营销员渠道	23,030	18,791	22.6%	28,689	营销员渠道	41.2%	37.1%	4.1%	31.3%
新保业务	5,851	5,374	8.9%	10,419	新保业务	10.5%	10.6%	-0.2%	11.4%
期交	5,198	4,907	5.9%	9,526	期交	9.3%	9.7%	-0.4%	10.4%
趸交	653	467	39.8%	893	趸交	1.2%	0.9%	0.2%	1.0%
续期业务	17,179	13,417	28.0%	18,270	续期业务	30.7%	26.5%	4.2%	19.9%
银行保险渠道	31,393	30,731	2.2%	61,691	银行保险渠道	56.1%	60.7%	-4.5%	67.3%
新保业务	15,355	17,624	-12.9%	44,319	新保业务	27.4%	34.8%	-7.3%	48.3%
期交	3,236	4,705	-31.2%	12,214	期交	5.8%	9.3%	-3.5%	13.3%
趸交	12,119	12,920	-6.2%	32,105	趸交	21.7%	25.5%	-3.8%	35.0%
续期业务	16,038	13,107	22.4%	17,372	续期业务	28.7%	25.9%	2.8%	18.9%
财富管理渠道	622	368	69.0%	222	财富管理渠道	1.1%	0.7%	0.4%	0.2%
新保业务	412	368	12.0%	222	新保业务	0.7%	0.7%	0.0%	0.2%
期交	219	267	-18.0%	150	期交	0.4%	0.5%	-0.1%	0.2%
趸交	193	100	93.0%	72	趸交	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
续期业务	210	0		0	续期业务	0.4%	0.0%	0.4%	0.0%
团体寿险	905	772	17.2%	1,080	团体寿险	1.6%	1.5%	0.1%	1.2%
寿险总保费	55,950	50,662	10.4%	91,682	寿险总保费	100.0%	100.0%		100.0%

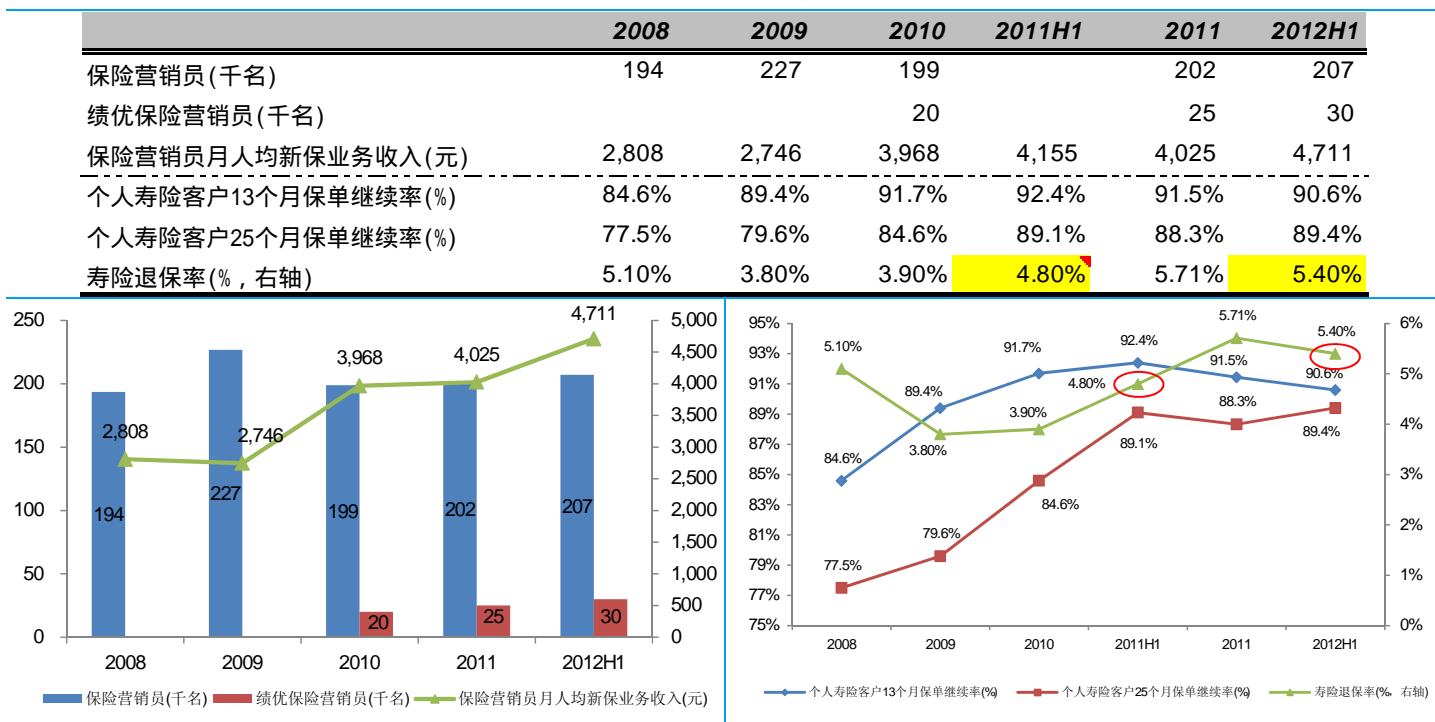
来源：公司资料，国金证券研究所

图表7：分业务收入保费增长情况（个险+团险）

(单位：百万元)	2012H1	2011H1	YoY(%)	2010	占比(%)	2012H1	2011H1	YoY(%)	2010
寿险	52,280	47,660	9.7%	86,657	寿险	93.4%	94.1%	-0.6%	94.5%
传统型寿险	379	328	15.5%	632	传统型寿险	0.7%	0.6%	0.0%	0.7%
分红型寿险	51,883	47,316	9.7%	85,998	分红型寿险	92.7%	93.4%	-0.7%	93.8%
万能型寿险	18	16	12.5%	27	万能型寿险	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资连结保险	-	-		-	投资连结保险	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
健康险	3,115	2,530	23.1%	4,301	健康险	5.6%	5.0%	0.6%	4.7%
意外伤害险	555	473	17.3%	721	意外伤害险	1.0%	0.9%	0.1%	0.8%
寿险总保费	55,950	50,663	10.4%	91,679	寿险总保费	100.0%	100.0%		100.0%

来源：公司资料，国金证券研究所

图表8: 较 11 年底, 绩优人力占比提升 2%, 人均产能增加 17%; 退保率同比上升 0.6%



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 9: 按投资对象分投资资产配置情况

按投资对象分	2012H1	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012H1	2011	YoY(%)	2010
定期存款	162,927	122,949	32.5%	55,210	定期存款	36.0%	32.9%	3.1%	18.9%
债权型投资	212,152	190,464	11.4%	164,726	债权型投资	46.8%	50.9%	-4.1%	56.2%
-国债	38,575	33,624	14.7%	36,269	-国债	8.5%	9.0%	-0.5%	12.4%
-金融债券	32,790	33,683	-2.7%	42,090	-金融债券	7.2%	9.0%	-1.8%	14.4%
-央行票据	-	-		1,605	-央行票据	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
-企业债券	72,198	65,738	9.8%	55,333	-企业债券	15.9%	17.6%	-1.6%	18.9%
-次级债券/债务	68,519	57,399	19.4%	29,429	-次级债券/债务	15.1%	15.3%	-0.2%	10.0%
股权型投资	33,396	29,051	15.0%	38,874	股权型投资	7.4%	7.8%	-0.4%	13.3%
-基金	15,735	12,077	30.3%	16,356	-基金	3.5%	3.2%	0.2%	5.6%
-股票	17,661	16,974	4.0%	22,518	-股票	3.9%	4.5%	-0.6%	7.7%
现金及现金等价物	30,875	21,095	46.4%	27,368	现金及现金等价物	6.8%	5.6%	1.2%	9.3%
其他投资	13,560	10,399	30.4%	6,688	其他投资	3.0%	2.8%	0.2%	2.3%
投资资产	452,910	373,958	21.1%	292,866	投资资产	100.0%	100.0%		100.0%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 10: 按投资意图分投资资产配置情况(独立账户资产从交易性金融资产中拆开)

按投资意图分	2012H1	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012H1	2011	YoY(%)	2010
交易性金融资产	5,634	5,310	6.1%	6,515	交易性金融资产	1.2%	1.4%	-0.2%	2.2%
债权型投资	1,912	2,488	-23.2%	4,591	债权型投资	0.4%	0.7%	-0.2%	1.6%
-国债	-	-	-	-	-国债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-金融债券	1,092	1,911	-42.9%	4,470	-金融债券	0.2%	0.5%	-0.3%	1.5%
-央行票据	-	-	-	-	-央行票据	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-企业债券	457	226	102.2%	121	-企业债券	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
-次级债券/债务	363	351	3.4%	-	-次级债券/债务	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
股权型投资	3,722	2,822	31.9%	1,924	股权型投资	0.8%	0.8%	0.1%	0.7%
-基金	847	768	10.3%	776	-基金	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%
-股票	2,875	2,054	40.0%	1,148	-股票	0.6%	0.5%	0.1%	0.4%
可供出售金融资产	82,826	72,876	13.7%	74,689	可供出售金融资产	18.3%	19.5%	-1.2%	25.5%
债权型投资	53,370	46,866	13.9%	38,119	债权型投资	11.8%	12.5%	-0.7%	13.0%
-国债	-	0	#DIV/0!	8	-国债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-金融债券	3,215	5,214	-38.3%	10,733	-金融债券	0.7%	1.4%	-0.7%	3.7%
-央行票据	-	-	-	1,325	-央行票据	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
-企业债券	28,997	25,207	15.0%	17,434	-企业债券	6.4%	6.7%	-0.3%	6.0%
-次级债券/债务	21,158	16,445	28.7%	8,619	-次级债券/债务	4.7%	4.4%	0.3%	2.9%
股权型投资	29,456	26,010	13.2%	36,570	股权型投资	6.5%	7.0%	-0.5%	12.5%
-基金	14,827	11,252	31.8%	15,271	-基金	3.3%	3.0%	0.3%	5.2%
-股票	14,629	14,758	-0.9%	21,299	-股票	3.2%	3.9%	-0.7%	7.3%
持有至到期投资	156,800	141,090	11.1%	122,016	持有至到期投资	34.6%	37.7%	-3.1%	41.7%
债权型投资	156,800	141,090	11.1%	122,016	债权型投资	34.6%	37.7%	-3.1%	41.7%
-国债	38,575	33,624	14.7%	36,261	-国债	8.5%	9.0%	-0.5%	12.4%
-金融债券	28,483	26,558	7.2%	26,887	-金融债券	6.3%	7.1%	-0.8%	9.2%
-央行票据	-	-	-	280	-央行票据	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
-企业债券	42,744	40,305	6.1%	37,778	-企业债券	9.4%	10.8%	-1.3%	12.9%
-次级债券/债务	46,998	40,603	15.8%	20,810	-次级债券/债务	10.4%	10.9%	-0.5%	7.1%
贷款和其他应收款	207,373	154,463	34.3%	89,266	贷款和其他应收款	45.8%	41.3%	4.5%	30.5%
独立账户资产	277	219	26.5%	380	独立账户资产	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
投资资产	452,910	373,958	21.1%	292,866	投资资产	100%	100%		100%

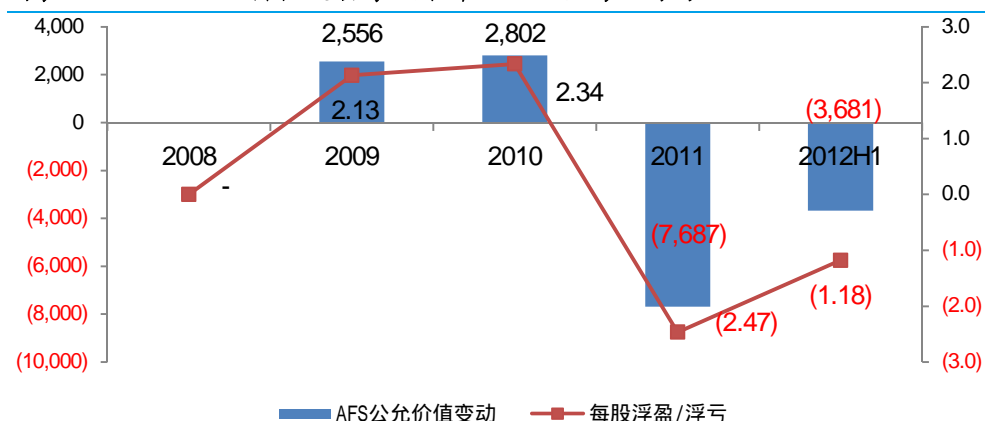
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 11: 净投资收益率同比增加 0.4%，总投资收益率同比下降 0.8%

	2012H1	2011H1	YoY(%)	2010
固定息证券投资利息收入	8,641	5,609	54.1%	8,468
现金及现金等价物利息收入	55	73	-24.7%	66
定期存款利息收入	3,882	2,003	93.8%	1,764
债券利息收入	4,704	3,533	33.1%	6,638
权益投资资产分红收入	386	751	-48.6%	763
其他投资资产利息收入	145	63	130.2%	45
净投资收益	9,172	6,423	42.8%	9,276
证券买卖收益	(126)	962	-113.1%	1,424
公允价值变动收益	272	(464)	-158.6%	(158)
交易性债权投资	124	(165)		278
交易性股权投资	148	(299)		(436)
可供出售金融资产减值损失	(2,016)	(113)	1684.1%	(116)
总投资收益	7,302	6,808	7.3%	10,426
净投资收益率	4.4%	4.0%	0.4%	3.8%
总投资收益率	3.6%	4.4%	-0.8%	4.3%

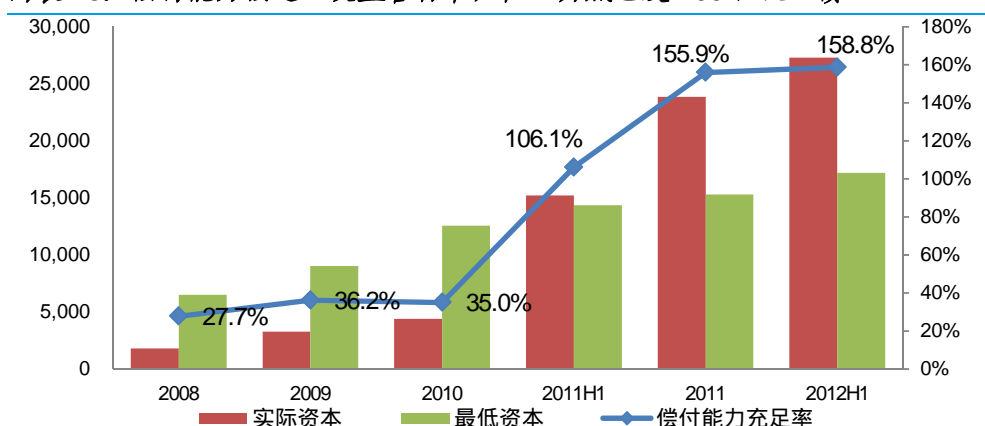
来源：公司资料，国金证券研究所

图表 12: AFS 公允价值变动净额下降 52.2%，每股浮亏 1.18 元



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 13: 偿付能力接近 II 类监管标准，但 7 月底已发 100 亿次级债



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 14：新华保险财务数据预测

每股数据 (元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	1.87	0.90	1.04	1.26	1.38
BVPS	5.47	10.04	11.57	13.52	15.60
EV	23.40	15.72	17.95	20.92	24.05
NBV	4.25	1.50	1.37	1.62	1.88

寿险保费 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
新保业务					
营销渠道	10,419	9,758	10,626	11,689	13,442
标准保费(APE)	9,615	8,966	9,766	10,742	12,354
银行渠道	44,319	30,985	26,988	26,988	28,337
标准保费(APE)	15,425	9,904	7,921	7,557	7,934
财富管理渠道	222	818	916	1,649	2,474
标准保费(APE)	157	493	504	833	1,138
团体保险	1,080	1,302	1,526	1,709	1,880
续期业务					
营销渠道	18,270	26,113	33,897	42,239	51,283
银行渠道	17,372	25,707	29,622	31,496	32,786
财富管理渠道	-	114	428	665	1,055
总保费	91,682	94,797	104,004	116,435	131,257

投资资产 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
定期存款	55,210	122,949	147,470	173,277	202,734
债权型投资	164,726	190,464	227,907	267,791	313,316
国债	36,269	33,624	38,744	45,525	53,264
金融债券	42,090	33,683	41,023	48,202	56,397
央行票据	1,605	-	-	-	-
企业债券	55,333	65,738	79,768	93,727	109,661
次级债券/债务	29,429	57,399	68,372	80,337	93,995
股权型投资	38,874	29,051	34,856	40,956	47,919
基金	16,356	12,077	14,640	17,611	21,564
股票	22,518	16,974	20,217	23,345	26,355
现金及现金等价物	27,368	21,095	25,249	29,667	34,710
其他投资	6,688	10,397	11,395	13,390	15,666
合计	292,866	373,956	446,877	525,081	614,345

投资收益 (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净投资收益率	3.8%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%
总投资收益率	4.3%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%

内含价值 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一年新业务价值	4,741	4,360	4,287	5,051	5,868
YOY	16.1%	-8.0%	-1.7%	17.8%	16.2%
寿险业务内含价值	28,084	48,991	56,016	65,265	75,029
YOY	38.1%	74.4%	14.3%	16.5%	15.0%

合并资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	304,566	386,771	471,278	553,890	648,179
其中：现金及存款投资	82,578	144,044	172,718	202,944	237,444
其中：债券投资	164,726	190,464	227,907	267,791	313,316
其中：股权投资	38,874	29,051	34,856	40,956	47,919
总负债	297,993	355,458	435,178	511,714	599,501
其中：保险合同负债	234,625	293,814	357,291	429,064	513,075
其中：投资合同负债	19,538	18,730	21,437	23,599	25,654
其中：应付债券	-	5,073	15,588	16,333	17,078
股东权益合计	6,573	31,313	36,100	42,176	48,678
归属于公司股东的股东权益	6,567	31,306	36,092	42,167	48,668

合并利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保险业务收入	91,679	94,797	104,004	116,435	131,257
减：分出保费	32	584	523	471	405
减：提取未到期责任准备金	(128)	(71)	(145)	(162)	(293)
已赚净保费	91,583	95,310	104,383	116,744	131,369
保户利益	(83,611)	(87,151)	(95,275)	(108,088)	(123,546)
综合费用	(16,885)	(18,190)	(19,956)	(22,369)	(25,222)
承保利润	(8,913)	(10,031)	(10,848)	(13,714)	(17,400)
投资收益	10,684	14,764	15,644	18,811	22,352
其他收益	246	(865)	(236)	174	701
计提资产减值准备	269	(483)	(1,046)	(1,024)	(1,078)
营业利润	2,286	3,385	3,515	4,247	4,575
所得税	(5)	(475)	(265)	(318)	(255)
净利润	2,250	2,800	3,250	3,929	4,320
归属于公司股东的净利润	2,249	2,799	3,249	3,928	4,319

估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率	13.22	27.58	23.79	19.68	17.89
市净率	4.53	2.47	2.14	1.83	1.59
内含价值倍数	1.06	1.58	1.38	1.18	1.03
隐含新业务倍数	0.3	6.0	5.0	2.4	0.4

来源：公司资料，国金证券研究所。基于 2012 年 8 月 29 日收盘价 24.77 元。

图表 15: 保险行业估值

		EV					1YrNBEV				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	38.43	26.29	29.77	33.63	38.23	43.92	2.03	2.13	1.93	2.21	2.55
中国人寿	16.77	10.55	10.36	11.58	12.96	14.51	0.70	0.71	0.71	0.73	0.79
新华保险	24.77	23.40	15.72	17.95	20.92	24.05	4.25	1.50	1.37	1.62	1.88
中国太保	19.02	12.80	13.21	14.77	16.55	18.61	0.71	0.78	0.85	0.97	1.12

		P/EV					NBEVX				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	38.43	1.46	1.29	1.14	1.01	0.88	5.98	4.08	2.49	0.09	(2.15)
中国人寿	16.77	1.59	1.62	1.45	1.29	1.16	8.87	8.97	7.26	5.22	2.84
新华保险	24.77	1.06	1.58	1.38	1.18	1.03	0.32	6.03	4.96	2.38	0.38
中国太保	19.02	1.49	1.44	1.29	1.15	1.02	8.77	7.45	4.97	2.55	0.36

		EPS					BVPS				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	38.43	2.26	2.46	2.83	3.31	3.79	14.66	16.53	19.91	23.56	27.85
中国人寿	16.77	1.19	0.65	0.74	0.89	1.18	7.38	6.78	7.04	8.42	9.95
新华保险	24.77	1.87	0.90	1.04	1.26	1.38	5.47	10.04	11.57	13.52	15.60
中国太保	19.02	1.00	0.97	1.03	1.20	1.41	9.34	8.93	9.93	11.83	13.46

		P/E					P/B				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	38.43	16.97	15.62	13.58	11.62	10.14	2.62	2.32	1.93	1.63	1.38
中国人寿	16.77	14.10	25.86	22.61	18.78	14.22	2.27	2.47	2.38	1.99	1.68
新华保险	24.77	13.22	27.58	23.79	19.68	17.89	4.53	2.47	2.14	1.83	1.59
中国太保	19.02	19.09	19.68	18.52	15.81	13.46	2.04	2.13	1.92	1.61	1.41

来源: 公司资料, 国金证券研究所。基于 2012 年 8 月 29 日收盘价

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	6	31
增持	0	1	3	5	24
中性	0	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.67	1.68	1.58

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B