



股票代码	601336.CH	1336.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 24.77	港币 22.75
目标价	人民币 27.00	港币 32.93
原目标价	人民币 33.03	港币 35.03
上/下浮比例	9%	45%
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

新华保险

强调规模增长

2012年上半年，新华保险实现归属母公司净利润19.04亿元，同比增长7.3%，比我们之前的预期要高。主要原因是2季度出现了4.9亿的所得税收入。如果看税前利润，该公司的上半年的税前利润比我们的预期还要少1.5亿。我们认为，该公司的期缴业务发展已经取得成效，但相对来说，对规模增长的重视程度更高。然而面对下半年，特别是去年8-10月份基数较高的情况，这种增长的持续性值得怀疑，我们将新华保险全年的保费增速预期由15.5%下调至13.2%。我们维持对新华保险A股持有评级和H股买入评级不变，将A股的目标价下调至27.00元，H股的目标价格略微下调至32.93港币。

支撑评级的要点

- 2012年上半年，新华保险实现保费收入559.5亿元，同比增长10.4%，其中首年保费同比下降7.5%，下降幅度较2011年全年收窄17个百分点。新华保险的新单增速、代理人渠道新单增速和银保渠道新单增速都处于行业领先。
- 银保渠道的趸缴业务在上半年的恢复幅度非常明显，同比的下滑幅度仅为6%，对保费增速的贡献度较高。
- 新华保险上半年的新业务价值仅为23.38亿元，同比下降1.43%，而其他三家寿险公司的新业务价值都是增长的。我们测算，新业务利润率仅为10.8%，位居四大寿险公司最末。主要原因就是期缴业务的占比比较低。
- 2012年上半年，新华保险的年化退保率为5.4%，较1季度6%的年化退保率和去年全年5.71%的年化退保率都有所下降。但退保率水平仍然是四大保险公司中最高的。
- 2012年上半年，新华保险的年化净投资收益率为4.4%，年化总投资收益率为3.6%，与同业相比，均处于略低的水平。上半年新华保险实现了20个亿的资产减值损失，但可能仍有37亿的浮亏没有实现。目前该公司的股权投资仓位已经降至7.4%，处于行业最低水平。

评级面临的主要风险

- 寿险保费收入增速不及预期；股票和债券市场都出现低迷情况。

估值

- 目前新华保险A股和H股的股价分别相当于1.32倍和1倍的每股内含价值，估值水平并不贵。但是考虑到该公司下半年保费收入的增速恢复幅度较慢，我们维持A股的持有评级，但H股的长期投资机会仍然存在，维持买入评级。我们将A股目标价格由33.03元下调至27.00元，H股目标价格由35.03元下调至32.93元。

投资摘要—A股

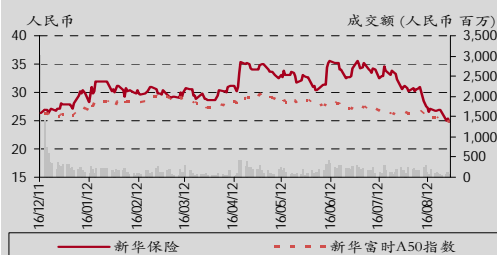
年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币 百万)	91,860	95,664	108,286	119,801	138,880
变动(%)	40.5	4.1	13.2	10.6	15.9
净利润(人民币 百万)	2,249	2,799	3,780	3,364	3,931
全面摊薄每股收益(人民币)	1.87	0.90	1.21	1.08	1.26
变动(%)	(15.77)	(51.87)	34.44	(10.74)	16.67
全面摊薄市盈率(倍)	13.25	27.52	20.47	22.94	19.66
每股账面价值(人民币)	5.47	10.04	14.97	16.16	17.85
市净率(倍)	4.53	2.47	1.65	1.53	1.39
每股内含价值(人民币)	23.40	15.72	18.82	22.58	27.03
价格/每股内含价值(倍)	1.06	1.58	1.32	1.10	0.92
隐含新业务价值倍数(倍)	0.35	6.47	4.02	1.31	-1.15
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.12	0.11	0.13
股息率(%)	0.00	0.36	0.48	0.44	0.52

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本报告要点

- 2012年上半年，新华保险实现归属母公司净利润19.04亿元，同比增长7.3%，比我们之前的预期要高。主要原因是2季度出现了4.9亿的所得税收入。
- 我们认为，该公司的期缴业务发展已经取得成效，但相对来说，对规模增长的重视程度更高。然而面对下半年，特别是去年8-10月份基数较高的情况，这种增长的持续性值得怀疑，我们将新华保险全年的保费增速预期由15.5%下调至13.2%。

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(23)	(25)	-
相对新华富时A50指数	(7)	(18)	(11)	-

发行股数(百万)	3120
流通股(%)	5.7
流通股市值(人民币 百万)	3,941
3个月日均交易额(人民币 百万)	194
主要股东(%)	
中央汇金公司	31.26

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

以2012年8月29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

孙鹏

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

股价表现—H股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11)	(9)	(24)	-
相对恒生中国企业指数	(5)	(10)	(20)	-

发行股数(百万)	3,120
流通股(%)	12.73
流通股市值(港币 百万)	9,036
3个月日均交易额(港币 百万)	89
主要股东(%)	
中央汇金公司	31.26

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年8月29日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保费收入(人民币 百万)	91,860	95,664	108,286	119,801	138,880
变动(%)	40.5	4.1	13.2	10.6	15.9
净利润(人民币 百万)	2,249	2,799	3,780	3,364	3,931
全面摊薄每股收益(人民币)	1.87	0.90	1.21	1.08	1.26
变动(%)	(15.77)	(51.87)	34.44	(10.74)	16.67
全面摊薄市盈率(倍)	9.98	20.73	15.42	17.27	14.81
每股账面价值(人民币)	5.47	10.04	14.97	16.16	17.85
市净率(倍)	3.41	1.86	1.25	1.15	1.05
每股内含价值(人民币)	23.40	15.72	18.82	22.58	27.03
价格/每股内含价值(倍)	0.80	1.19	0.99	0.83	0.69
隐含新业务价值倍数(倍)	(1.20)	2.10	(0.10)	(2.31)	(4.28)
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.12	0.11	0.13
股息率(%)	0.00	0.48	0.64	0.59	0.70

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2012年上半年业绩摘要

2012年上半年，新华保险实现归属母公司净利润19.04亿元，同比增长7.3%，比我们之前的预期要高。主要原因是2季度出现了4.9亿的所得税收入。如果看税前利润，该公司的上半年的税前利润比我们的预期还要少1.5亿。

单季度来看，由于意外的所得税收入，导致2012年2季度新华保险实现归属母公司净利润11.4亿元，较去年2季度同比增长96%，环比增长47.9%。

图表 1. 2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年 上半年	12 年 上半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
保险业务收入	50,662	55,950	10.4	(40.5)
减: 分出保费	238	40	(83.2)	(111.1)
提取未到期责任准备	(193)	(227)	17.6	(97.7)
已赚保费	50,707	55,763	10.0	(40.2)
退保金	(6,139)	(8,559)	39.4	(19.5)
赔付支出	(3,776)	(3,935)	4.2	(23.1)
减: 摊回赔付支出	45	447	893.3	(35.7)
提取保险责任准备金	(37,427)	(39,642)	5.9	(43.9)
减: 摊回保险责任准备金	(219)	(487)	122.4	(53.3)
保单红利支出	0	0	-	-
分保费用	0	0	-	-
营业税金及附加	(92)	(71)	(22.8)	29.0
手续费及佣金支出	(3,667)	(3,796)	3.5	(20.5)
业务及管理费	(4,018)	(4,540)	13.0	3.1
减: 摊回分保费用	20	23	15.0	(23.1)
其他业务成本	(707)	(1,210)	71.1	3.4
资产减值损失	241	(2,016)	(936.5)	187.7
承保利润/(损失)	(5,032)	(8,023)	59.4	67.5
投资收益	7,368	9,046	22.8	64.9
其中: 对联营企业的投资收益/(损失)	0	0	-	-
公允价值变动损失	(464)	272	(158.6)	(125.5)
汇兑损失	(70)	28	(140.0)	(433.3)
其他业务收入	271	242	(10.7)	(3.3)
加: 营业外收入	33	5	(84.8)	-
减: 营业外支出	(56)	(62)	10.7	(6.3)
利润总额	2,050	1,508	(26.4)	(24.7)
减: 所得税收入/(费用)	(275)	397	(244.4)	(631.5)
净利润	1,775	1,905	7.3	48.0
少数股东损益	0	(1)	-	-
利润归属公司股东	1,775	1,904	7.3	47.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

中报要点

银保渠道保费收入恢复正增长

2012 年上半年, 新华保险实现保费收入 559.5 亿元, 同比增长 10.4%, 其中首年保费同比下降 7.5%, 下降幅度较 2011 年全年收窄 17 个百分点。

我们认为, 保费收入中的积极因素在于:

1. 上半年新华保险的新单业务下滑幅度大幅收窄。其中, 营销员渠道的新单业务实现正增长 8.9% (2011 年全年为负增长 6.3%), 银保渠道的新单业务下降 12.9% (2011 年全年为负增长 30%)。
2. 银保渠道扭转了下滑的趋势, 上半年银保渠道的保费收入增速为 2.2%。趸缴业务的下滑幅度明显收窄, 仅为负增长 6.2%。趸缴业务的发展对银保渠道贡献巨大。

当然，我们也看到新华保险的保费收入存在一定不足：

1. 上半年新单业务中，期缴业务的占比在下降，由去年同期的 42.3%下降至 40%，这明显与其它可比公司不同；
2. 期缴业务占比的下降也使得新业务利润率仅较去年同期增长 0.6 个百分点，达到 10.8%。

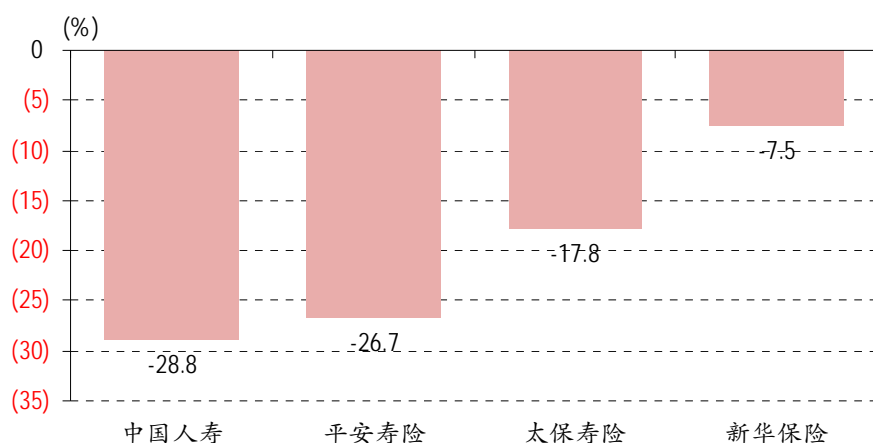
我们认为，新华保险的新单增长从数字上看是四家保险公司中最好的，下降幅度仅为 7.5%。表现比较好的是营销员渠道，营销员的数量比 2011 年末还在提高，而且新单中期缴产品增速为 5.9%，仅次于太保寿险。但另一方面，我们也注意到，银保渠道，尤其是银保趸缴业务在上半年恢复较快，说明公司在银保渠道上的竞争力仍然很强，同时对规模增长的要求仍然十分迫切。

图表 2.新华保险保费收入结构

(人民币, 百万)	11 年 上半年	12 年 上半年	同比增长(%)
寿险保费按渠道明细			
保险营销员渠道	18,791	23,030	22.6
首年保费收入	5,374	5,851	8.9
期交保费收入	4,907	5,198	5.9
趸交保费收入	467	653	39.8
续期保费收入	13,417	17,179	28.0
银行保险渠道	30,731	31,393	2.2
首年保费收入	17,625	15,355	(12.9)
期交保费收入	4,705	3,236	(31.2)
趸交保费收入	12,920	12,119	(6.2)
续期保费收入	13,107	16,038	22.4
财富管理渠道	368	622	69.0
首年保费收入	368	412	12.0
期交保费收入	267	219	(18.0)
趸交保费收入	100	193	93.0
续期保费收入	0	210	-
个人寿险合计	49,890	55,045	10.3
团体保险	772	905	17.2
合计	50,662	55,950	10.4
首年保费收入	23,367	21,618	(7.5)
期交保费收入	9,879	8,653	(12.4)
趸交保费收入	13,487	12,965	(3.9)
续期保费收入	26,524	33,427	26.0
团体保险	772	905	17.2
寿险业务合计	50,662	55,950	10.4
新单业务合计 (百万)	23,367	21,618	
新单业务期缴业务占比 (%)	42.3	40.0	
新业务利润率 (%)	10.2	10.8	

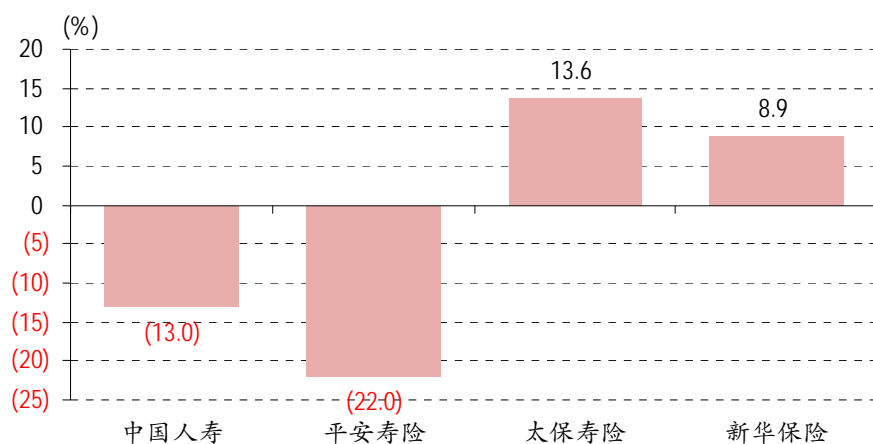
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.四大寿险公司新单增速变动情况



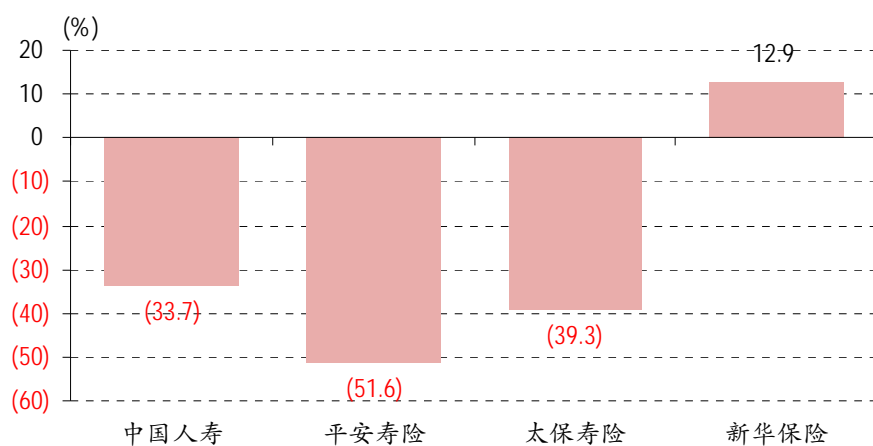
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.四大寿险公司代理人渠道新单增速变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.四大寿险公司银保渠道新单增速变动情况



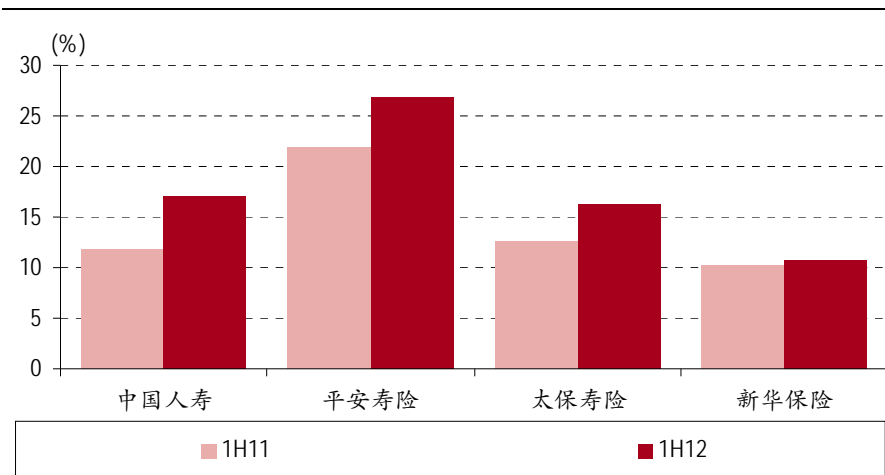
资料来源：公司数据，中银国际研究

新业务价值仍然负增长

2012 年上半年末,新华保险的内含价值增长 14.6%,增长原因同中国人寿类似,都是债券市场的恢复使得净资产价值出现回升。

我们也注意到,新华保险上半年的新业务价值仅为 23.38 亿元,同比下降 1.43%,新业务利润率仅为 10.8%,位居四大寿险公司最末。主要原因就是期缴业务的占比较低。

图表 6. 四大寿险公司的新业务利润率



● 平安寿险的新业务利润率以规模保费口径计算

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

退保率也在收窄

2012 年上半年,新华保险的年化退保率为 5.4%,较 1 季度 6%的年化退保率和去年全年 5.71%的年化退保率都有所下降。但退保率水平仍然是四大保险公司中最高的。

13 个月的保单继续率有所下降, 25 个月的保单继续率有所提高。

展望未来,寿险的退保率下降的势头还是会持续,但新华保险的趸缴占比较高,退保率还会维持行业较高水平。

股票仓位继续降低

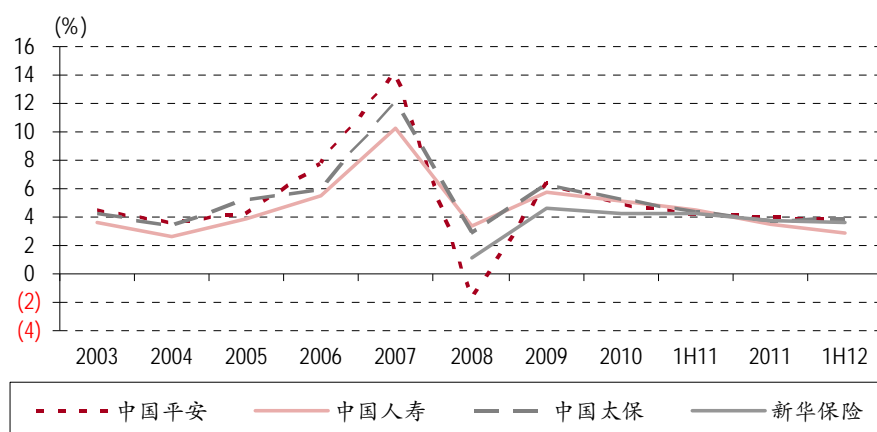
2012 年上半年,新华保险的年化净投资收益率为 4.4%,年化总投资收益率为 3.6%,与同业相比,均处于略低的水平。

上半年新华保险实现了 20 个亿的资产减值损失,但可能仍有 37 亿的浮亏没有实现,同中国平安和中国太保的情况基本相仿。

目前该公司的股权投资仓位已经降至 7.4%,处于行业最低水平。协议存款的占比相对较高,达到 36%。

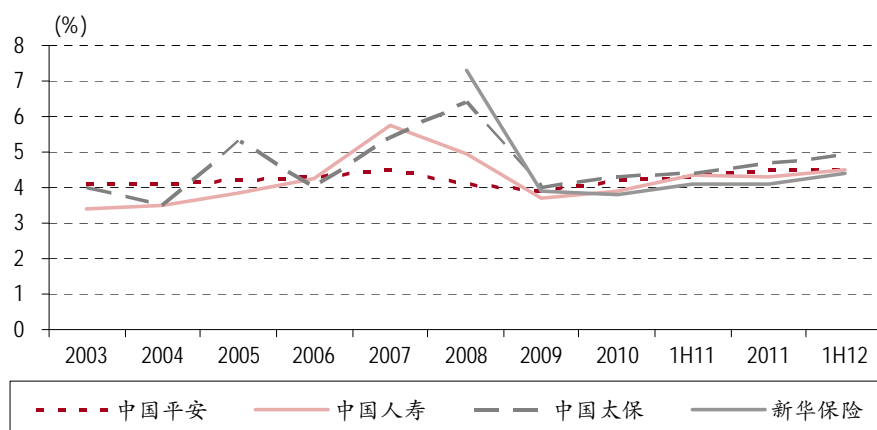
展望未来,我们认为该公司会维持较低的股票仓位,并转而调整债券投资的结构,信用债的投资比例可能会提高。

图表 7.四大保险公司的总投资收益率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8.四大保险公司的净投资收益率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

目前新华保险 A 股和 H 股的股价分别相当于 1.32 倍和 1 倍的每股内含价值，估值水平并不贵。但是考虑到该公司下半年保费收入的增速恢复幅度较慢，我们维持 A 股的**持有**评级，但 H 股的长期投资机会仍然存在，维持**买入**评级；将 A 股的目标价下调至 27.00 元，H 股的目标价略微下调至 32.93 港币。

损益表 (人民币 百万)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛保费收入	91,956	95,151	107,701	119,079	137,984
已赚保费	91,860	95,664	108,286	119,801	138,880
赔付支出和退保金	(20,444)	(36,202)	(42,820)	(51,181)	(61,568)
提取保险责任准备金	(63,167)	(50,949)	(55,966)	(59,276)	(66,730)
非保险合同帐户利息支出	(772)	(635)	(653)	(668)	(688)
保单红利支出	0	0	0	0	0
保险业务总支出	(84,383)	(87,786)	(99,439)	(111,125)	(128,986)
手续费和佣金支出	(7,252)	(7,317)	(7,683)	(8,451)	(10,141)
业务和管理费用	(8,410)	(9,229)	(11,181)	(13,294)	(16,214)
其他业务支出	(147)	(199)	(159)	(175)	(202)
提取保险保障基金	(263)	(806)	(854)	(905)	(959)
全部营业支出	(100,455)	(105,337)	(119,316)	(133,950)	(156,502)
承保收益/(亏损)	(8,595)	(9,673)	(11,030)	(14,149)	(17,622)
投资总收入	10,521	12,754	14,696	18,432	22,670
其他收入	328	192	192	192	192
联营企业投资收益	1	2	3	3	4
税前利润	2,255	3,275	3,861	4,478	5,244
所得税	(5)	(475)	(76)	(1,107)	(1,303)
净利润	2,250	2,800	3,785	3,371	3,941
少数股东损益	(1)	(1)	(5)	(7)	(10)
可分配股东利润	2,249	2,799	3,780	3,364	3,931
同比增长率(%)	(15.5)	24.5	35.0	(11.0)	16.9

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
固定资产和在建工程	3,492	4,800	6,600	9,075	12,478
长期股权投资	707	709	712	715	718
金融资产					
债务投资	164,726	190,464	218,649	254,984	287,717
权益投资	38,874	29,051	25,414	35,458	46,852
定期存款	55,210	122,949	182,280	216,919	249,875
存出资本保证金	242	522	438	521	601
保单质押贷款和债权计划投资	5,806	9,796	11,393	13,557	15,617
买入返售金融资产	640	79	0	0	0
应收利息	0	0	0	0	0
其他资产	7,487	7,292	8,532	10,035	12,023
现金和现金等价物	27,368	21,095	14,439	2,362	5,196
总资产	304,566	386,771	468,457	543,626	631,077
保险合同	234,625	293,814	350,008	409,576	476,686
递延收入	0	0	0	0	0
投资合同	19,912	24,074	23,526	22,992	22,638
卖出回购金融资产	24,712	32,481	35,729	39,302	43,232
应付保单红利	0	0	5,920	13,367	23,082
应付赔付款	349	499	499	499	499
其他负债	18,395	4,590	5,287	5,871	6,535
递延所得税负债	0	0	824	1,636	2,770
负债合计	297,993	355,458	421,793	493,243	575,442
股东权益					
股本	1,200	3,117	3,117	3,117	3,117
准备金	1,889	22,468	35,071	36,094	38,196
未分配利润	3,478	5,721	8,469	11,165	14,315
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	6,567	31,306	46,657	50,376	55,628
少数股东权益	6	7	7	7	7
负债和股东权益合计	304,566	386,771	468,457	543,626	631,077

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	2,255	3,275	3,861	4,478	5,244
调整项：					
经营性资产负债变动	(10,064)	(12,542)	(14,693)	(18,766)	(22,996)
经营活动产生的现金	69,403	65,312	82,035	74,625	84,746
经营活动产生的净现金流	61,594	56,045	71,203	60,337	66,994
投资活动产生的现金流	(71,722)	(85,894)	(80,177)	(75,352)	(67,635)
筹资活动产生的净现金流	24,921	23,677	2,419	3,039	3,576
现金和现金等价物期初额	12,608	27,368	21,095	14,439	2,362
汇兑损益影响	(33)	(101)	(101)	(101)	(101)
现金和现金等价物期末额	27,368	21,095	14,439	2,362	5,196
现金和现金等价物变动	14,793	(6,172)	(6,555)	(11,976)	2,935

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
增长率(%)					
保费收入	41.0	3.4	13.2	10.6	15.9
首年保费	25.1	(27.6)	(0.1)	11.9	11.9
首年期缴保费	23.2	(22.8)	6.4	11.9	11.9
投资资产	48.6	27.7	17.2	19.0	15.2
总资产	47.4	27.0	21.1	16.0	16.1
内含价值	38.1	74.4	19.7	20.0	19.7
新业务价值	NA	(8.0)	6.2	13.7	15.4
净利润	(15.5)	24.5	35.0	(11.0)	16.9
结构					
首年期缴保费占比	42.7	45.5	48.5	48.5	48.5
分红险占比	93.8	92.8	91.7	89.7	87.7
传统险占比	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
投连和万能险占比	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
银保产品占比	67.3	59.8	0.0	0.0	0.0
存款占比	28.2	38.5	41.6	41.6	41.6
债券占比	56.2	50.9	49.9	48.9	47.9
权益占比	13.3	7.8	5.8	6.8	7.8
收益率					
净投资收益率	3.8	4.1	3.9	3.8	3.8
总投资收益率	4.3	3.8	3.6	3.8	4.0
新业务利润率	9.3	11.8	12.5	12.7	13.1
内含价值利润率	13.1	13.7	13.7	13.7	13.7
资产收益率	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7
净资产收益率	41.6	14.8	9.7	6.9	7.4
估值					
市盈率	10.0	20.7	15.4	17.3	14.8
股价/每股账面价值	3.4	1.9	1.2	1.2	1.0
股价/内含价值	0.8	1.2	1.0	0.8	0.7
股价/评估价值	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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。除非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