



股票代码	601601.CH	2601.HK
评级	谨慎买入	持有
收盘价	人民币 18.86	港币 26.05
目标价	人民币 22.50	港币 25.08
上/下浮比例	19%	-4%
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

■ 2012 年年报

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



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18)	(5)	(8)	(4)
相对新华富时 A50 指数	(19)	(6)	(16)	(10)

发行股数(百万)	6,287
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	71,143
3 个月日均交易额(人民币 百万)	404
主要股东(%)	
华宝投资	20.4

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 22 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

寿险结构调整效果显现，产险盈利能力下滑

考虑到保险行业的发展潜力，我们认为太保 A 股估值已经具备较高吸引力。但由于 2013 年以来保费增长依然乏力，保险股的表现仍需等待政策催化剂。我们维持对中国太保 A 股谨慎买入评级和 H 股持有评级不变。

支撑评级的要点

- 中国太保 2012 年实现净利润 50.77 亿元，同比下滑 38.9%，与市场预期基本一致。其中，太保寿险实现净利润 23.29 亿元，同比下滑 26.6%；太保产险实现净利润 26.59 亿元，同比下滑 29.4%。
- 寿险保费增长乏力，但结构优化效果明显。2012 年太保寿险保费收入增长 0.3%，其中新保业务同比下滑 20.5%，续期业务同比增长 21.3%。银保渠道受到监管新规和银行理财的双重冲击，当年新保保费下滑达 40.2%，这是拖累保费增长的主要原因。面对不利的环境，太保继续贯彻“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”的发展战略，营销渠道新保保费增长 8.6%，营销渠道新业务价值同比增长 9.4%，期缴占比也明显提升。
- 产险盈利能力下滑。2012 年太保产险保费收入 696.97 亿元，同比增长 13.0%。其中，车险保费收入 543.33 亿元，同比增长 14.6%；非车险保费收入 153.64 亿元，同比增长 7.6%。值得注意的是，太保产险 2012 年的综合成本率由 2011 年的 93.1% 上升至 95.8%，产险的盈利能力下滑明显。
- 投资资产净值增长率大幅提升。2012 年，太保净投资收益率由 2011 年的 4.7% 上升至 5.1%，总投资收益率由 2011 年的 3.7% 下降至 3.2%。从更有意义的净值增长率角度来看，2012 年太保投资资产净值增长率由 2011 年的 1.2% 上升至 5.5%，已经高于精算假设。2012 年 4 季度 A 股市场的强劲反弹，以及当年计提的资产减值损失，使得太保的浮亏由年初的 108.83 亿元左右下降至年末的 18.66 亿元左右。
- 新业务价值和内含价值增长良好。2012 年，太保寿险一年新业务价值同比增长 5.2%，增速在同业中处于最高水平。太保集团内含价值 1352.80 亿元，相比上年末增长 19.1%。

评级面临的主要风险

- 寿险保费增长持续疲弱；股市出现大幅下滑。

估值

- 目前太保 A 股均相当于 1.10 倍 2013 年预期每股内含价值，2.09 倍 2013 年新业务价值；H 股均相当于 1.22 倍 2013 年预期每股内含价值，4.68 倍 2013 年新业务价值。长期来看，考虑到保险行业的发展潜力，我们认为 A 股估值已经具备较高吸引力。但由于 2013 年以来保费增长依然乏力，保险股的表现仍需等待政策催化剂。我们维持对中国太保 A 股谨慎买入评级和 H 股持有评级不变。

投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
保费收入(人民币 百万)	154,958	163,228	178,948	200,356	225,330
变动(%)	11.0	5.3	9.6	12.0	12.5
净利润(人民币 百万)	8,313	5,077	11,067	16,797	22,850
变动(%)	(2.9)	(38.9)	118.0	51.8	36.0
全面摊薄每股收益(人民币)	0.97	0.57	1.22	1.85	2.52
变动(%)	(2.9)	(40.5)	112.4	51.8	36.0
全面摊薄市盈率(倍)	19.51	32.81	15.44	10.17	7.48
每股账面价值(人民币)	8.93	10.61	11.49	12.79	14.48
市净率(倍)	2.11	1.78	1.64	1.48	1.30
每股内含价值(人民币)	13.21	15.32	17.15	20.08	23.47
价格/每股内含价值(倍)	1.43	1.23	1.10	0.94	0.80
隐含新业务价值倍数(倍)	7.24	4.43	2.09	(1.35)	(4.55)
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.43	0.65	0.88
股息率(%)	1.9	1.9	2.3	3.4	4.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15.6)	(8.3)	(4.1)	2.8
相对恒生中国企业指数	(7.2)	(4.6)	(1.1)	1.6

发行股数(百万)	2,313
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	60,253
3个月日均交易额(港币 百万)	331

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年3月22日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
保费收入(人民币 百万)	154,958	163,228	178,948	200,356	225,330
变动(%)	11.0	5.3	9.6	12.0	12.5
净利润(人民币 百万)	8,313	5,077	11,067	16,797	22,850
变动(%)	(2.9)	(38.9)	118.0	51.8	36.0
全面摊薄每股收益(人民币)	0.97	0.57	1.22	1.85	2.52
变动(%)	(2.9)	(40.5)	112.4	51.8	36.0
全面摊薄市盈率(倍)	21.77	36.48	17.17	11.31	8.32
每股账面价值(人民币)	8.93	10.61	11.49	12.79	14.48
市净率(倍)	2.35	1.98	1.83	1.64	1.45
每股内含价值(人民币)	13.21	15.32	17.15	20.08	23.47
价格/每股内含价值(倍)	1.59	1.37	1.22	1.04	0.89
隐含新业务价值倍数(倍)	9.95	7.07	4.68	0.99	(2.46)
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.43	0.65	0.88
股息率(%)	1.7	1.7	2.0	3.1	4.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2012年净利润下滑38.9%

中国太保2012年实现净利润50.77亿元，同比下滑38.9%，与市场预期基本一致。其中，太保寿险实现净利润23.29亿元，同比下滑26.6%；太保产险实现净利润26.59亿元，同比下滑29.4%。具体来看，导致太保业绩下滑的主要原因包括：

- (1) 寿险业务上，保费增长乏力，当年寿险保费收入同比仅增长0.3%，而退保金支出同比大幅增长28.5%；
- (2) 产险业务上，由于保单质量下滑以及保监会加强对车险理赔的监管，2012年综合成本率由2011年的93.1%上升至95.8%；
- (3) 投资业务上，为消化年初的巨额浮亏，太保2012年计提资产减值损失达44.78亿元，同比大幅增加57.1%，导致总投资收益率由2011年的3.7%下降至2012年的3.2%。

4季度单季，太保实现净利润19.42亿元，同比增长50.0%，环比3季度大幅增长290.7%，这主要是受益于4季度A股市场的强劲反弹。

图表 1. 中国太保 2012 年业绩摘要

(人民币 百万)	2011	2012	同比(%)	11 年 4 季度	12 年 4 季度	同比(%)	12 年 3 季度	4 季度环比 3 季度(%)
一、营业收入	157,934	171,451	8.6	35,560	39,389	10.8	39,767	(1.0)
已赚保费	137,238	147,839	7.7	30,764	33,274	8.2	33,662	(1.2)
保费业务收入	154,958	163,228	5.3	33,580	36,181	7.7	36,536	(1.0)
减：分出保费	13,384	(11,795)	(188.1)	23,724	(20,983)	(188.4)	2,563	(918.7)
减：提取未到期责任准备金	4,336	(3,594)	(182.9)	8,900	(6,888)	(177.4)	311	-
投资净收益	20,075	22,374	11.5	4,264	5,768	35.3	5,832	(1.1)
公允价值变动净收益	(383)	99	(125.8)	145	33	(77.2)	(11)	(400.0)
汇兑净收益	(71)	(11)	(84.5)	(12)	(17)	41.7	4	(525.0)
其他业务收入	1,075	1,150	7.0	399	331	(17.0)	280	18.2
二、营业支出	148,292	165,407	11.5	34,035	37,286	9.6	39,287	(5.1)
退保金	9,588	12,318	28.5	2,528	3,017	19.3	3,126	(3.5)
赔付支出	41,452	49,633	19.7	12,168	13,799	13.4	12,691	8.7
减：摊回赔付支出	5,921	(6,700)	(213.2)	1,753	(11,677)	(766.1)	1,681	(794.6)
提取保险责任准备金	61,795	60,169	(2.6)	9,435	10,344	9.6	12,448	(16.9)
减：摊回保险责任准备金	1,333	(508)	(138.1)	134	(740)	(652.2)	192	(485.4)
保户红利支出	3,807	3,905	2.6	1,011	1,050	3.9	1,072	(2.1)
分保费用	24	30	25.0	8	4	(50.0)	10	(60.0)
营业税金及附加	3,650	4,138	13.4	871	1,070	22.8	994	7.6
手续费及佣金支出	13,226	14,799	11.9	2,887	3,330	15.3	3,359	(0.9)
管理费用	20,056	22,166	10.5	6,079	5,928	(2.5)	5,592	6.0
减：摊回分保费用	4,730	4,087	(13.6)	1,389	1,178	(15.2)	898	31.2
其他业务成本	3,828	5,066	32.3	1,450	1,618	11.6	1,167	38.6
资产减值损失	2,850	4,478	57.1	874	303	(65.3)	1,599	(81.1)
三、营业利润	9,642	6,044	(37.3)	1,525	2,103	37.9	480	338.1
加：营业外收入	812	108	(86.7)	107	41	(61.7)	16	156.3
减：营业外支出	55	39	(29.1)	19	(6)	(131.6)	14	(142.9)
四、利润总额	10,399	6,113	(41.2)	1,613	2,150	33.3	482	346.1
减：所得税	2,006	983	(51.0)	302	184	(39.1)	(14)	-
五、净利润	8,393	5,130	(38.9)	1,311	1,966	50.0	496	296.4
减：少数股东损益	80	53	(33.8)	16	24	50.0	(1)	-
归属于母公司所有者的净利润	8,313	5,077	(38.9)	1,295	1,942	50.0	497	290.7

数据来源：公司数据；中银国际研究

寿险业务：保费增长乏力，结构优化效果明显

保费增长乏力。2012 年太保实现寿险保费收入 934.61 亿元，同比增长 0.3%。其中，新保业务收入 373.33 亿元，同比下滑达 20.5%；续期业务收入 561.28 亿元，同比增长 21.3%。银保渠道受到监管新规和银行理财的双重冲击，当年新保保费下滑达 40.2%，这是拖累太保寿险保费收入增长的主要原因。

结构优化效果明显。2012 年太保继续贯彻“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”的发展战略，营销渠道新保保费增长 8.6%，营销渠道新业务价值同比增长 9.4%，对寿险新业务价值贡献达 78.7%，同比提升 3 个百分点。2012 年新保业务中期缴占比达 40.6%，同比提高 6 个百分点。

营销员产能继续提高。2012 年末，太保保险营销员数量 29.5 万人，相比上年末增长 1.0%。每月人均新保保费收入 3573 亿元，同比增长 11.7%；每月人均新保保单件数由 2011 年的 1.10 件提升至 1.15 件。

保单继续率下滑。在理财，信托，货币基金等替代产品冲击下，2012 年太保寿险 13 个月保单继续率由 2011 年的 92.7% 下滑至 2012 年的 90.7%，寿险 25 个月保单继续率由 2011 年的 89.8% 下滑至 2012 年的 89.7%，

图表 2. 中国太保寿险保费明细

(人民币 百万)	2011	2012	同比(%)
营销渠道			
保险业务收入	42,818	50,993	19.1
新保业务	10,826	11,752	8.6
期缴	10,065	10,980	9.1
趸缴	761	772	1.4
续期业务	31,992	39,241	22.7
银行渠道			
保险业务收入	44,450	34,541	(22.3)
新保业务	30,512	18,245	(40.2)
期缴	5,847	3,624	(38.0)
趸缴	24,665	14,621	(40.7)
续期业务	13,938	16,296	16.9
直销渠道			
保险业务收入	5,427	6,990	28.8
新保业务	5,285	6,840	29.4
期缴	14	49	250.0
趸缴	5,271	6,791	28.8
续期业务	142	150	5.6
新渠道			
保险业务收入	508	937	84.4
新保业务	313	496	58.5
期缴	308	496	61.0
趸缴	5	0	
续期业务	195	441	126.2
集团合计			
保险业务收入	93,203	93,461	0.3
新保业务	46,936	37,333	(20.5)
期缴	16,234	15,149	(6.7)
趸缴	30,702	22,184	(27.7)
续期业务	46,267	56,128	21.3

数据来源：公司数据；中银国际研究

产险盈利能力下滑，综合成本率上升 2.7 个百分点

2012 年太保产险保费收入 696.97 亿元，同比增长 13.0%。其中，车险保费收入 543.33 亿元，同比增长 14.6%；非车险保费收入 153.64 亿元，同比增长 7.6%。值得注意的是，太保产险 2012 年的综合成本率由 2011 年的 93.1% 上升至 95.8%，产险的盈利能力下滑明显，这主要是由于：

- 1) 车险市场竞争加剧，太保当年承保的车险保单质量下降；
- 2) 保监会年初出台政策规范车险理赔，使得理赔成本增加。

图表 3. 中国太保产险综合成本率变动

(%)	2009	10 年 上半年	2010	11 年 上半年	2011	12 年 上半年	2012
赔付率	61.00	54.50	57.40	56.60	58.60	59.70	61.20
费用率	36.50	40.00	36.30	34.50	34.50	34.50	34.60
综合成本率	97.50	94.50	93.70	91.10	93.10	94.20	95.80

资料来源：公司数据；中银国际研究

投资资产净值增长率大幅提升，年末仍有 18.66 亿元浮亏

4 季度减值损失计提力度减少。由于 2012 年 4 季度 A 股市场的强劲反弹，太保 4 季度资产减值损失计提力度明显减少，当季仅计提损失 3.03 亿元，而 3 季度计提减值损失为 15.99 亿元。

投资资产净值增长率大幅提升。2012 年，太保净投资收益率由 2011 年的 4.7% 上升至 5.1%，总投资收益率由 2011 年的 3.7% 下降至 3.2%。从更有意义的净值增长率角度来看，2012 年太保投资资产净值增长率由 2011 年的 1.2% 上升至 5.5%，已经高于精算假设。

年末浮亏尚有 18.66 亿元左右。2012 年 4 季度 A 股市场的强劲反弹，以及当年计提的资产减值损失，使得太保的浮亏由年初的 108.83 亿元左右下降至年末的 18.66 亿元左右。我们估计其他同业年末应都已经处于浮盈状态。

图表 4. 中国太保投资收益率变动

	2011	2012	同比变动
投资资产（百万人民币）	522,530	627,328	20.1%
净投资收益率(%)	4.7	5.1	提高 0.4 个百分点
总投资收益率(%)	3.7	3.2	降低 0.5 个百分点
净值增长率(%)	1.2	5.5	提高 4.3 个百分点

资料来源：公司数据；中银国际研究

新业务价值同比增长 5.2%

2012 年，寿险一年新业务价值 70.60 亿元，同比增长 5.2%，增速在同业中处于最高水平。在不利的经营环境下，太保寿险通过聚焦营销，聚焦期缴的战略，仍实现了新业务价值的良好增长。太保集团内含价值 1352.80 亿元，相比上年末增长 19.1%，这主要是得益于 2012 年 4 季度股市的大幅反弹以及当年的再融资。

偿付能力较为充裕

太保在 2012 年定向增发 4.62 亿股 H 股，募集资金 103.95 亿港元，偿付能力大幅提升。2012 年末，太保集团偿付能力 312%，寿险偿付能力 211%，产险偿付能力 188%，偿付能力较为充裕。未来只要资产市场不出现大幅下挫，太保基本不需要进行再融资。

损益表 (人民币 百万)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛承保保费收入	154,958	163,228	178,948	200,356	225,330
净保费收入	137,238	147,839	160,596	179,197	200,840
营业及管理费用	33,120	38,224	40,253	45,184	50,948
理赔及保户红利	111,645	120,532	132,052	148,237	167,139
承保利润	(8,375)	(13,205)	(14,209)	(16,975)	(20,273)
投资收益(扣除财务成本)	16,392	18,060	26,794	36,335	46,558
其他收益及费用	2,382	1,258	1,079	1,121	1,167
税前利润	10,399	6,113	13,664	20,481	27,453
税项	2,006	983	2,539	3,619	4,602
净利润	8,313	5,077	11,067	16,797	22,850
同比增速 (%)	(2.9)	(38.9)	118.0	51.8	36.0

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)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	10,399	6,113	13,664	20,481	27,453
经营活动净现金流	55,527	52,124	82,012	89,700	101,983
投资活动净现金流	(84,112)	(70,992)	(56,748)	(49,644)	(53,585)
融资活动净现金流	26,114	28,896	7	(118)	(261)
汇率变动影响	(123)	(4)	(4)	(4)	(5)
现金及现金等价物净变动	(2,594)	10,024	25,267	39,935	48,132
期初现金及现金等价物	17,560	14,966	24,990	50,257	90,192
期末现金及现金等价物	14,966	24,990	50,257	90,192	138,324

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率
资产负债表 (人民币 百万)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金和定期存款	152,339	189,287	211,475	246,487	287,295
固定收益投资	310,045	368,977	434,327	506,233	590,045
权益投资	53,573	62,715	80,065	93,320	108,770
固定资产	7,833	9,364	10,207	11,023	11,905
分保资产	14,118	14,121	15,392	16,777	18,287
应收利息	11,006	13,659	15,435	17,132	19,017
其他资产	21,698	23,379	25,699	27,838	30,156
资产合计	570,612	681,502	792,599	918,811	1,065,475
保险准备金	374,931	438,887	504,720	570,334	633,070
保户储金及投资	47,182	41,754	43,842	46,034	48,335
应付次级债	8,000	15,500	15,500	15,500	15,500
卖出回购金融资产	32,105	50,143	52,650	55,283	58,047
其他负债	30,339	37,649	70,272	114,107	177,442
负债合计	492,557	583,933	686,983	801,257	932,395
股本	8,600	9,062	9,062	9,062	9,062
公积金	50,203	67,519	68,233	69,100	69,605
未分配利润	17,993	19,596	26,790	37,708	52,561
归属于母公司股东权益	76,796	96,177	104,085	115,870	131,228
少数股东权益	1,259	1,392	1,531	1,684	1,853
负债和权益合计	570,612	681,502	792,599	918,811	1,065,475

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
保费增速					
总保费增长率	11.0	5.3	9.6	12.0	12.5
寿险保费增长率	6.1	0.3	8.6	12.3	12.8
产险保费增长率	19.5	13.0	11.0	11.5	12.0
寿险首年保费增长率	(13.4)	(20.5)	(6.2)	5.5	8.8
寿险主要指标					
内含价值增长率	3.2	19.1	14.9	17.1	16.9
新业务价值增长率	10.1	5.2	4.7	10.4	12.5
新业务利润率(NBV/FYP)	14.3	18.9	21.1	22.1	22.8
内含价值回报率	19.8	20.2	19.2	19.2	18.8
产险主要指标					
费用率	34.7	34.9	35.4	35.9	36.4
赔付率	58.6	61.2	61.5	61.8	62.1
综合成本率	93.3	96.1	96.9	97.7	98.5
投资主要指标					
投资资产增长率	19.9	20.1	16.1	16.6	16.6
净投资收益率	4.62	4.99	4.71	4.87	5.03
总投资收益率	3.54	3.14	4.06	4.83	5.36
收益率					
资产收益率	1.59	0.81	1.50	1.96	2.30
净资产收益率	10.58	5.87	11.05	15.27	18.50
偿付能力					
偿付能力比率-集团	284.2	311.7	292.7	287.9	288.3
偿付能力比率-寿险	187.3	210.5	139.6	142.9	153.4
偿付能力比率-财险	233.1	188.3	178.0	167.1	156.3

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，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