

# 保险行业研究框架

## — 寿险行业

王维逸（证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001）

中银国际证券

中银非银研究团队

2019.10.18

中银国际证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

---

# 目录

---

- 寿险行业基础知识
- 寿险盈利模式及价值评估体系
- 保险资金运用情况
- 保险公司估值方法比较
- 风险提示

---

# 目录

---

## ■ 寿险行业基础知识

第一节：寿险产品分类

第二节：销售渠道分类

## 1.1 保险公司分类

1

### 人寿和健康保险公司 (Life and Health)

- ◆ 以人的生存、死亡或疾病为保险标的
- ◆ 以寿险精算为基础
- ◆ 以长期业务为主

2

### 财产和意外保险公司 (Property and Casualty)

- ◆ 以财产的损坏灭失或赔偿责任为保险标的
- ◆ 以非寿险精算为基础
- ◆ 以一年期短期业务为主

3

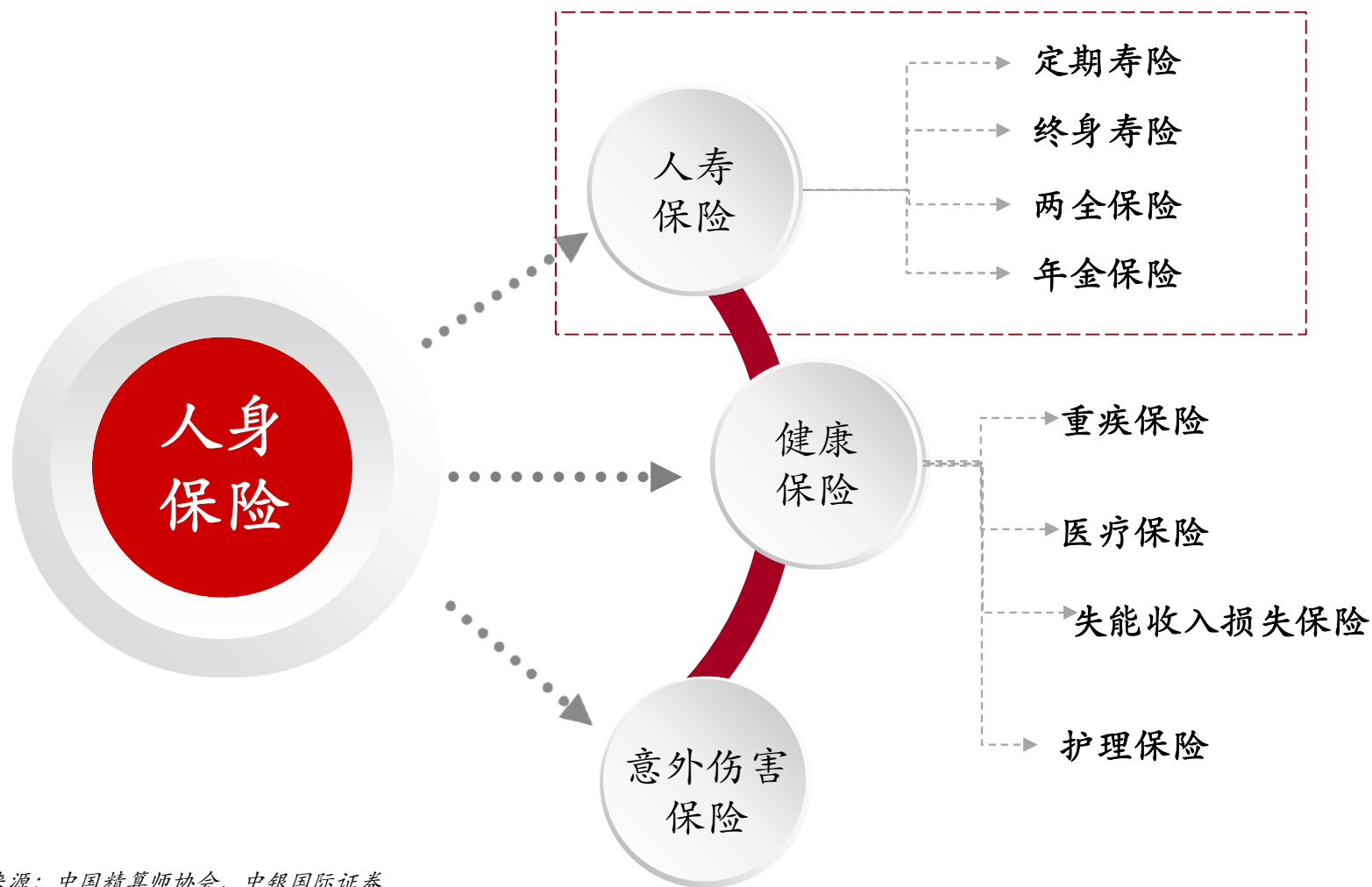
### 再保险公司 (Reinsurance)

- ◆ 分担直接保险公司(Direct insurer)的损失
- ◆ 直接保险公司也可以从事再保险业务

◆ 本文主要聚焦于寿险研究框架

资料来源：中国精算师协会，中银国际证券

## 1.2 人身保险分类



资料来源：中国精算师协会，中银国际证券

## 1.3 人寿保险产品四维分类

人寿保险业务可以根据保障特征、产品特征、缴费模式以及销售渠道特征分为以下：

按保障特征	按产品特征	按缴费模式	按销售渠道特征
定期寿险	传统险	趸交	个险
终身寿险	分红险	期交	银行
两全保险	投连险		团险
年金保险	万能险		电销
			互联网

资料来源：中国精算师协会，中银国际证券

### 1.3.1 按保障特征分类

定期寿险、终身寿险、两全保险和年金保险四类产品储蓄属性依次增加，保障属性减弱

名称	功能	给付保险金条件	说明
定期寿险	保障	死亡	在保险期间内，如果被保险人不幸身故，保险公司给付保险金；保险期间结束时，如果被保险人依然生存，保险公司不给付保险金，也不退还保险费，保险合同终止
终身寿险	保障，同时由于保险期间较长而带有一定的储蓄功能	死亡	终身寿险能够为被保险人提供终身的保险保障。投保后，不论被保险人在什么时候身故，保险公司都要按照合同约定给付保险金
两全保险	同时具有保障和储蓄功能，在其他条件相同的情况下，两全保险的储蓄功能比终身寿险更为突出	死亡或生存	两全保险的身故保障功能与定期寿险、终身寿险类似，生存保险金可以用于教育、养老等支出
年金保险	储蓄	生存	以生存为给付保险金条件，按约定分期给付生存保险金，分期给付生存保险金的间隔不超过一年（含一年）

资料来源：中国精算师协会，中银国际证券

## 1.3.2 按产品特征分类

产品种类	特征
传统险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 固定的利率与给付</li> <li>● 免体检延长保险期限或变换</li> <li>● 保费相对低廉</li> </ul>
分红险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 保单持有人享受保险公司经营成果</li> <li>● 客户承担一定的投资风险，但同时享受保单持有的红利</li> <li>● 保险给付、退保金中含有红利</li> </ul>
投连险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投资账户设置保险责任和保险金额</li> <li>● 包含一项或多项保险责任</li> </ul>
万能险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 死亡给付模式：一种是均衡给付的方式；另一种是直接随保单现金价值的变化而改变的方式</li> <li>● 保费交纳方法灵活</li> <li>● 结算利率有保证：提供最低保证利率，保险公司自行决定结算利率的频率</li> <li>● 费用收取包括：初始费用、风险保险费、保单管理费、手续费、退保费用</li> </ul>

资料来源：中国精算师协会，中银国际证券



### 1.3.3 按缴费模式

	趸交	期交
业务增长特点	<ul style="list-style-type: none"> <li>1、业务增长快，规模迅速提升</li> <li>2、现金流影响：久期短，后期影响有限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1、前期发展较趸交业务慢</li> <li>2、后期推动业务增长快，业务规模迅速提升</li> </ul>
优势	<ul style="list-style-type: none"> <li>1、有利于短期做大规模</li> <li>2、利于公司解决现金流问题</li> <li>3、手续费用收取简单，前期费用可以直接冲减</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1、续期滚存效应。</li> <li>2、短期投入，长期受益。</li> <li>3、有利于促进价值持续稳定</li> </ul>
劣势	业务增长到一定程度有瓶颈	前期业务成本投入大

资料来源：中银国际证券

## 1.3.4 按销售渠道特征

### 个人代理人 (Agents)

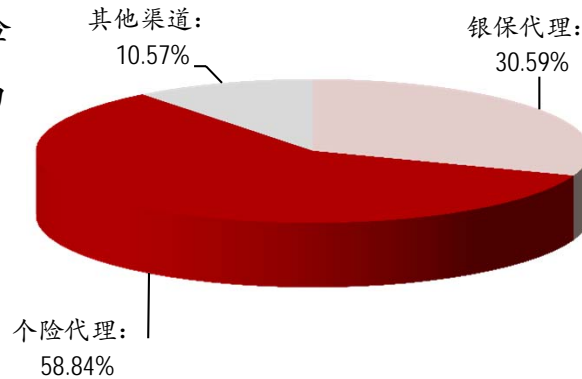
- 代表保险公司销售保险，非保险公司雇员，提取佣金
- 主要面向公众推销人寿保险和汽车保险
- 寿险代理人已成为我国寿险销售的主力

### 银行等兼业代理 (Bancassurance)

- 网点广泛、客户众多，适合个人投资型险种
- 此前曾为寿险行业占比最高的销售渠道，但自2010年9月监管机构加强监管后，保费规模不断下降

资料来源：中国精算师协会，中银国际证券

2018年寿险公司业务渠道情况



资料来源：中国保险资讯网，中银国际证券

### 保险公司营业部 (Direct Sales)

- 保险公司正式雇员
- 主要推销企业财产保险、航空险、水险和责任险等专业险种

### 专业代理公司和经纪公司 (Agency & Brokerage company)

- 专业代理公司可以代表多家保险公司销售产品
- 专业经纪公司代表被保险人，提取佣金。适合向大型企业推销专业险种

### 电话和互联网 (Telephone & Internet)

- 美国等发达国家已日益普及，适合汽车、医疗等险种
- 中国仍处于萌芽状态，未来可能快速发展

### 1.3.4 按销售渠道特征

个险渠道是目前最适合销售长期保障型产品或其他复杂保险产品的渠道

	销售模式	主要销售产品类型	管理	渠道贡献
个险渠道	主动寻找特定客户	长期保障型 长期储蓄型	1、公司控制力度强，可随时调整业务节奏	1、NBV贡献：主营销长期保障/储蓄保险产品，新业务价值高（费差/死差假设较高）； 2、利润贡献：公司定价较为保守，利润高；客户注重长期保障利益，价格敏感度低。
银保渠道	银保人员进行推荐	短期理财型	1、与银行合作，需考虑银行利益，业务节奏调整较慢； 2、手续费率高。	1、NBV贡献：主营短期理财产品，新业务价值低； 2、利润贡献：主营理财性产品定价较为激进，客户注重短期利益，价格敏感度高。

资料来源：中银国际证券

---

# 目录

---

- 寿险行业基础知识
- 寿险盈利模式及价值评估体系
- 保险资金运用情况
- 保险公司估值方法比较
- 风险提示

## ■ 寿险盈利模式及价值评估体系

第一节：从保险产品结构出发的“三差”盈利

第二节：寿险会计利润构成

第三节：价值评估体系

# 为什么难以看懂保险公司的盈利

## 为什么难以看懂保险公司的盈利

- |               |  |
|---------------|--|
| 1、会计准则复杂      | 从《保险合同相关会计处理规定》到最新的IFRS9会计准则，变化多，概念复杂      |
| 2、资产负债两端联动    | 新保费产生负债也增加保险公司资产                           |
| 3、“存量+流量”概念并存 | 保单利润需既要考虑当期利润的释放(流量);也需要对价值的贡献(存量)         |
| 4、精算“黑匣子”     | 寿险精算假设条件多、变动具有联动性、保单数据难以简单度量、复杂的精算概念难以理解等。 |

资料来源：中银国际证券

## 2.1 从保险产品结构出发“三差”盈利模式

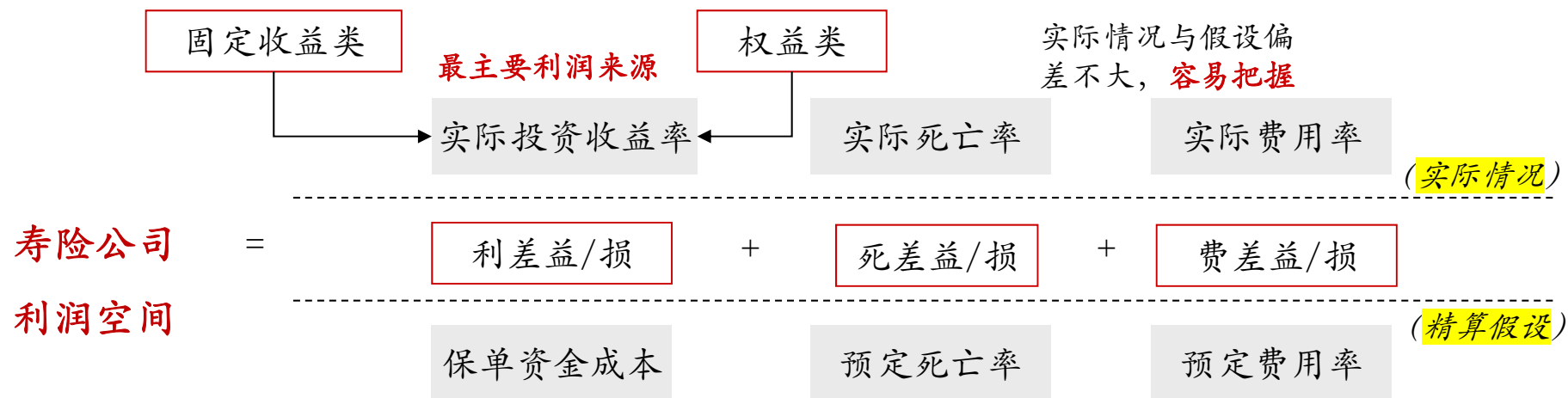
寿险业的会计利润来源有三项，即死差益、费差益和利差益

利差益 (Interest Surplus)

死差益 (Mortality Surplus)

费差益 (Expense Surplus)

- 利差益是指保险资金运用的实际投资收益率**高于**保单的资金成本而产生的盈利，反之则为利差损
- 死差益是指因实际死亡率同保单预定死亡率之间的**差异**带来的盈利，反之则为死差损
- 费差益是指公司实际的营运管理费用低于保单预定的营运管理费用所产生的**盈余**，反之则为费差损



资料来源：中国精算师协会，中银国际证券

## 2.1 “三差”盈利特点

三差	计算依据	代表性产品	业绩特点
利差	投资环境变化	理财型产品	业绩波动
死差	大数法则原理 (重疾发生率表中的死亡率)	保障型险种 (重疾/医疗)	业绩相对稳定
费差	公司综合管理能力	消费型险种 (如重疾/医疗)	业绩相对稳定

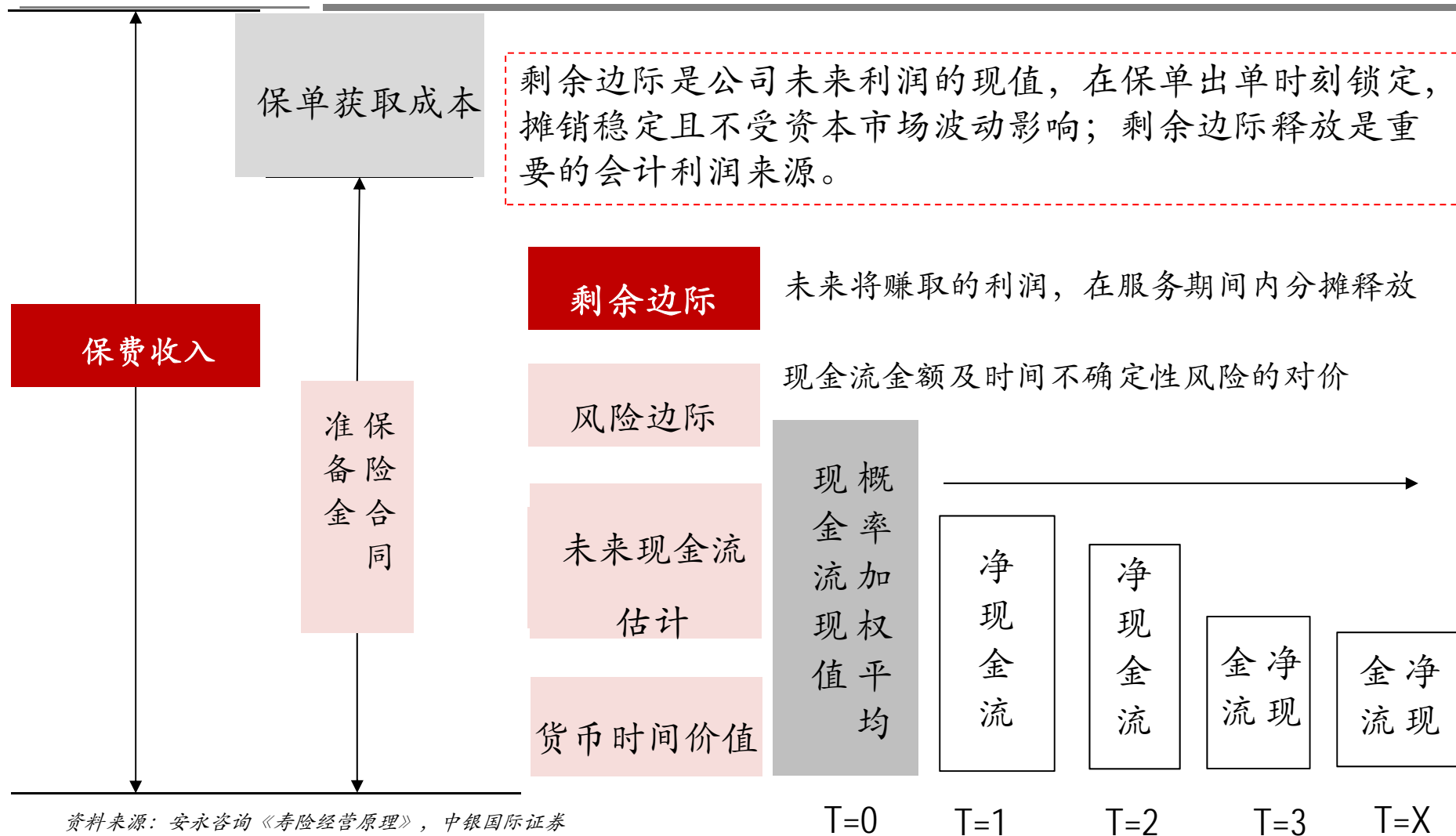
### “三差”体现在哪里？

“三差”是新业务价值中公司在特定假设环境下对于未来业绩的预期，隐含在保险产品新业务价值的精算假设。一般来说，保障型保险产品“死差、费差”占比更高，有利于稳定保险公司业绩。

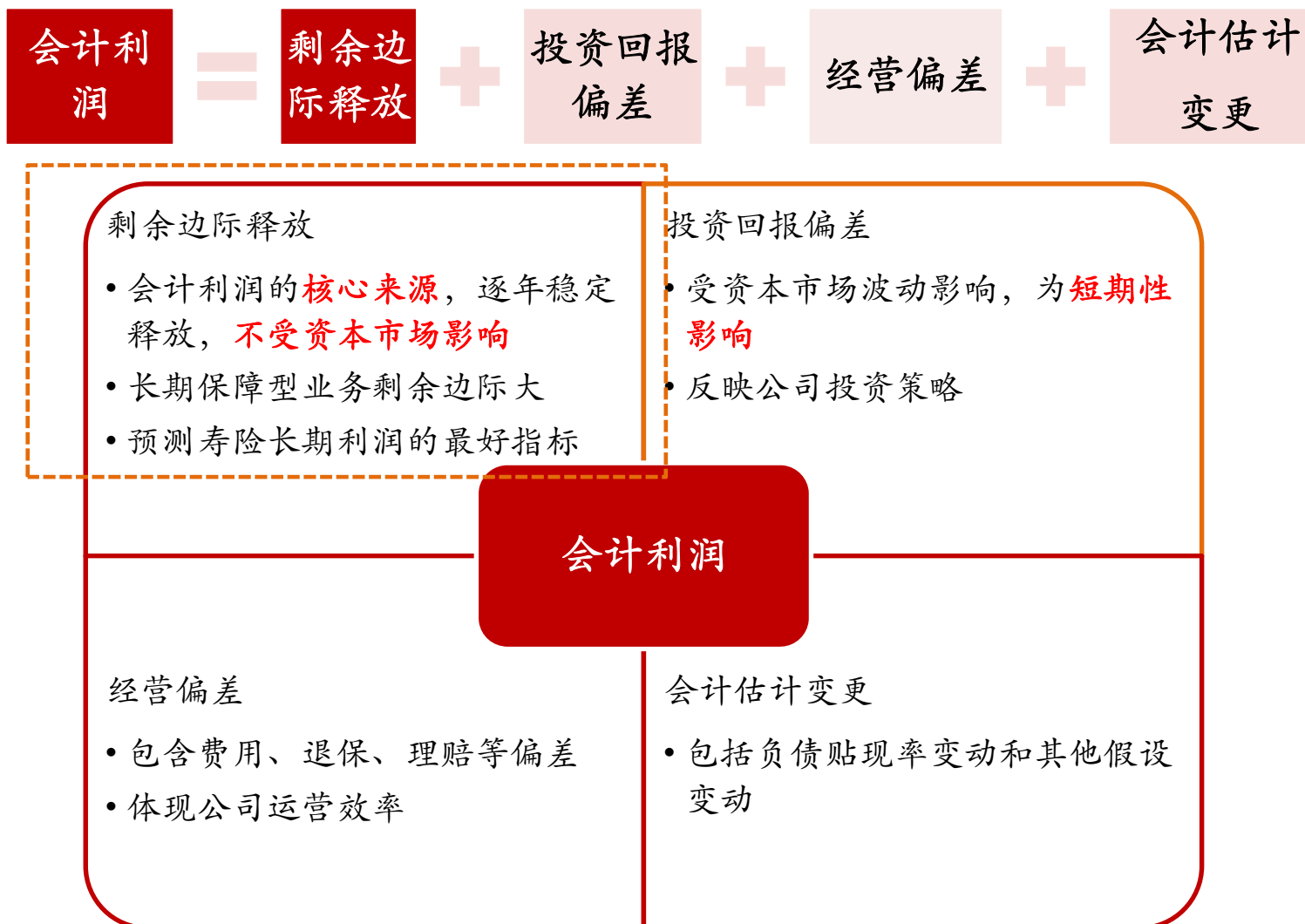
资料来源：中银国际证券



## 2.2 剩余边际释放是寿险会计利润的主要来源

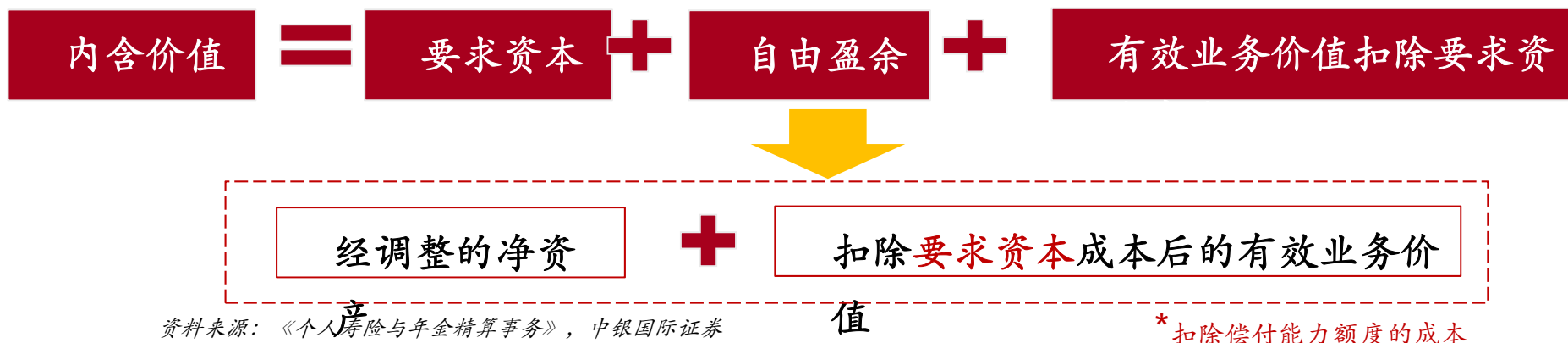


## 2.2 剩余边际释放是寿险会计利润的主要来源



## 2.3 价值评估体系-内含价值（例：中国平安）

内含价值是衡量公司在评估时点的价值存量，内含价值的定义如下：



### 经济价值的成份

(人民币百万元)

	2018年12月31日	2017年12月31日
调整后资产净值	602,155	512,713
其中：寿险及健康险业务调整后资产净值	212,922	183,920
1999年6月前承保的有效业务价值	17,051	16,758
1999年6月后承保的有效业务价值	418,534	335,610
持有偿付能力额度的成本	(35,284)	(39,909)
<b>集团内含价值</b>	<b>1,002,456</b>	<b>825,173</b>
其中：寿险及健康险业务内含价值	613,223	496,381

资料来源：公司公告，中银国际证券

## 2.3 经调整后的净资产

经调整后的净资产=总资产-总负债  
(其中：保险中的负债为价值评估相应的负债)

1、金融资产调整：

资产市场价值与账面价值之间的税后差异调整

中国会计准则计量的准备金与价值评估相应负债税后差异调整

2、扣除虚拟资产：

递延税前资产；待摊销费用等

资料来源：中银国际证券

## 2.3 有效业务价值与剩余边际的共性与区别

### 有效业务与剩余边际的共性与区别

	剩余边际	有效业务价值
定义： 概念有所相似	保单未来利润的贴现值	所有有效业务未来产生 <b>可分配利润</b> 的现值
区别1： 是否考虑税收	不考虑税收和资本成本  (*类比税前利润)	考虑税收和资本成本  (*类比税后利润)
区别2： 折现率不同	反应市场波动  折现率基于国债收益率和投 资收益率	审慎原则  采用较高折现率 (目前采用11%)
总结：	有效业务价值是未来利润的审慎贴现，可以简单理解为： 当前已有利润+未来应该要有的利润	

## 2.3 内含价值变动拆分及一年新业务价值

(人民币百万元)		2018年	说明
寿险及健康险业务期初的内含价值	[1]	496,381	
期初内含价值的预计回报	[2]	45,326	内含价值预期增长
其中：有效业务价值的预计回报		38,522	期初有效业务价值和当年新业务价值的预计回报使用保守风险贴现率11%计算
调整净资产的预计回报		6,805	
新业务价值创造	[3]	93,237	
其中：一年新业务价值		72,294	当期销售的新业务的价值，资本要求计算基于保单层面
新业务内部的分散效应		9,582	新业务内部保单之间存在风险分散效应，降低资本要求和资本成本
新业务与有效业务的风险分散效应		11,361	新业务和有效业务之间存在风险分散效应，降低资本要求和资本成本
营运假设及模型变动	[4]	608	
营运经验差异及其他	[5]	13,938	营运经验优于假设
<b>寿险及健康险业务内含价值营运利润</b>	<b>[6]=</b>	<b>153,109</b>	
股东注资		225	公司向平安健康险注资
股东股息		(31,449)	平安寿险向公司分红
<b>寿险及健康险业务期末的内含价值</b>		<b>613,223</b>	
<b>其他业务期初的调整净资产</b>	<b>[11]</b>	<b>328,792</b>	
其他业务当年营运利润	[12]	42,253	
其他业务当年非营运利润		7,236	公司因普惠业务重组而持有的陆金所控股发行的可转换本票，因陆金所控股C轮融资带来的公允价值重估损益
市场价值调整影响及其他		12,998	
<b>资本变动前其他业务期末的调整净资产</b>		<b>391,279</b>	
子公司向公司分红		31,449	平安寿险向公司分红
公司向子公司注资		(225)	公司向平安健康险注资
股东分红		(33,270)	公司支付给股东的股息
<b>其他业务期末的调整净资产</b>		<b>389,233</b>	
<b>公司期末的内含价值</b>		<b>1,002,456</b>	
<b>期末每股内含价值(人民币元)</b>		<b>54.84</b>	

注：因四舍五入，直接相加未必等于总数。

资料来源：公司公告，中银国际证券

### 内含价值变动可以拆分为：

- 期初内含价值的预计回报；
- 新业务价值；
- 经验假设调整；
- 投资回报差异；
- 其他：例如分红等影响。

### 一年新业务价值：

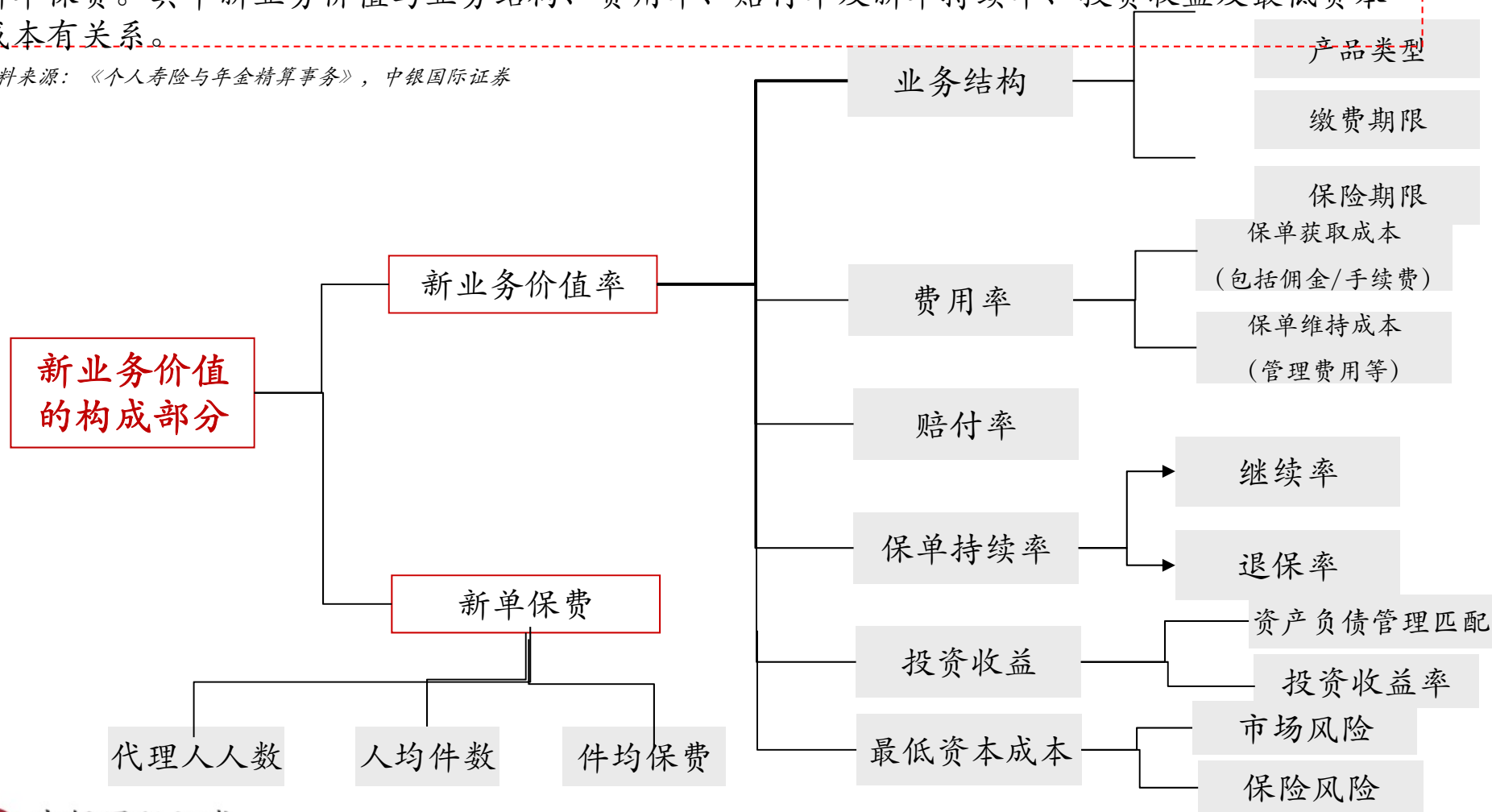
一年内新签发的保单在未来整个保险期间内每年的可分配盈余贴现到单位保单的出单时刻。

(重要的保险公司衡量指标，一般用新业务价值代替)

## 2.3 新业务价值构成

新业务价值是用来衡量公司在过去一年新增加的价值。新业务价值构成包括：新业务价值率及新单保费。其中新业务价值与业务结构、费用率、赔付率及新单持续率、投资收益及最低资本成本有关系。

资料来源：《个人寿险与年金精算实务》，中银国际证券



---

# 目录

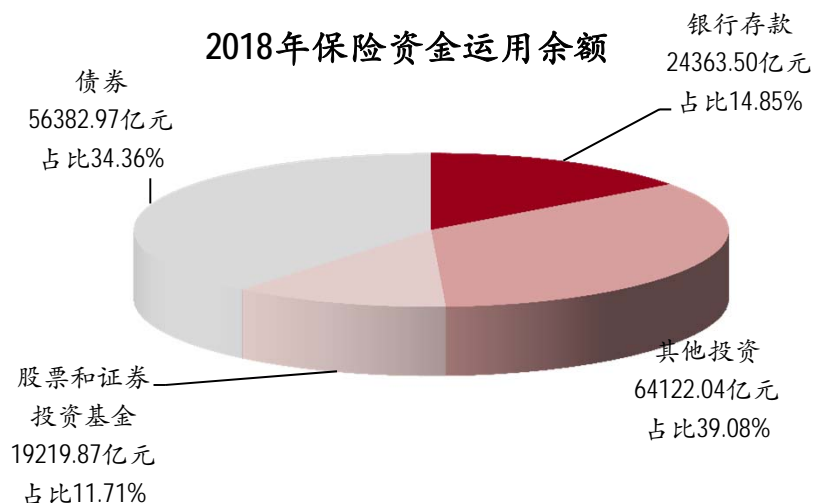
---

- 寿险行业基础知识
- 寿险盈利模式及价值评估体系
- **保险资金运用情况**
- 保险公司估值方法比较
- 风险提示



## 3.1 保险资金运用（银保监会统计口径）

保险投资分为：银行存款/债券/股票/其他类资产，占比分别为：14.85%/34.36%/11.71%/39.08%。



资料来源：银保监会，中银国际证券

### 其他类投资

- 以非标投资为主，包括银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划、股权投资基金等金融产品
- **优点：**支持实体经济发展，获取稳定投资收益；资产久期期间长
- **下一目标重点：**拓展险资投资范围
- **监管要求比例上限：**其中，其他金融资产上限30%

### 银行存款（包括但不限于：协议存款和其他定期存款）

- **优点：**提高公司运营的流动性
- **缺点：**协议存款集中到期现象；协议存款到期后，因当时时点配置时收益率较高，处于利率下行空间时，到期再配置压力犹存；
- **监管要求比例上限：**无上限

资料来源：中银国际证券

### 债券

- **特点：**符合险企久期配置策略
- 一般情况下，寿险公司负债久期高于资产久期，公司通过配置长期债券达到久期匹配原则
- **缺点：**对于利率敏感，配置长久期的债券资产难以通过择时兼顾投资收益
- **监管要求比例上限：**无上限

### 股票和证券投资

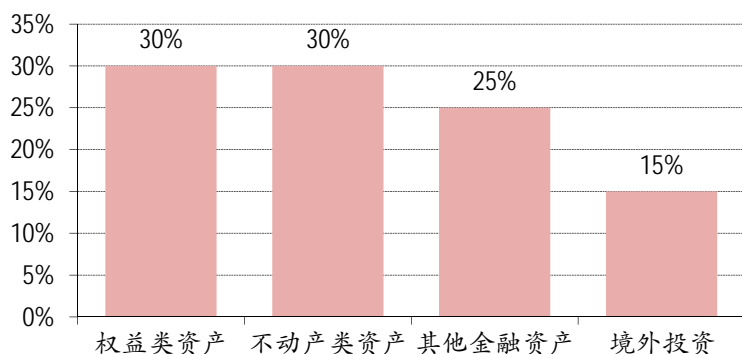
- **优点：**提高公司总投资收益率。
- **缺点：**受金融市场公允价值波动影响。
- **监管要求比例上限：**30%

银保监会未来将会更多支持保险机构在长期资金充分发挥机构投资者的作用，提高权益投资比例等措施将给予优秀保险机构更大投资空间。

## 3.2 保险行业资金运用(五大类资产)

2014年2月19日，原保监会发布实施《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，根据风险收益特征，将资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五个大类资产。其中，投资权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季末总资产的监管比例分别不高于30%、30%、25%、15%，投资流动性资产、固定收益类资产无监管比例限制。

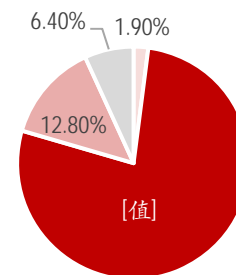
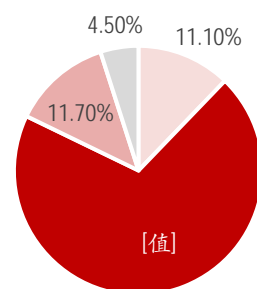
### 四大上市险企资产配置规模及占比



资料来源：银保监会，中银国际证券

### 上市险企资产配置均未超过监管上限

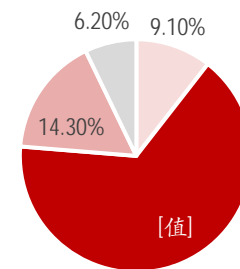
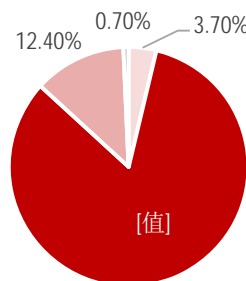
2018年中国平安资产配置结构 2018年中国人寿资产配置结构



■ 现金及定存 ■ 固定收益类 ■ 权益类 ■ 其他类 ■ 现金及定存 ■ 固定收益类 ■ 权益类 ■ 其他类

2018年中国太保资产配置结构

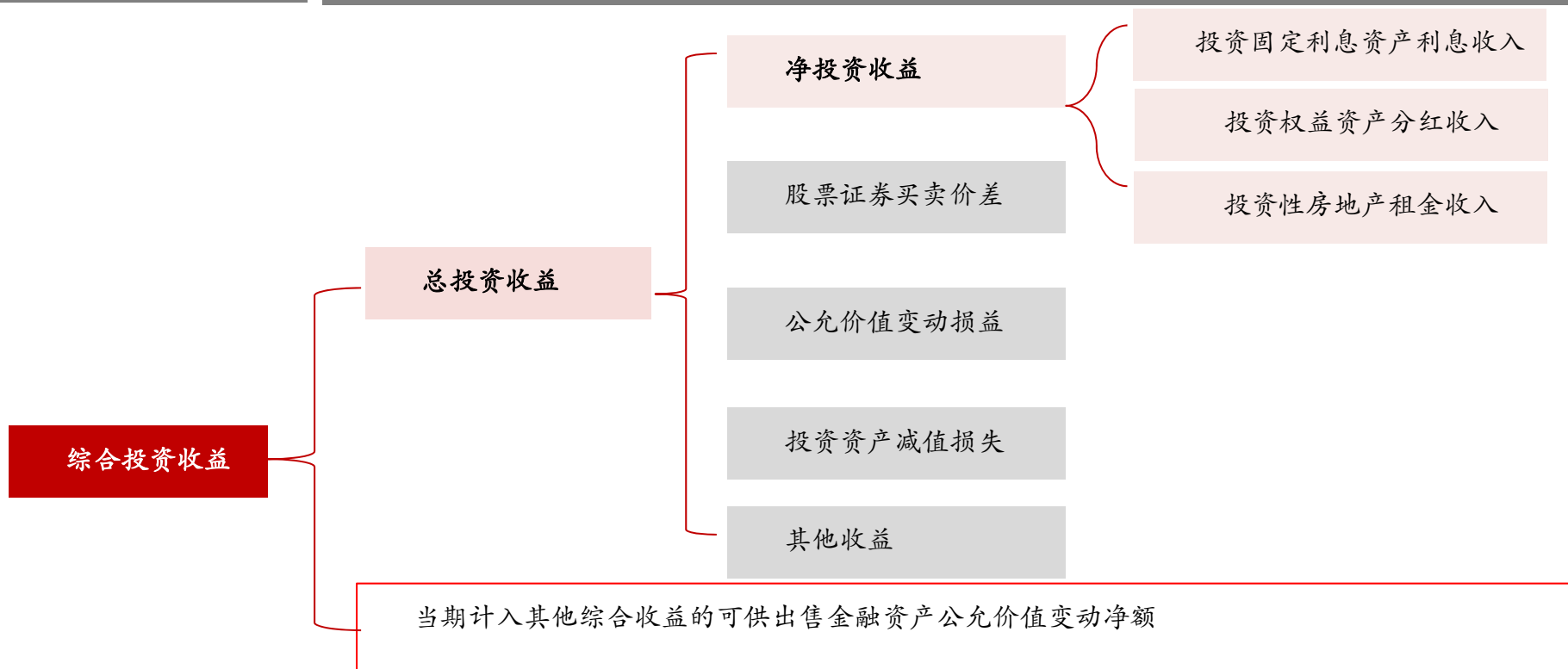
2018年新华保险资产配置结构



■ 现金及定存 ■ 固定收益类 ■ 权益类 ■ 其他类 ■ 现金及定存 ■ 固定收益类 ■ 权益类 ■ 其他类

资料来源：公司公告，中银国际证券

## 3.2 保险行业资金运用(五大类资产)



综合投资收益率	=	综合投资收益	÷	投资资产
总投资收益率	=	总投资收益	÷	投资资产
净投资收益率	=	净投资收益	÷	投资资产

资料来源：中国精算师协会，  
中银国际证券

---

## 目录

---

- 寿险行业基础知识
- 寿险盈利模式及价值评估体系
- 保险资金运用情况
- 保险公司估值方法比较
- 风险提示

## 4.1 保险行业资金运用(五大类资产)

### 以内含价值为核心的P/EV更为适用:

**以净利润为核心的PE估值:** 1) 寿险保单具有长周期的性质, 当期利润主要来自保单剩余边际的逐年释放, 用一个会计年度的利润为评估基础的PE不适用; 2) PE估值受到短期投资收益影响, 保险公司当期利润的波动性大, 当年会计利润无法反映一年的盈利情况, 因此PE估值不适用;

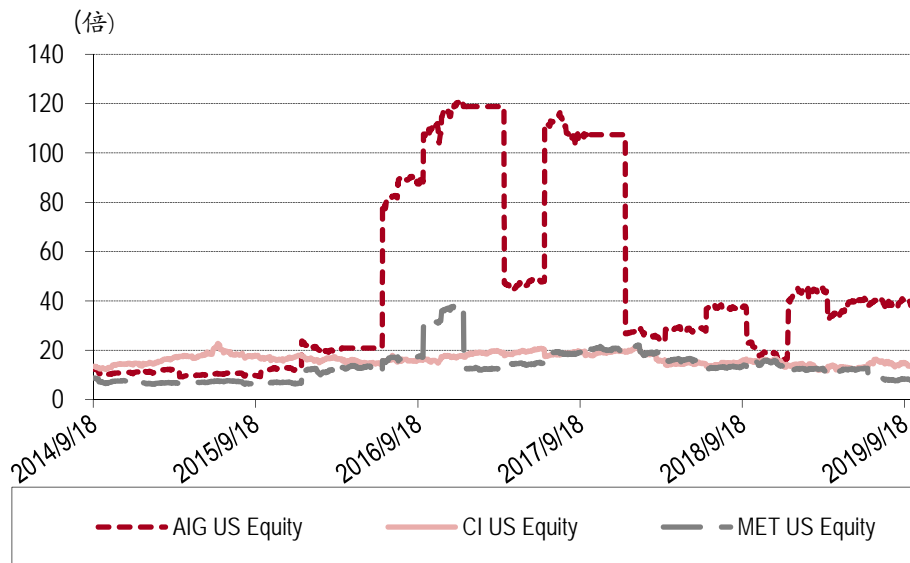
**以净资产为核心的PB估值:** 1) PB估值基础是净资产, 使用PB估值忽略了保单未来会稳定释放的价值, 低估保险公司的NBV; 而NBV未来可作为可分配的折现现金流, 所以用PB估值国内保险公司不适用。

方法	公式	估值
P/B	市净率=每股市值/每股净资产	1、不考虑保险公司存量保单和NBV价值; 2、代理人首年佣金费用高, 负债高
P/E	市盈率=每股市值/每股盈利	1、仅考虑会计年度当期利润; 2、市盈率法容易忽视成长型保险公司未来的利润; 3、国内寿险公司的市场集中度较高, 市盈率法的要求规模相当的可比公司, 中国寿险市场难以满足该项条件
P/EV	EV (内含价值)	1、考虑保险公司盈利的滞后性和当期盈利的波动性; 2、净资产指标低估保险公司清算价值, 内含价值将调整净资产和有效业务价值都包含在内

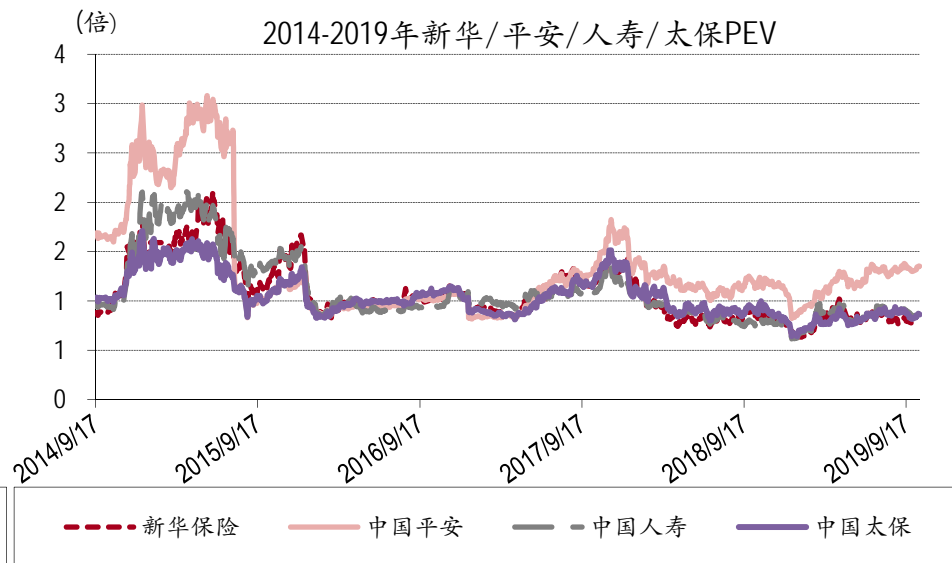
资料来源: 中银国际证券

## 4.1 保险公司估值方法比较

**AIG/Cigna/Metlife**公司2014-2019年P/E估值中枢为25.05，使用P/E估值的保险公司估值季节性变动明显，各家公司差异化明显，受公司市值大小影响。  
中国平安、新华保险、中国人寿及中国太保2014-2019年P/EV估值中枢为1.14，用P/EV估值保险公司估值较为平滑，全年小幅变动，季节性特征不明显，公司市值影响较小；



资料来源：公司公告，中银国际证券



资料来源：公司公告，中银国际证券

---

## 目录

---

- 寿险行业基础知识
- 寿险盈利模式及价值评估体系
- 保险资金运用情况
- 保险公司估值方法比较
- 风险提示

## 风险提示

- ◆ 保障型保险产品保费增速不及预期：保障型保险产品侧重于价值提升，2019年上市险企采用代理人增员、修改基本法激励措施、代理人考核引导等方式继续加强保障型保险产品销售，但整体保障型产品转型与市场接受度具有不确定性。
- ◆ 市场波动对投资收益、估值的双重影响：保险资产端受权益市场影响，中美贸易关系带来的权益类市场波动影响，对于保险权益投资及估值具有双重影响。
- ◆ 利率下行带来的险企投资不确定性：保险资金端因风险偏好影响，重点配置固定利率债券产品，目前宏观环境存在不确定性，若利率下行将对保险行业带来较大影响；





中银国际证券  
BOC INTERNATIONAL (CHINA)

谢谢聆听

欢迎交流

敬请支持



# 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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转载或转发的，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

# 客户第一 专业成就梦想

中银国际证券股份有限公司  
BOC International (China) Limited

北京 Beijing

地址(Add): 中国北京市西城区单北大街110号老佛爷百货7F  
15/F, Tower 2, Yingtai Business Center, No. 28 Finance Street, Xicheng District, Beijing, China  
电话(Tel): 010-6622 9000 传真(Fax): 010-6657 8950 邮编(PC): 100140

上海 Shanghai

地址(Add): 上海市浦东新区银城中路200号中银大厦39F-40F  
39-40/F, Bank of China Tower, 200 Yincheng Road Central, Pudong, Shanghai, China  
电话(Tel): 021-2032 8000 传真(Fax): 021-5037 2476 邮编(PC): 200121  
网址(Web): [www.bocigroup.com](http://www.bocigroup.com) [www.bocichina.com](http://www.bocichina.com)

香港 Hong Kong

地址(Add): 香港花园道1号中银大厦26楼  
26/F., Bank of China Tower, 1 Garden Road, Hong Kong  
电话(Tel): 852-2230 8888 传真(Fax): 852-2147 9065

