

强于大市

上市险企 9 月保费点评

单月增速进一步放缓，行业备战开门红

上市险企发布 2020 年 9 月保费收入数据。单月同比增速新华保险(+4.5%)>中国平安（（+0.1%）>中国太保（-0.5%） >中国人寿（-5.6%），环比增速分别为新华保险（+90.9%）>中国人寿（+34.7%）>中国平安（+7.3%）>中国太保（-10.3%）。[1]

- **9 月单月保费增速进一步放缓，负债端增长乏力。**上市险企发布 2020 年 9 月保费收入数据。单月同比增速新华保险(+4.5%)>中国平安（寿险）（+0.1%）>中国太保（-0.5%）>中国人寿（-5.6%），9 月保费环比增速分别为新华保险(+90.9%)>中国人寿(+34.7%)>中国平安(寿险)(+7.3%)>中国太保（-10.3%）。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 9 月保费收入分别为 508 亿元、336 亿元、162 亿元、178 亿元。与往年不同的是，今年上市保险公司纷纷提前了“开门红”的准备节奏，9 月已基本开始“开门红”布局，因此险企主动放慢 9 月业务节奏。同期内理财产品收益率的下行，预计年金险等开门红产品将受到更多关注。
- **寿险累计保费稳中有增，新华保险继续领跑同业。**2020 年上市险企 1-9 月累计保费收入同比增速分别为新华保险(+24.5%)>中国人寿(+9.4%)>中国太保（-1.6%）>中国平安（寿险）（-4.0%）。**新华**去年同期基数低，虽 9 月单月保费增速放缓，累计保费增速依然领跑上市险企。**中国人寿**得益于 2020 年“开门红”布局较早，持续推出多样化、长期期缴等开门红产品，保持了较高的保费增速，持续领跑同业。**中国太保及中国平安**侧重保障型产品，一定程度上仍然还未走出疫情的负面影响。**中国太保**在 8 月保费大幅度下滑后，推出开门红产品“鑫享事诚”，加速保费增长，缩小了 9 月保费增速下滑趋势。**中国平安**预计业务持续承压与代理人脱落加剧及增员放缓有关，10 月推出“金瑞人生 21”快速返还产品，接下来将进一步为“开门红”做好准备。大多数险企都逐步推出“开门红”产品，同时做好人员及产品储备。预计后续代理人整体规模和质量都将有所提升，共同推动保费增长。随着疫情得到有效控制，经济逐步恢复，寿险保费已经趋于稳定，预计后续负债端将继续改善，且改善幅度增大。
- **上市险企进入开门红准备阶段，有望实现保费高增长。中国人寿**继推出“鑫耀东方”后，持续推出更多样化、长期期缴产品，如“鑫耀前程”、“鑫享至尊”等开门红产品，2021 年第一季度业绩预期稳增。预计**中国平安** 10 月会进一步向 2021 年倾斜，为开门红作好人员准备和产品准备。**中国太保和新华保险**当前注重大规模增员和开展产品报备工作，通过获客型产品进行业务储备，**新华保险**或将 12 月初正式启动 2021 年“开门红”。预计 2021 年上市险企“开门红”增速有望超预期。

风险提示：

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性；代理人线下复工不及预期。

相关研究报告

《财险行业 1Q2020 点评》20200507
《保险行业 2020 年一季报前瞻》20200421
《上市险企一季度保费点评》20200419

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

证券分析师：兰晓飞
(8610)6622-9085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

[1] *以下如无特殊说明，提及中国平安处均为寿险保费收入。*

一、寿险月度保费收入点评

9 月单月保费增速放缓，负债端增长乏力。上市险企发布 2020 年 9 月保费收入数据。单月同比增速新华保险(+4.5%)>中国平安（+0.1%）>中国太保（-0.5%）>中国人寿（-5.6%），9 月保费环比增速分别为新华保险（+90.9%）>中国人寿（+34.7%）>中国平安（+7.3%）>中国太保（-10.3%）。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 9 月保费收入分别为 508 亿元、336 亿元、162 亿元、178 亿元。与往年不同的是，今年上市保险公司纷纷提前了“开门红”的准备节奏，9 月已基本开始“开门红”布局，主动放慢业务节奏。但随着理财产品收益率的下行，上市险企的开门红产品将受到更多关注。

2020 年上市险企 1-9 月累计保费收入同比增速分别为新华保险（+24.5%）>中国人寿（+9.4%）>中国太保（-1.6%）>中国平安（-4.0%）。新华保险和中国人寿得益于一季度保费积累充分，上半年保费增速领跑同业。中国人寿得益于 20 年“开门红”布局较早，在疫情期间快速调整销售策略以降低疫情的负面影响，从而实现了较高的保费增速。中国太保及中国平安侧重保障型产品，一定程度上仍然还未走出疫情的负面影响。中国太保以增员和蓄客为主，偏向获客型产品，但由于 19 年同期销售短储策略性产品高基数影响，单月保费下滑明显。**中国平安**主动加大清虚力度，人力规模持续下滑，新单持续承压，业绩受到一定的负面影响。虽然近两个月的负债端边际仍在改善，但幅度低于市场预期。大多数险企把精力投注于增员，预计后续待人整体规模和质量都将有所提升，共同推动保费增长。随着疫情得到有效控制，经济逐步恢复，且代理人线下复工有序推进，预计后续负债端将继续改善，且改善幅度增大。

中国平安 9 月个险新单为 92 亿元（前值为 81 亿元），同比增速为-10.90%，较 8 月增速-11%降幅有所缩小。单月环比增速为+13%。累计新单保费仍有（1-9 月累计同比变动）-14.2%的降幅，较上月降幅收窄。中国平安 9 月新单保费继续延续上半年疲弱态势，连续 9 个月的单月新单呈现负增长，预计业务持续承压与代理人脱落加剧及增员放缓有关。9 月新单保费增速改善与平安 10 月 10 日推出的“金瑞人生 21”有关，该产品与 2020 年的金瑞人生相比，主打快速返还，缴费期取消了十年期，吸引客户投保。预计 10 月开始业务中心将进一步向 2021 年倾斜，为开门红作好准备，或于 11 月中旬开启“开门红”。

中国太保单月保费同比增速-0.5%，较上月（-8.4%）降幅大幅缩小，公司于 9 月已进入开门红准备阶段。公司在国庆期间推出开门红产品“鑫享事诚”，保障期缩短三年，受益于理财产品收益率的下行，保险公司开门红产品的吸引力将增大，加速保费增长。由于 2020 年一季度基数较低，公司当前注重增员和产品以实现全年目标，预计“开门红”将于 12 月底正式开启。

新华保险 9 月当月寿险保费同比增速 4.5%，增幅较上月（9.8%）有所缩小。2020 年累计保费同比增速 24.5%，领先中国人寿（9.4%）15.1pct。公司业务重心仍在 2020 年上，且在 7 月和 8 月进行了产品运作冲刺业绩，因此 9 月保费增速大幅放缓。**新华保险将**基于低基数背景持续追求高增长，重点开展大规模增员及产品报备工作，力争完成全年目标，预计“开门红”约年底启动。

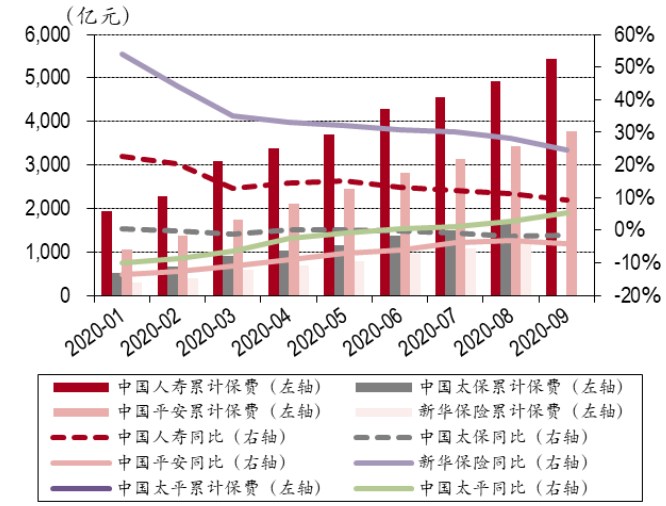
中国人寿 1-9 月保费收入累计同比增速达 9.4%，较上月(11.2%)增速有所缩小。9 月实现当月保费 508 亿元，同比增速-5.6%，自 8 月第一次出现负增长后，9 月增长幅度再次缩小。主要系国寿主动调整战略，加大清虚力度，通过严格考核要求，开启了队伍“由量到质”的转型。公司继推出“鑫耀东方”后，持续推出更多样化、长期期缴产品，如“鑫耀前程”、“鑫享至尊”等系列开门红产品，2021 年第一季度业绩预期稳增。

图表 1. 上市险企 9 月保费数据

公司名称	9 月保费	单月环比 (%)	单月同比 (%)	1-9 月保费	累计同比(%)
中国人寿	508	34.7	(5.6)	5,436	9.4
中国太保	162	(10.1)	(0.5)	1,828	(1.6)
中国平安-人寿	336	7.2	0.1	3,776	(4.0)
中国平安-健康	10	22.8	27.8	75	52.5
中国平安-养老	33	143.3	36.3	218	11
中国平安-个险新单	92	13	(10.9)	978	(14.2)
中国平安-寿险合计	379	13.1	3.1	4,068	(2.6)
新华保险	178	90.9	4.5	1,344	24.5

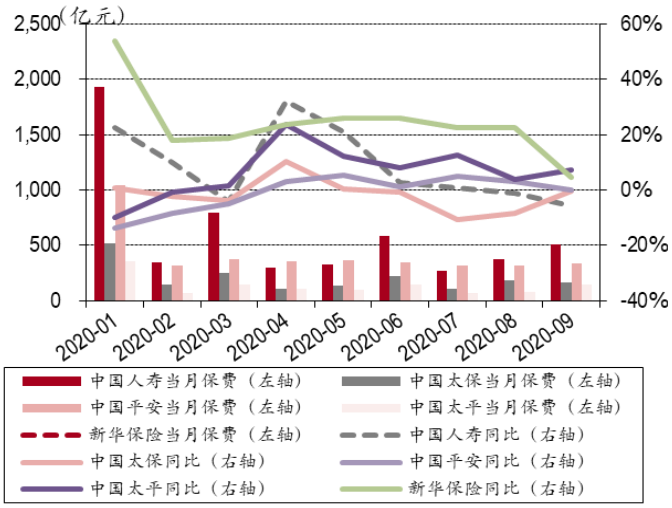
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 寿险当年累计保费收入及同比增速



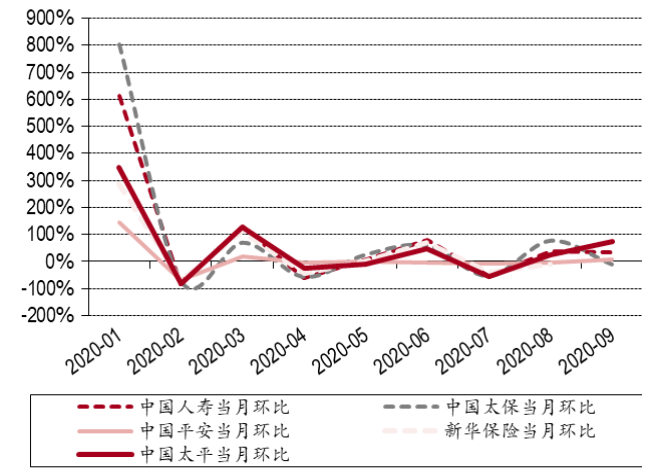
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 寿险当月保费收入及同比增速



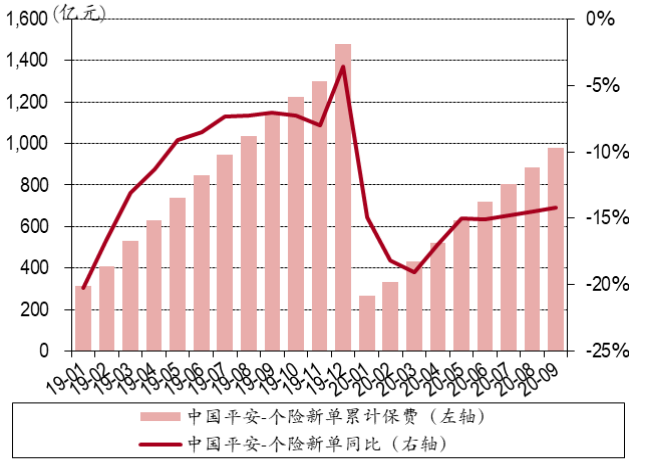
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 寿险当月保费环比增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 中国平安个险新单当年保费收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

二、财险月度保费点评

中国财险、平安产险、太保产险 9 月财险保费收入分别为 366 亿元、267 亿元、137 亿元。单月同比增速中国太保（+22.2%）>中国平安（+12.2%）>中国财险（+2.6%）。环比增速分别为中国财险（+18%）>中国太保（+14.9%）>中国平安（+8.7%），相较于 7、8 月的环比增速均大幅增长，已恢复至正常增长水平。**2020 年 1-9 月，主要上市险企财险累计保费维持快速增长。**中国财险、中国平安、中国太保 2020 年 1-9 月累计财险保费收入分别为 3442 亿元、2195 亿元、1146 亿元。累计同比增速分别为中国太保（+14.9%）>中国平安（+11.5%）>中国财险（+3.7%）。

车险行业 9 月第三次改革落地，回顾三次改革，监管从限制底线到放权。

我国车险市场的改革在近 20 年间从未停止。在监管引导下经历了三次车险综合改革。2001 年在原保监会的引导下，在广东省率先试点改革车险费率，将车险条款费率的制定和修改权限下放给保险公司。到 2003 年，在全国范围内推广车险条款费率改革制度，由保险公司自主定价车划线费率，监管部门审查备案。

第一次车险改革，监管主旨是开放车险市场，鼓励保险公司自主定价及开发多元化满足客户需求的产品。但由于市场的恶性竞争，车险经营中多次出现“高保低赔”、“无责不陪”等霸王条款，第一次车险改革市场化终结。

车险市场化试点扩大至全国，监管不再限制车险最低价。第二、三次车险费率市场化改革在 2015 年启动。是在制定统一车险行业基准风险保费的基础上，逐步扩大保险公司自主定价权。2016 年起将天津等 12 个城市纳入第二轮车险试点范围，2016 年 6 月，第三轮车险试点范围拓展至全国。2017 年 6 月，原保监会发布《关于商业车险费率调整和管理等有关问题的通知》，再度下调各地自主渠道系数及自主核保系数，部分地区最低折扣率至 0.3375。随着险企自主定价范围的扩大，监管不再限制车险最低价，险企完全根据自身经营状况设置系数下限。

车险行业责任划分越来越标准的前提下，在地区、险种类别以及使用性质的风险差别已被逐步抹平。综合车险的监管重点从后端赔付管理，前置到车险的核保及定价。由于监管鼓励保险公司在自主定价系数上发挥定价差异，各地区监管对自主系数均值下限有明确要求（0.65-1.35），保险公司需建立费率回溯及产品定价及时调整策略。

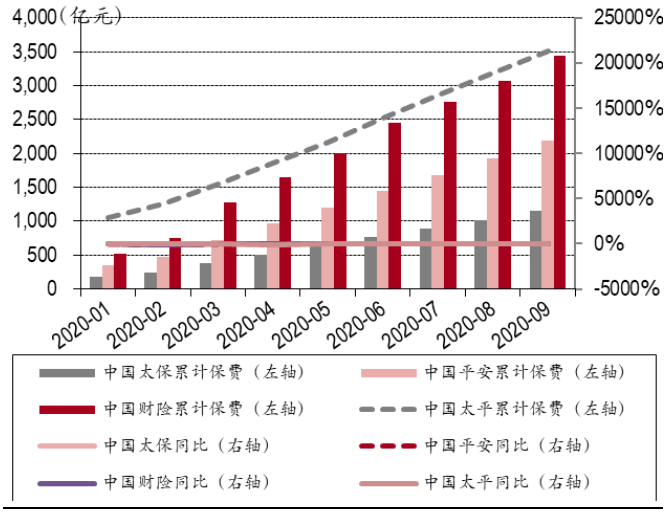
车险增速拖累财险保费增速下滑，头部险企科技布局推动数字化经营转型

近年来，受到新车销售下滑的影响，车险行业普遍新单下滑。财险市场“老三家”车险保费表现不佳，2017 年至 2019 年同比增速增速逐年下滑。今年受到疫情影响，汽车行业持续低迷导致车险保费增速大幅下滑，截至 2020 年 6 月，中国人保、平安财险及太保财险车险同比增速分别为-74%/-76%/-71%。根据《13 个精算师》统计数据，相较于交强险，商业车险下滑幅度较达。2013 年至 2017 年商车保费虽逐年下滑，但仍能保持两位数增长；截至 2018 年，商车保费下滑至 2.62%，下降 7.39 个百分点。与此同时，交强险增速较为稳定，对车险增速有正贡献。

车险市占率表现稳定，2016 至 2019 年“老三家”市占率稳定在六成左右，车险市场马太效应明显。“老三家”科技布局较早，较早加强车险定价能力及数字化经营转型。在车险改革定价方面有一定数据优势，有望更好消化综合车险改革带来的影响。另外一方面，对于费率的严控，在一定程度上倒逼中小财险公司向专业化、精细化转型，原有市场上存在的陋习被消除，促进车险市场化经营。预计未来车险市场龙头集中度有望进一步提升，利好龙头财险公司。

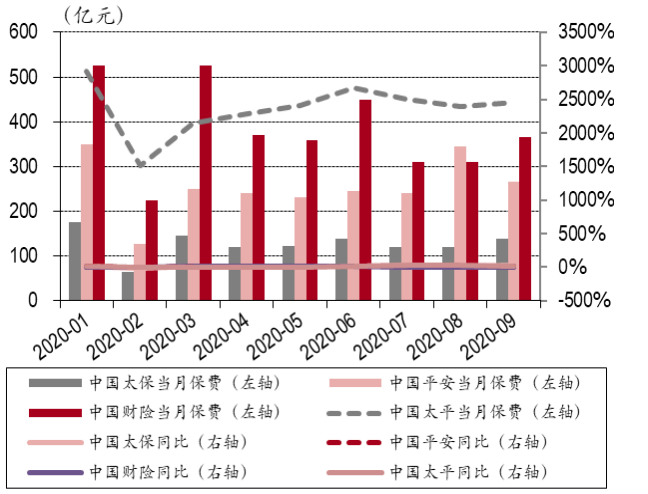
车险保费回归正常增速，非车险延续高增长趋势，疫情对产险负面影响出清。整体上看，**上半年非车险是产险保费增长的主要推动力。**分险种来看，一季度车险保费收入增速主要受到疫情影响，新车销售放缓，车险业绩承压。二季度开始随着**新车销量回暖**，据乘联会数据，8 月我国乘用车市场零售销量为 170.3 万辆，同比增长 8.9%，环比增长 6.5%，继 7 月出现负增长后又恢复正增长态势，**车险保费增速略有回升，但仍有较大增长空间，有望推动产险继续增长。**但考虑到年内监管将加速推出商业车险综合改革，对车均保费产生负面影响，车险业务保费规模和承保盈利短期将面临双重压力。非车险部分，从 2020 年 8 月保险行业财险险种占比中可以看到，保证保险规模继续大幅压缩，农险及责任险、意外险等非车险领域逐步占据主导且保持较好增长，在疫情蔓延下政策性险种韧性较强，受到影响较小。未来随着监管对于非车险领域政策的推动，受益于经济基本面改善，**非车险延迟需求将进一步释放，有望持续保持强增长动能。**产险受疫情负面影响逐渐消减，预计下半年实现稳步增长。

图表 6. 财险当年累计保费收入及同比增速



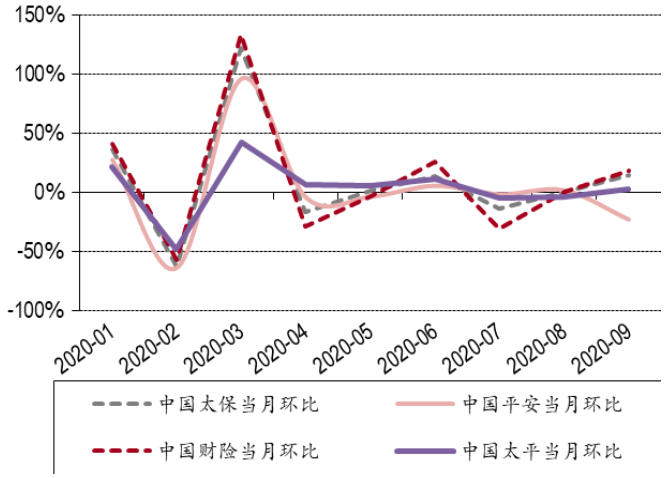
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 财险当月保费及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 财险当月保费及环比增速



资料来源：公司公告，中银证券

三、月度政策点评

图表 9. 交强险主要变化情况

险种名称	主要变化情况
交强险	**（1）赔付限额提升：**新交强险的总责任限额从 12.2 万提升至 20.0 万，无责任限额从 1.21 万提升至 1.99 万；责任限额水平大幅提升，具体提升幅度各为 63.9%、64.5%； **（2）费率浮动系数下限降低：**在提高交强险责任限额的基础上，结合各地区交强险综合赔付率水平，在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，浮动比率中的上限保持 30%不变，下浮由原来最低的-30%扩大到-50%，提高对未发生赔付消费者的费率优惠幅度。 鼓励通过互碰自赔、在线处理等方式处理轻微交通事故，不纳入费率上调浮动因素。

资料来源：银保监会，中银证券

车险综合改革实施，保障增加，价格“打折”。自银保监会 7 月就车险综合改革征求意见后，发布《关于实施车险综合改革的指导意见》，确定于 9 月 19 日执行。整体改革包括交强险及商车险两部分。总体而言，正式实施后车险保障增加，价格只降不增。

（1）交强险：责任限额提升，良好驾驶习惯的车主费率可“打折”。

交强险总责任限额自 12.2 万提升至 20 万，无责任赔偿自 1.21 万提升至 1.99 万。

车险改革给良好驾驶习惯的车主费率“打折”。交强险价格下浮由原来最低-30%扩大至-50%，从消费者角度来讲，来年保费上涨的幅度变小。未发生事故赔付的车主，可以享受到交强险浮动系数下调的“打折”。无赔款优待系数中，将原有 1 年记录扩大至 3 年以上。在 3 年期内，有良好驾驶习惯的车主来年费率上调幅度将降低，最高可享车险“5 折优惠”。

图表 10.交强险责任变化情况

类别	责任限额项目		改革前（万元）	改革后（万元）
交强险	总责任限额	死亡伤残	11	18
		医疗费用	1	1.8
		财产损失	0.2	0.2
		总计	12.2	20
	无责任限额	死亡伤残	1.1	1.8
		医疗费用	0.1	0.18
		财产损失	0.01	0.01
		总计	1.21	1.99

资料来源：银保监会，中银证券

（2）商车险提升保障服务，新增六项服务保险责任。

在商车险部分，新增六项保险责任，删除了部分容易引发赔款争议的免责条款（例如，原有无法找到第三方免赔率等）。并且考虑车险责任限额的提升与经济状况改善相挂钩，将示范产品商业三责险自原有 5-500 万区间调整至 10-1000 万区间，“天价豪车赔穿全家”等社会现象或能有所减少。保险持续发挥经济补偿和化解矛盾纠纷的功能。

在产品责任扩大的同时，商车险的基准风险保费和附加费率同时大幅下降。此次综合车险改革主要是根据实际风险状况重新测算了基准风险的保费，包括将附加费用上限由 35%下调为 25%；预计赔付率由 65%提高到 75%，因此大部分客户的保费有大幅下降。新保单享受改革优惠，降幅比例从 17%-50%不等。

删除征求意见稿中的“指定修理厂”扩展责任，促进事故赔付维修行业自主竞争。正式稿中删除了原有征求征求意见稿中的“指定修理厂”的扩展责任。主要是考虑车辆维修过程中，4s 店人工工时费用及零件费用高于修理厂，造成车险赔付金额“虚高”的情况。在删除该项扩展责任后，有助于独立维修门店公平市场化竞争，有效减少维修赔付金额，降低商车成本率。

图表 11. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2018	2019	2020E	2021E	2022E	评级
601628.SH	中国人寿	49	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	1.74	1.47	1.28	1.10	0.94	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	27.97	23.59	22.50	20.46	18.30	
601318.SH	中国平安	83.5	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	1.52	1.27	1.06	0.88	0.73	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	21.11	20.10	19.45	17.56	15.57	
601601.SH	中国太保	34.04	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	0.97	0.83	0.72	0.63	0.55	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	12.08	13.31	12.79	11.50	10.11	
601336.SH	新华保险	67.7	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	1.22	1.03	0.93	0.82	0.71	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	17.30	21.60	20.96	18.43	16.36	
行业平均 PEV				**1.36**	**1.15**	**1.00**	**0.85**	**0.73**	

资料来源：万得，中银证券

**以 2020 年 10 月 23 日收市价为标准*

五、风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性。

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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 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刊载或转发的，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。

中银国际证券股份有限公司
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
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371