

强于大市

车险综合改革正式落地

短期降价、增保、提质，不改长期利好龙头集中度提升

综合车险历经三次改革，监管从限制底线到放权险企自主定价；综合车险改革落地，短期内降价、增保、提质。长期来看，龙头财险公司科技布局较早，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。长期利好龙头集中度提升。

- **综合车险改革落地，短期内降价、增保、提质。**据银保监会《关于实施车险综合改革的指导意见》，车险改革已于 2020 年 9 月 19 日实施落地。车险综合改革主要内容包括：（1）车险责任只增不减。交强险总责任限额从 12.2 万元提升至 20 万元；（2）良好驾驶者来年保费可“打折”。费率浮动系数下限自原有-30%扩大至-50%；（3）商车险新增六项保障责任，商车三者险责任限额提升至 10 万元至 1000 万元区间，保险持续发挥经济补偿和化解矛盾纠纷的功能；（4）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。

- **三次车险改革，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。**（1）第一次改革：**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。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；**（2）第二、三次车险费率市场化改革在 2016 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。**

投资建议：

- 车险经历三次改革，监管重点从原有后端赔付管理，前置到车险核保及定价。龙头财险公司科技布局较早，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。

风险提示：

- 保障型产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情蔓延程度超预期。

相关研究报告

《上市险企 8 月保费点评》20200917
《保险资产管理产品实施细则点评》20200914
《保险行业 7 月保费点评》20200906

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)66229085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

图表 1. 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 2.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

图表 3. 交强险浮动系数变化情况

浮动系数	改革前(%)	改革后(%)
浮动系数上限	30	30
浮动系数下限	(30)	(50)

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 4. 商车险主要变化情况

险种名称	主要变化情况
商车险	（1）三者险的责任限额提升。支持行业将示范产品商业三责险责任限额从 5 万－500 万元档次提升到 10 万-1000 万元档次，更加有利于满足消费者风险保障需求，更好发挥经济补偿和化解矛盾纠纷的功能作用； （2）车损险责任范围及车险保障服务扩展。引导行业将示范产品的车损险主险条款在现有保险责任基础上，增加机动车全车盗抢、玻璃单独破碎、自燃、发动机涉水、不计免赔率、无法找到第三方特约等 6 个方面的保险责任，为消费者提供更加全面完善的车险保障服务。并删除了实践中容易引发理赔争议的免责条款；新增了道路救援、安全监测、代驾、代送检 4 项服务； （3）丰富商车险产品。支持行业制定新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险示范条款，探索在新能源汽车和具备条件的传统汽车中开发机动车里程保险（UBI）等创新产品，制定包括代送检、道路救援、代驾服务、安全检测等车险增值服务险的示范条款，为消费者提供更加规范和丰富的车险保障服务； （4）健全商车险条款费率市场化形成机制。一是完善行业纯风险保费测算机制，建立每 2 至 3 年调整一次的商车险行业纯风险保费测算的常态化机制。二是附加费用率上限下调、预期赔付率上调。引导行业将商车险产品设定附加费用率的上限由 35%下调为 25%，预期赔付率由 65%提高到 75%。适时支持财险公司报批报备附加费用率上限低于 25%的网销、电销等渠道的商车险产品。三是逐步放开自主定价系数浮动范围。将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”，第一步将自主定价系数范围确定为[0.65-1.35]，第二步适时完全放开自主定价系数的范围。四是无赔款优待系数进一步优化。将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到前 3 年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。

资料来源：银保监会，中银证券

图表 5.商车险新增保险责任及放开自主定价系数范围

项目	主要内容		
车损险责任范围及车险保障服务扩展	**新增六方面保险责任**	机动车全车盗抢 玻璃单独破碎 自燃 发动机涉水 不计免赔率 无法找到第三方特约	
	删除实践中易引发理赔争议的免责条款 新增了道路救援、安全监测、代驾、代送检 4 项服务。		
三责险责任限额上升	改革前（万元） 5-500	改革后（万元） 10-1000	
丰富商车险产品	支持行业制定新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险示范条款，探索开发机动车里程保险（UBI）等创新产品。		
附加费用率上限下调、预期赔付率上调	项目 附加费用率 预期赔付率	改革前（万元） 35% 65%	改革后（万元） 25% 75%
逐步放开自主定价系数浮动范围	将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”，第一步将自主定价系数范围确定为[0.65-1.35]，第二步适时完全放开自主定价系数的范围。		
无赔款优待系数进一步优化	将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到前 3 年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。		

资料来源：银保监会，中银证券

三次车险改革，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。

图表 6.我国三次车险改革历程

时间	主要内容	监管意图
2001-2006 年车险费率市场化改革阶段	2001 年 9 月，原保监会发布《关于在广东省进行机动车辆保险费率改革试点的通知》，广东成为机动车辆保险市场化改革的试点省份。该《通知》取消费率上下浮动比例的限制，保险公司可参照现行费率标准，自主制定公平合理的车险费率，报当地保险监管部门备案后适用。 原保监会于 2002 年 3 月和 8 月分别发出《关于改革机动车辆保险条款费率管理办法有关问题的通知》和《关于改革机动车辆保险条款费率管理制度的通知》，规定从 2003 年 1 月 1 日起，取消全国统一颁布的条款和费率，车险条款费率管理制度改革在全国实行，由保险公司自主制定车险费率、监管部门审查备案。 原保监会于 2006 年 3 月发布《关于进一步加强机动车辆保险监管有关问题的通知》，规定自 2006 年 6 月 1 日起，各公司通过无赔款优待、随人因素、随车因素等方式给予投保人的所有优惠总和不得超过车险产品基准费率的 30%（七折令）。	**解决产品同质化问题，开发出多种多样能够满足客户不同需求的产品。** **防止保险公司之间恶性价格竞争，车险费率大幅下降。**
2006-2015 年车险统颁条款时代与改革准备期	2006 年 7 月，原保监会规定由中国人保、平安财险、太保财险 3 家公司分别推出 A、B、C 三款产品，各款产品实施统一条款和费率，保险公司从中选择一款开展车险业务，我国车险行业正式进入统颁条款时代。 2010 年 1 月，北京保协制定了《2011 年度北京地区机动车商业保险费率浮动档次升降方案》，将无赔款优待及上年理赔记录、多险种投保、行驶里程等几项因素纳入费率调整因子。 2010 年 6 月，深圳保协出台《深圳地区机动车商业保险费率浮动方案》，该《方案》中，个人车辆费率系数包含了赔款记录系数、险别系数、车型系数以及交通违法记录系数四项。 2012 年 3 月，原保监会发布《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知》，提出符合条件的保险公司可自主拟定商业车险条款和费率，并报原保监会批准。同月，中保协进一步发布《机动车辆商业保险示范条款》，对原有商业车险条款进行梳理和修订，对机动车实行统一条款。	**遏制价格恶性竞争，提高透明度。**
2015 年-至今深化商业车险条款费率管理制度改革阶段	2015 年 6 月 1 日起，各财产保险公司在黑龙江等 6 个试点地区全面启用新版商业车险条款费率，标志着我国商业车险条款费率管理制度改革试点全面落地实施。2016 年 1 月 1 日起，试点地区扩大到 18 个省市，将天津等 12 个地区纳入第二批商车费改试点范围。2016 年 6 月底，商车费改第三批试点大范围启动，推广至全国。 2017 年 6 月 9 日，原保监会下发《中国保监会关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》，调整深圳，河南，天津，河北，福建，广西，四川，青海，青岛，厦门等地区的自主核保系数和自主渠道系数。 2018 年 3 月 8 日，监管部门下发《中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》，决定进一步放宽四川、山西、山东、福建等七个省市的商业车险自主定价范围。2018 年 3 月 30 日，中国银保监会决定在广西、陕西、青海保监局辖区，自主系数调整范围可自行确定，试点期为一年。	**促进保险公司产品创新和竞争，提升车险消费的个性化程度。**
	2017 年 7 月 11 日印发《中国保监会关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》，针对恶性竞争、虚列费用、数据造假、违规赠礼，乃至与不具备相应资质的机构开展合作的问题都进行了明确的禁止。 2018 年 6 月 29 日，银保监会下发的《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》（银保监办发 2018"57 号），推出"报行合一"新政策，指保险公司报给银保监会的手续费用取值范围和使用规则需要与实际使用保持一致，也就是保险公司按照规则制定费率、确定和报送手续费取值范围和使用规则，并按照使用规则支付手续费。 2020 年 7 月 9 日，银保监会就《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见。此次商车费改不同于此前三次的商车费改，主要由于此次费改不仅涉及商业车险、还涉及交强险。	**整治市场乱象，明确要求各财险公司严格执行报批的车险条款费率，强化数据真实性管理，严禁各类数据造假。** **利好消费者，同时促进财险公司的优胜劣汰，鼓励中小企业发掘自身差异性与专业化优势。**

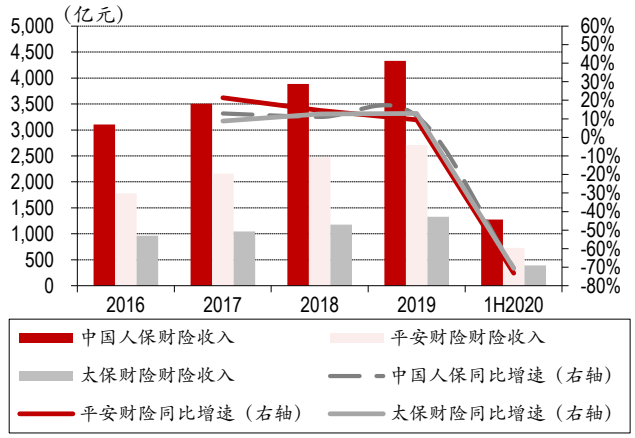
资料来源：银保监会，中银证券

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。

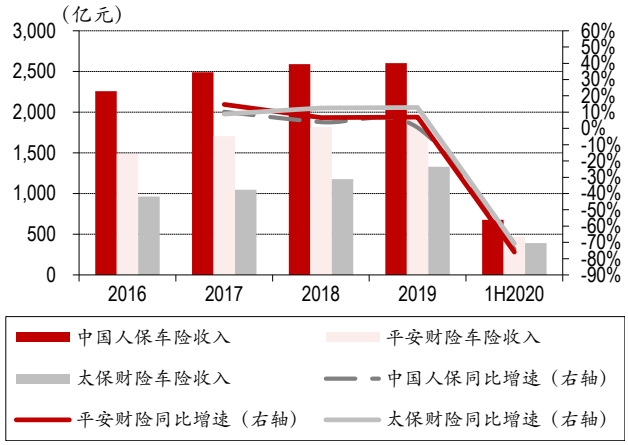
车险市占率表现稳定，2016 至 2019 年“老三家”市占率稳定在六成左右，车险市场马太效应明显。“老三家”科技布局较早，较早加强车险定价能力及数字化经营转型。在车险改革定价方面有一定数据优势，有望更好消化综合车险改革带来的影响。另外一方面，对于费率的严控，在一定程度上倒逼中小财险公司向专业化、精细化转型，原有市场上存在的陋习被消除，促进车险市场化经营。预计未来车险市场龙头集中度有望进一步提升，利好龙头财险公司。

图表 7. 2016-1H2020 “老三家”财险保费收入情况及同比增速



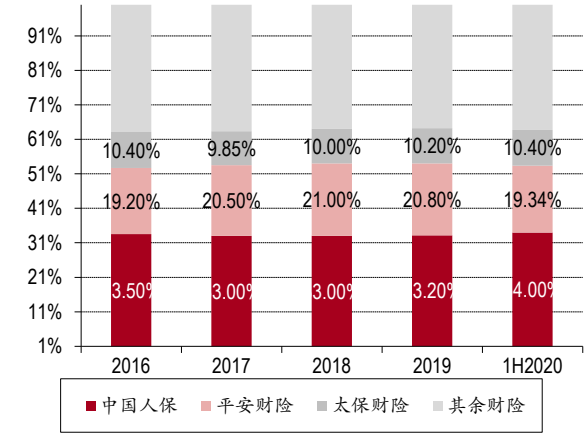
资料来源：银保监会，中银证券

图表 8. 2016-1H2020 “老三家”车险保费收入及同比增速



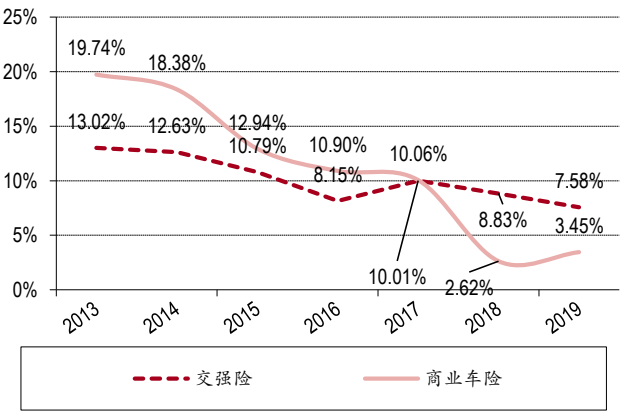
资料来源：银保监会，中银证券

图表 9. 2016-1H2020 车险市占率情况



资料来源：银保监会，中银证券

图表 10.2013-2019 交强险及商业车险保费增速



资料来源：《13 个精算师》公众号，中银证券

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	48	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	1.71	1.44	1.26	1.08	0.93	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	27.42	23.13	22.06	20.06	17.95	
601318.SH	中国平安	81.4	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	1.48	1.24	1.03	0.86	0.72	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	20.58	19.59	18.96	17.12	15.18	
601601.SH	中国太保	32.87	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	0.94	0.80	0.69	0.60	0.53	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	11.66	12.86	12.35	11.11	9.76	
601336.SH	新华保险	66.49	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	1.20	1.01	0.91	0.80	0.70	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	16.99	21.21	20.58	18.10	16.07	
行业平均 PEV				**1.33**	**1.12**	**0.97**	**0.83**	**0.72**	

资料来源：万得，中银证券

*以 2020 年 10 月 15 日收市价为标准

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