

中国人寿 601628.SS

业绩基本符合预期

国寿公布 08 年报：国内准则下，每股盈利 0.36 元，每股净资产 4.77 元，同比下滑 64.2%与 20.7%；香港准则下，每股盈利 0.75 元，每股净资产 6.39 元，同比下滑 45.5%与 12.1%；08 年底内含价值 8.49 元/股，同比下滑 4.9%，08 年一年新业务价值 0.49 元/股，同比增长 15.6%。

研究结论

- **净利润与净资产超预期，内含价值与一年新业务价值略低于预期。**净利润与净资产分别超预期 26.1%和 6.5%，而内含价值和一年新业务价值都分别低于预期 3.1%和 5.4%。如果不调整精算假设，则内含价值和一年新业务价值分别低于我们原先预期 2.4%和 2.0%，基本符合预期。
- **保费规模激增，保费质量下降。**国寿 08 年总保费收入同比增长 50.1%，超过全行业 48%的同比增速，但增长质量不高，在首年保费中，投资型业务增速超过 100%，远高于风险保费 18.9%的增速。从缴费方式看，高利润率的期缴保费同比增长 26.5%，低利润率的趸缴保费同比增长 101.4%，也反映出保费规模高增长的背后是保费质量的下滑。
- **投资下滑 + 成本上升 = 盈利下降。**国寿 08 年总投资收益为 302.38 亿元，同比下降 61.4%，主要原因在于 A 股市场年度跌幅达 65.9%，使得净投资收益率从 07 年的 5.76%降至 08 年的 4.96%，总投资收益率从 07 年的 10.24%降至 08 年的 3.40%。且公司 08 年展业成本率有所上升，推高了寿险综合成本率。投资下滑与成本上升导致净利润下降 45.3%。
- **08 年净资产缩水 6.3%，但第四季度已见反转。**考虑到红利分配和融资因素，国寿 08 年净资产缩水 6.3%，但 03 年以来净资产年均复合增长率达 22.2%。08 年底净资产 6.39 元/股低于 07 年底 7.27 元/股，但已高于 08 年中期 5.90 元/股和 08 年三季度末 5.80 元/股。证实了我们年报前瞻的观点。08 年底偿付能力充足率在 300%以上，在同行中出类拔萃。
- **08 年内含价值下跌 4.9%，但也已见底回升。**我们估计 08 年中期的内含价值是 6.83 元/股，由此，08 年底内含价值已显著回升，预计 09 年将增长 16.2%至 9.87 元/股。08 年公司内含价值低于我们预期约 3%，一是“营运经验的差异”项目较预期低了 13 亿元，反映了银保激增以及巨灾赔付的压力；二是“假设和模型的变化”项目较预期低了 16 亿元。
- **08 年 FNBV 增长 15.6%，09 年料增 8.2%。**08 年 FNBV 低于我们原先预期约 5%，一是由于公司调整精算假设的影响，二是由于新业务利润率下滑（从 25.1%到 21.5%）超预期。由于 09 年公司改善产品结构，因此新业务利润率有望回升。估计 09 年 FNBV 增长 8.2%至 0.53 元/股。
- **股价隐含新业务倍数 23 倍，维持增持评级。**根据 3 月 25 日收盘价，国寿股价隐含新业务倍数为 23 倍，给予国寿 25 倍 09 年新业务倍数，公司估值为 23.19 元/股，维持增持评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

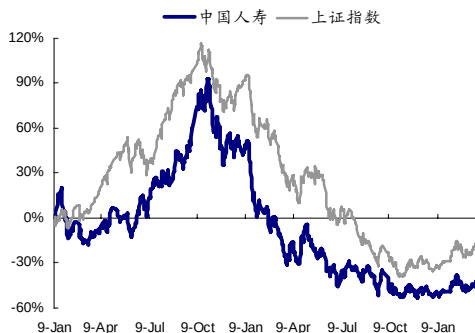


东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡 CFA 保险行业资深分析师
8621-63325888×6083
wangxiaogang@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 3 月 25 日)	22.13 元
公司估值 (09 年底)	23.19 元
总股本/A 股 (万股)	28,264.705/20,823.53
国家/地区	中国
行业	保险
报告日期	2009 年 3 月 26 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.9	15.3	-23.6
相对表现 (%)	-0.6	-8.4	13.2

资料来源：WIND

财务预测 (香港准则)

	2008E	2008A	2009E	2010E
净已赚保费 (百万元)	136,562	134,650	151,698	171,772
投资收益 (百万元)	28,812	30,238	34,473	41,794
净利润 (百万元)	16,812	21,277	22,068	25,508
每股收益 (元)	0.59	0.75	0.78	0.90
每股内含价值 (元)	8.76	8.49	9.87	11.01
每股 FNBV (元)	0.52	0.49	0.53	0.60

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《净资产与内含价值见底回升 2009.2.26
——保险行业 08 年年报前瞻》

目 录

一、净利润与净资产超预期，内含价值与一年新业务价值略低于预期.....	3
二、保费规模激增，保费质量下降.....	3
三、投资下滑 + 成本上升 = 盈利下降.....	4
四、08 年净资产缩水 6.3%，但下半年已见反转.....	6
五、08 年内含价值下跌 4.9%，但也已见底回升.....	7
六、08 年 FNBV 增长 15.6%，09 年料增 8.2%.....	8
七、隐含新业务倍数 23 倍，维持增持评级.....	9

图表目录

表 1：国寿 08 年业绩比较表.....	3
表 2：国寿 08 年保费规模增长表.....	4
表 3：国寿 08 年保费结构比较表.....	4
表 4：国寿 08 年投资收益率表.....	5
表 5：国寿 08 年综合成本率表.....	5
表 6：国寿 08 年净资产增长率表.....	6
表 7：国寿 08 年净资产收益率表.....	6
表 8：国寿 08 年偿付能力充足率表.....	7
表 9：国寿 08 年内含价值反转表.....	7
表 10：国寿 08 年精算假设变动表.....	8
表 11：国寿 08 年一年新业务价值表.....	8
表 12：国寿隐含新业务倍数表.....	9
表 13：国寿 08 年一年新业务价值表.....	9
附表：财务报表预测与比率分析.....	10

一、净利润与净资产超预期，内含价值与一年新业务价值略低于预期

国寿公布 08 年报：国内准则下，每股盈利和每股净资产分别为 0.36 元与 4.77 元，同比下滑 64.2% 与 20.7%；香港准则下，每股盈利与每股净资产分别为 0.75 元与 6.39 元，同比下滑 45.3% 与 12.1%；08 年底每股内含价值为 8.49 元，同比下滑 4.9%，08 年一年新业务价值为 0.49 元，同比增长 15.6%。

在这四大业绩指标中，净利润与净资产都超过我们原先预期（见《净资产与内含价值见底回升——保险行业 08 年年报前瞻》），分别超出 26.1% 和 6.5%；而内含价值和一年新业务价值都略低于预期，分别低了 3.1% 和 5.4%，部分原因在于公司精算假设有所调整。如果不调整精算假设，则内含价值和一年新业务价值分别低于我们原先预期 2.4% 和 2.0%，基本符合预期。如下表所示。

表 1：国寿 08 年业绩比较表

单位：元/股，百万元	每股净利润	每股净资产	每股内含价值	每股一年新业务价值
2007 国内准则	0.99	6.02	8.94	0.43
2008 国内准则	0.36	4.77	8.49	0.49
同比增长	-64.2%	-20.7%	-4.9%	15.6%
2007 香港准则	1.38	7.27	8.94	0.43
2008 香港准则	0.75	6.39	8.49	0.49
同比增长	-45.3%	-12.1%	-4.9%	15.6%
2008 预期（香港准则）	0.59	6.00	8.76	0.52
08 年业绩超预期（香港准则）	26.1%	6.5%	-3.1%	-5.4%
精算假设调整影响			-1,631	-500
精算假设调整影响(每股)			-0.06	-0.02
精算假设调整影响(百分比)			-0.7%	-3.5%
如果精算假设不调整			8.55	0.51
08 年业绩超预期（若假设不调整）			-2.4%	-2.0%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

二、保费规模激增，保费质量下降

国寿 08 年总保费收入同比增长 50.1%，超过全行业 48% 的同比增速，但增长质量不高，在首年保费中，投资型业务增速超过 100%，远高于风险保费 18.9% 的增速。

表 2：国寿 08 年保费规模增长表

单位：百万元	2005	2006	2007	2008
总保费（包括投资型业务）	160,885	183,761	198,422	297,870
YoY		14.2%	8.0%	50.1%
首年保费	103,888	112,502	120,558	210,958
YoY		8.3%	7.2%	75.0%
首年风险保费	31,292	34,864	38,233	45,456
YoY		11.4%	9.7%	18.9%
首年投资型业务	72,596	77,638	82,325	165,502
YoY		6.9%	6.0%	101.0%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

从缴费方式看，高利润率的期缴保费同比增长 26.5%，低利润率的趸缴保费同比增长 101.4%，也反映出保费规模高增长的背后是保费质量的下滑。如下表所示。

表 3：国寿 08 年保费结构比较表

单位：百万元	2005	2006	2007	2008
首年保费	103,888	112,502	120,558	210,958
期缴保费	21,663	24,477	27,976	35,395
YoY		13.0%	14.3%	26.5%
趸缴保费	71,358	76,935	80,683	162,521
YoY		7.8%	4.9%	101.4%
健意险保费	10,867	11,090	11,899	13,042
YoY		2.1%	7.3%	9.6%
首年保费之期缴占比	20.9%	21.8%	23.2%	16.8%
首年保费之趸缴占比	68.7%	68.4%	66.9%	77.0%
首年保费之健意险占比	10.5%	9.9%	9.9%	6.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

三、投资下滑 + 成本上升 = 盈利下降

国寿 08 年总投资收益为 302.38 亿元，同比下降 61.4%，主要原因在于 A 股市场年度跌幅高达 65.9%，使得公司的净投资收益率从 07 年的 5.76% 降至 08 年的 4.96%，总投资收益率从 07 年的 10.24% 降至 08 年的 3.40%。如下表所示。

表 4：国寿 08 年投资收益率表

单位：百万元	2005	2006	2007	2008
总投资资产	494,356	686,804	850,182	937,403
YoY		38.9%	23.8%	10.3%
净投资收益率	3.86%	4.27%	5.76%	4.96%
总投资收益率	3.80%	7.97%	10.24%	3.40%
总投资收益	16,811	46,972	78,248	30,238
YoY		179.4%	66.6%	-61.4%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

由于国寿的国内准则年报和香港准则业绩公告中都没有披露可供出售类投资资产的成本与公允价值，因此，我们还要等待香港准则下的完整年报，才能知道公司 08 年的浮盈变动状况，进而计算公司 08 年的全投资收益率。

从现有数据看，公司可供出售类资产的浮盈/浮亏状况应该优于我们原先的预期，这也是公司净资产超越预期 6.5% 的重要原因。

在投资收益下滑的同时，公司综合成本率有所上升。

定义：展业成本率 = 手续费及佣金支出 / 首年标准保费（APE），

维持成本率 = 业务及管理费 / 续期保费收入，

综合成本率 = （手续费及佣金支出+业务及管理费）/（首年标准保费+续期保费收入）

我们发现，公司 08 年展业成本率有所上升，并由此推高了综合成本率。我们认为这可能反应了银保渠道手续费率的提高。如下表所示。

表 5：国寿 08 年综合成本率表

单位：百万元	2005	2006	2007	2008
首年标准保费（APE）(1)	39,666	43,261	47,943	64,689
手续费及佣金支出(2)	12,666	14,647	16,056	24,200
展业成本率(3) = (2)/(1)	31.93%	33.86%	33.49%	37.41%
续期保费收入(4)	56,997	71,259	77,864	86,912
业务及管理费(5)	10,346	13,211	16,323	17,340
维持成本率(6) = (5)/(4)	18.15%	18.54%	20.96%	19.95%
综合成本率(7) = ((2)+(5)/(1)+(4))	23.81%	24.33%	25.74%	27.40%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

正是由于投资收益大幅下滑，并且综合成本率有所上升，导致了公司 08 年净利润下降 45.3%，如表 1 所示。

四、08 年净资产缩水 6.3%，但第四季度已见反转

我们认为，对保险公司而言，净资产比净利润更重要，因为净利润并不能反应浮盈/浮亏的变动，就以 08 年为例，虽然保险公司依然有净利润，但实质上 08 年是亏损的一年，因为公司的净资产都是缩水的。

考虑到红利分配和融资因素，我们计算国寿历年净资产增速，发现公司 08 年净资产缩水 6.3%。不过，从 03 年底以来，五年之中，公司净资产的年均复合增长率依然高达 22.2%。

表 6：国寿 08 年净资产增长率表

单位：百万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008
净资产	62,436	66,530	80,837	139,665	205,500	180,649
红利分配	0	0	0	1,338	3,957	11,871
融资	24,707	0	0	27,810	0	0
调整后净资产增长率	-	6.6%	21.5%	40.0%	50.0%	-6.3%
年均复合增长率				22.2%		

资料来源：公司年报，东方证券研究所

虽然公司 08 年底净资产为 6.39 元/股，低于 07 年底的 7.27 元/股，但是，已经高于 08 年中期 5.90 元/股和 08 年三季度末的 5.80 元/股，因此，公司净资产表现完全证实了我们此前的观点：《净资产与内含价值见底回升》。

就净资产收益率而言，08 年为 11.0%，显著低于 07 年的 22.5%，我们预计未来净资产收益率将逐步回升，如下表所示：

表 7：国寿 08 年净资产收益率表

单位：百万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
母公司权益持有人净利润	-1,428	7,171	9,306	19,956	38,879	21,277	22,068	25,508
年均净资产	49,985	64,483	73,684	110,251	172,583	193,075	186,592	202,977
净资产收益率	-2.9%	11.1%	12.6%	18.1%	22.5%	11.0%	11.8%	12.6%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

至 08 年底，虽然遭受了股灾的打击，但是公司的偿付能力充足率依然在 300%以上，在同行之中可谓出类拔萃。如下表所示。

表 8：国寿 08 年偿付能力充足率表

单位：百万元	2005	2006	2007	2008
实际偿付能力额度	59,561	96,297	168,357	124,540
法定最低偿付能力额度	21,782	27,549	32,054	40,156
偿付能力充足率	273%	350%	525%	310%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

五、08 年内含价值下跌 4.9%，但也已见底回升

国寿 08 年底内含价值为 8.49 元/股，较 07 年底 8.94 元/股低了 4.9%，但我们认为，公司内含价值已经见底回升，08 年中期的内含价值公司没有公布，我们估计是 6.83 元/股，因此，内含价值已经反转，预计 09 年将增长 16.2%，达到 9.87 元/股。如下表所示。

表 9：国寿 08 年内含价值反转表

单位：百万元	2005	2006	2007	1H08E	2008E	2008	2009E
期初内含价值	90,073	113,954	181,989	252,568	252,568	252,568	247,641
内含价值的预期回报	6,152	9,072	12,736	8,045	16,090	18,494	23,774
本期内新业务的价值	7,489	10,481	12,047	9,269	14,713	13,924	15,063
营运经验的差异	(208)	1,615	1,075	(263)	(263)	(1,527)	—
投资回报的差异	259	3,116	51,923	(64,221)	(51,426)	(33,651)	(1,050)
假设和模型的改变	(1,558)	5,445	3,269	—	—	(1,631)	—
市场价值调整	11,692	11,604	(4,181)	562	29,688	4,897	0
汇率变动及其它	54	230	(2,333)	(929)	(1,858)	(1,114)	—
资本变动前年底 EV	113,954	155,517	256,525	205,032	259,512	251,960	285,429
派发股息/融资	—	26,472	(3,957)	(11,871)	(11,871)	(11,873)	(6,501)
资本变动后年底 EV	113,954	181,989	252,568	193,161	247,641	240,087	278,928
每股内含价值(元)	4.26	6.44	8.94	6.83	8.76	8.49	9.87
内含价值同比增速	—	51.2%	38.8%	—	—	-4.9%	16.2%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

08 年公司内含价值略低于我们原先预期约 3%，原因包括：

一是“营运经验的差异”项目较我们的预期低了 13 亿元，反映了银保激增带来的费差压力，以及 08 年若干巨灾带来的较大赔付支出；

二是“假设和模型的改变”项目较我们的预期低了 16 亿元。公司精算假设的改变如下表所示：

表 10：国寿 08 年精算假设变动表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013 及以后
投资回报率假设	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%
投资回报率原假设	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
投资收益之豁免所得税比例假设	从 2008 年的 18%逐年变化到 2017 年及此后的 12%。					
投资收益之豁免所得税比例原假设	从 2007 年的 25%逐年变化到 2017 年及此后的 14%。					
风险贴现率假设				11.00%		
风险贴现率原假设				11.50%		

资料来源：公司年报，东方证券研究所

六、08 年 FNBV 增长 15.6%，09 年料增 8.2%

国寿 08 年一年新业务价值增长 15.6%，达 0.49 元/股，我们估计 09 年将增长 8.2%，达 0.53 元/股。如下表所示。

表 11：国寿 08 年一年新业务价值表

单位：百万元,元/股	2005	2006	2007	2008	2009
一年新业务价值	7,489	10,481	12,047	13,924	15,063
每股一年新业务价值	0.28	0.39	0.43	0.49	0.53
YoY	-	40.0%	8.8%	15.6%	8.2%
首年标准保费（APE）	39,666	43,261	47,943	64,689	68,469
一年新业务价值	7,489	10,481	12,047	13,924	15,063
新业务利润率	18.9%	24.2%	25.1%	21.5%	22.0%

资料来源：公司年报，东方证券研究所

国寿 08 年一年新业务价值为 0.49 元/股，低于我们原先预期的 0.52 元/股，一是由于公司调整精算假设的影响，二是由于公司新业务利润率的下滑（从 25.1%到 21.5%）超过了我们的预期。

我们估计，由于公司在 09 年对产品结构进行了有益的调整，因此，新业务利润率有望回升。由此估计 09 年一年新业务价值或增长 8.2%至 0.53 元/股。

七、隐含新业务倍数 23 倍，维持增持评级

根据 3 月 25 日收盘价，国寿股价隐含新业务倍数为 23 倍，如下表所示。

表 12：国寿隐含新业务倍数表

元/股	3 月 25 日收盘	其他业务估值 (1X09PB)	隐含寿险 估值	09EV (含总部)	09FNBV	隐含 NBM	隐含 PEV
国寿	22.13	0.00	22.13	9.87	0.53	23.0	2.2
平安	38.40	2.67	35.73	18.84	1.49	11.3	1.9
太保	15.68	0.97	14.71	9.39	0.50	10.7	1.6

资料来源：公司年报，东方证券研究所

给予国寿 25 倍 09 年新业务倍数，公司估值为 23.19 元/股，如下表所示，维持增持评级。

表 13：国寿 08 年一年新业务价值表

单位：百万元	2009	2010	2011
内含价值	278,928	311,148	349,454
每股内含价值	9.87	11.01	12.36
一年新业务价值	15,063	16,920	18,778
每股一年新业务价值	0.53	0.60	0.66
新业务倍数	25	25	25
每股新业务价值	13.32	14.97	16.61
每股估值	23.19	25.97	28.97
PEV	2.4	2.4	2.3

资料来源：公司年报，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					内含价值预测表 (人民币百万元)				
	2008E	2008	2009E	2010E		2008E	2008	2009E	2010E
毛保费及保单费	137,386	135,325	152,613	172,809	期初内含价值	252,568	252,568	247,641	278,928
净保费及保单费	137,249	135,169	152,461	172,636	内含价值的预期回报	16,090	18,494	23,774	29,212
未到期责任准备金	(687)	(519)	(763)	(864)	本期新业务的价值	14,713	13,924	15,063	16,920
净已赚保费	136,562	134,650	151,698	171,772	营运经验的差异	(263)	(1,527)	—	—
投资收益	28,812	30,238	34,473	41,794	投资回报的差异	(51,426)	(33,651)	(1,050)	(7,291)
其他收入	1,741	1,923	1,934	2,190	假设和模型的变化	—	(1,631)	—	—
收入合计	167,115	166,811	188,105	215,756	市场价值调整	29,688	4,897	0	0
赔款给付与未决	(28,394)	(25,330)	(30,340)	(34,354)	其它	(1,858)	(1,114)	—	—
长期传统型负债	(57,130)	(55,281)	(62,196)	(72,144)	截至年底的 EV	259,512	251,960	285,429	317,769
长期投资型利息	(9,338)	(9,212)	(11,612)	(13,833)	派发股息/融资	(11,871)	(11,873)	(6,501)	(6,620)
投资合同利息支出	(1,308)	(1,358)	(1,466)	(1,633)	资本变动后年底 EV	247,641	240,087	278,928	311,148
递延收益增加	(21,390)	(21,139)	(23,103)	(22,850)	评估价值计算表 (人民币百万元)				
保户红利支出	(4,576)	(2,492)	(2,548)	(6,885)		2008E	2008	2009E	2010E
递延承保费用摊销	(9,692)	(11,784)	(11,784)	(12,373)	回报率 + 0bp				
佣金及手续费支出	(3,390)	(3,394)	(3,592)	(4,035)	内含价值增加	—	0	0	0
营业及管理费用	(11,945)	(12,110)	(14,485)	(16,582)	新业务价值增加	—	0	0	0
费用合计	(150,529)	(144,235)	(163,474)	(187,273)	小计	—	0	0	0
税前营业利润	17,986	22,804	24,881	28,759	折现率 - 0bp				
所得税	(1,034)	(1,390)	(2,629)	(3,039)	内含价值增加	—	0	0	0
净利润	16,952	21,414	22,252	25,720	新业务价值增加	—	0	0	0
少数股东权益	(140)	(137)	(184)	(213)	小计	—	0	0	0
权益持有人净利润	16,812	21,277	22,068	25,508	收益率非平移影响		0	0	0
每股收益	0.59	0.75	0.78	0.90	假设变动影响总计	—	0	0	0
资产负债表 (人民币百万元)					每股内含价值	8.76	8.49	9.87	11.01
	2008E	2008	2009E	2010E	每股新业务价值	13.01	12.32	13.32	14.97
投资资产	922,607	937,403	1,118,358	1,317,141	每股假设变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
DAC	57,127	58,268	73,425	89,207	每股退保率负面影响	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	51,205	49,157	51,613	58,886	每股估值 (元/股)	21.77	20.81	23.19	25.97
资产合计	1,030,93	1,044,828	1,243,397	1,465,234	比率分析				
长期传统型合同	275,295	273,474	337,491	409,635		2007	2008	2009E	2010E
长期投资型合同	370,063	362,241	460,188	548,226	保费收入增长率(%)	7.9%	50.1%	12.5%	11.3%
递延收益	78,463	74,487	101,567	124,416	净利润增长率(%)	94.8%	-45.2%	3.9%	15.6%
投资合同	56,863	53,229	63,728	70,991	投资资产增长率(%)	23.8%	10.3%	19.3%	17.8%
其他负债	70,252	90,664	75,746	84,507	EV 增长率(%)	38.8%	-4.9%	16.2%	11.6%
负债合计	861,389	864,179	1,050,861	1,251,815	FNBV 增长率(%)	14.9%	15.6%	8.2%	12.3%
权益合计	169,550	180,649	192,536	213,419	净资产收益率(%)	22.5%	11.0%	11.8%	12.6%
负债与权益合计	1,030,93	1,044,828	1,243,397	1,465,234	AV/EV(X)	—	2.4	2.4	2.4

分析师承诺

王小罡 CFA：保险行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn