

中国人寿 (601628.SH) 保险业行业

评级: 买入 维持评级

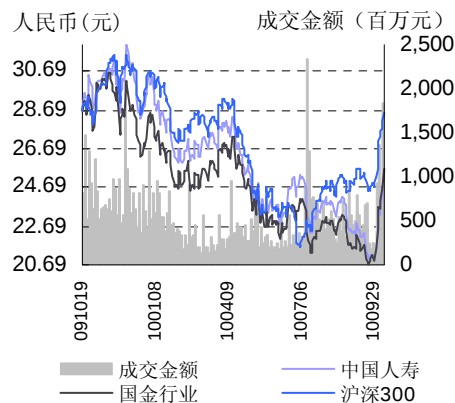
公司研究

市价(人民币): 25.59 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	20,823.53
流通港股(百万股)	7,441.18
总市值(百万元)	723,293.80
年内股价最高最低(元)	32.05/20.90
沪深 300 指数	3327.68
上证指数	2971.16



相关报告

1. 《业绩符合预期,价值平稳增长》, 2010.8.26
2. 《消费属性逐步显现;浮赢释放确保投资平滑》, 2010.4.29
3. 《年报利润略超预期,净资产大幅增加》, 2010.4.7

丁文韬 联系人
(8621)61038330
dingwt@gjzq.com.cn

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130210040009
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130208120260

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.677	1.163	1.314	1.616	1.960
每股净资产(元)	6.154	7.468	7.666	9.283	11.243
市盈率(倍)	37.80	22.00	19.48	15.83	13.05
净利润增长率(%)	n/a	71.82%	12.91%	23.05%	21.28%
净资产收益率(%)	11.00%	15.58%	17.13%	17.41%	17.44%
总股本(百万股)	28,265.00	28,265.00	28,265.00	28,265.00	28,265.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **业务结构和权益仓位双引擎驱动使净资产高速增长:** 自 10 年下半年以来 A 股市场已有约 20% 的涨幅。中国人寿一方面由于业务结构中传统险占比高(传统险超额投资收益部分无需与保户共享), 投资对业绩弹性大; 另一方面公司自下半年以来积极主动加仓保持了较高的权益仓位。受此两方面影响, 我们判断公司净资产将会呈现快速增长;
- **传统险定价利率放开讨论搁浅, 人寿补涨需求强烈:** 由于传统险占比较高, 人寿股价前期受此事件影响最大, 下半年以来股价涨幅大幅低于行业平均。我们认为, 一方面保监会近期内放开定价利率的可能性已经很小, 另一方面该事件对公司影响也远小于先期市场判断, 我们认为人寿股价有较大补涨需求;
- **假设谨慎、存粮丰厚, 积极应对评估利率下滑风险:** 新准则下公司准备金评估利率等于 3 年移动平均国债收益率加溢价, 而市场前期较为担心国债收益率下滑将会影响公司当期利润。通过与公司沟通, 我们预计公司将通过调节溢价尽量平滑各年间评估利率假设。而前期较为谨慎的溢价假设也使得公司在年末有充分的余地来应对评估利率的下滑风险。

投资建议

- 我们仍然坚定看好保险行业的长期发展。短期来看, 行业一方面受益于股市上涨导致的净资产增长; 另一方面四季度是保费传统旺季, 行业保费有望实现快速增长, 我们认为目前阶段是行业投资的良机。行业组合方面我们仍然维持前期平安、人寿、太保的排序。
- 公司方面, 我们维持对中国人寿的推荐, 认为公司一方面在本轮股市上涨中受益最大, 净资产显著增长; 另一方面公司前期受制于传统险定价利率放开事件影响, 股价表现大幅弱于行业, 补涨需求强烈。

估值

- 基于内含价值/评估价值模型, 公司合理估值为 39.01 元, 隐含 11 年新业务倍数 27 倍(保费增速 15%~9%), 隐含 11XPE24 倍。

风险

- 我们认为近期公司面临的最大的风险仍然来自于 A 股市场大幅调整导致公司股权权益投资受损带来的风险。

内容目录

业务结构和权益仓位双引擎驱动使净资产高速增长	4
三季度业绩预览—净资产环比上涨 10%	4
业务结构：传统险占比高，投资对业绩弹性大	5
权益占比：人寿仓位最高	6
传统险定价利率放开暂时搁浅，股价补涨需求强烈	7
定价利率放开短期内实施可能性不大	7
“定价利率”遭误读，公司实际影响远小于预期	7
人寿股价影响最大，A/H 股折价高于行业，补涨需求强烈	8
假设谨慎、存粮丰厚，积极应对评估利率下滑风险	10
年底准备金评估利率或面临下滑风险	10
人寿假设最为谨慎，能够积极应对利率风险	11
估值与盈利预测	12

图表目录

图表 1: 中国人寿三季度业绩预测	4
图表 2: 中国人寿三季度净资产快速增长近 10%	4
图表 3: 偿付能力相应提升, 远离 150%警戒线	5
图表 4: 中国人寿传统险占比高	5
图表 5: 保险产品盈利模式—传统险不需与保户分享超额收益	6
图表 6: 人寿权益投资比例最高	6
图表 7: 传统险定价利率放开暂时搁浅	7
图表 8: 定价死亡率、费用率均已放开	8
图表 9: 下半年以来人寿股价表现大幅低于行业	9
图表 10: 人寿下半年涨幅仅 3.7%	9
图表 11: 人寿目前 A/H 股折价约 20%	9
图表 12: 国债收益率 08 年后显著下降	10
图表 13: 3 年移动平均收益率下降 11bp~31bp	10
图表 14: 利润对评估利率敏感性高	10
图表 15: 中国人寿 09 年底采用溢价为 30bp(55bp-25bp)	11
图表 16: 中国人寿估值表	12
图表 17: 中国人寿主要财务指标	13

业务结构和权益仓位双引擎驱动使净资产高速增长

三季度业绩预览—净资产环比上涨 10%

- 我们预测人寿三季度实现利润 255 亿，EPS0.90 元；净资产达到 2,101 亿，BVPS7.43 元，净资产环比上升 9.6%。
 - 我们认为公司三季度净资产快速上升主要来源于 A 股市场下半年以来的复苏。公司积极调整权益仓位，权益浮赢迅速增加，净资产快速上升。
 - 相比之下，公司三季度净利润增长不如净资产，我们认为这主要是因为公司在三季度股市上涨过程中持续加仓导致权益部分浮赢未能在当期收益中及时体现。相比之下，我们认为净资产增速更加能够反映公司的实际经营情况。
 - 由于公司上半年 197 亿的股东分红使得公司中报偿付能力大幅下降，市场对公司偿付能力产生担忧。随着三季度资本市场回暖，公司净资产迅速上升，偿付能力也相应提升，目前偿付能力情况良好。

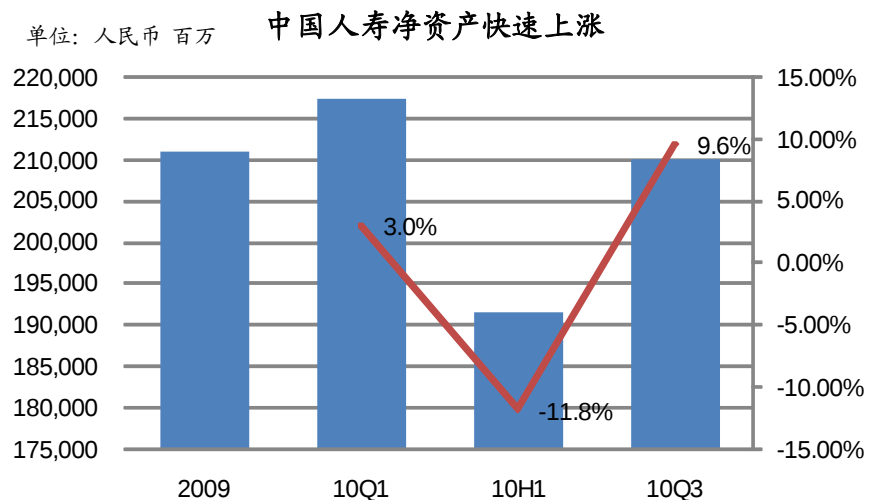
图表1：中国人寿三季度业绩预测

单位：人民币 百万

	2009	10Q1	10H1	10Q3
净利润	32,881	10,214	18,034	25,500
EPS (元)	1.16	0.36	0.64	0.90
净资产	211,072	217,424	191,739	210,093
BVPS (元)	7.47	7.69	6.78	7.43
净资产环比%	n/a	3.0%	-11.8%	9.6%

来源：国金证券研究所

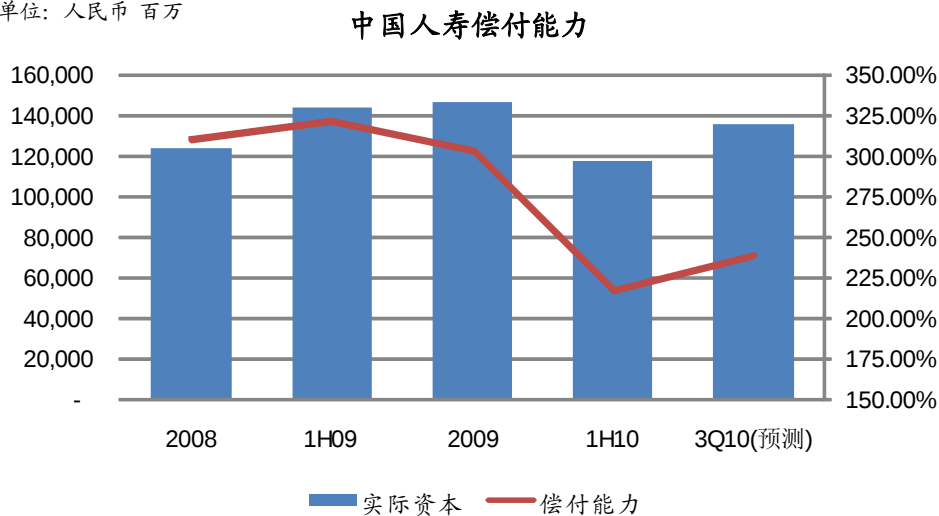
图表2：中国人寿三季度净资产快速增长近 10%



来源：国金证券研究所

图表3：偿付能力相应提升，远离150%警戒线

单位：人民币 百万



来源：国金证券研究所

业务结构：传统险占比高，投资对业绩弹性大

- **传统险占比高：**中国人寿长期以来在二、三线城市以及农村市场占有较大品牌和渠道优势，而这类地区相对于一、二线城市传统险销售占比更高。

图表4：中国人寿传统险占比高

			20100331			20100630		
渠道		产品结构	中国人寿	中国太保	中国平安	中国人寿	中国太保	中国平安
个人渠道	个险营销首期	传统	7.61%	7.30%	1.60%	8.97%	8.10%	2.30%
		分红	92.28%	91.20%	66.30%	90.89%	90.63%	48.20%
		万能	0.10%	1.50%	31.00%	0.14%	1.27%	48.50%
		投连	0.00%	0.00%	0.80%	0.00%	0.00%	1.00%
	个险营销渠道总保费(含续期)	传统	27.93%	36.60%	6.70%	33.11%	39.41%	12.90%
		分红	71.93%	61.30%	57.50%	66.75%	58.99%	47.80%
		万能	0.13%	2.10%	28.90%	0.15%	1.59%	36.20%
		投连	0.00%	0.00%	2.40%	0.00%	0.00%	3.10%
银行代理渠道	银行代理首期	传统	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%
		分红	94.50%	99.80%	25.10%	95.42%	99.86%	27.20%
		万能	5.46%	0.10%	71.00%	4.54%	0.10%	69.60%
		投连	0.04%	0.00%	3.90%	0.04%	0.00%	3.20%
	银行代理渠道总保费(含续期)	传统	0.00%	0.10%	0.70%	0.01%	0.11%	0.90%
		分红	94.84%	99.80%	25.40%	95.75%	99.80%	27.60%
		万能	5.12%	0.10%	70.00%	4.20%	0.09%	68.30%
		投连	0.04%	0.00%	3.80%	0.04%	0.00%	3.20%

来源：国金证券研究所

- 传统险业务对投资弹性大：**基于保险产品内在特点，传统险由于资金成本相对固定，因此超额投资收益部分不需要以红利的形式与保户共享，相对而言，投资收益对利润弹性最大。因此，我们认为人寿由于业务结构原因，在资本市场上涨过程中收益最大。

图表5：保险产品盈利模式—传统险不需与保户分享超额收益

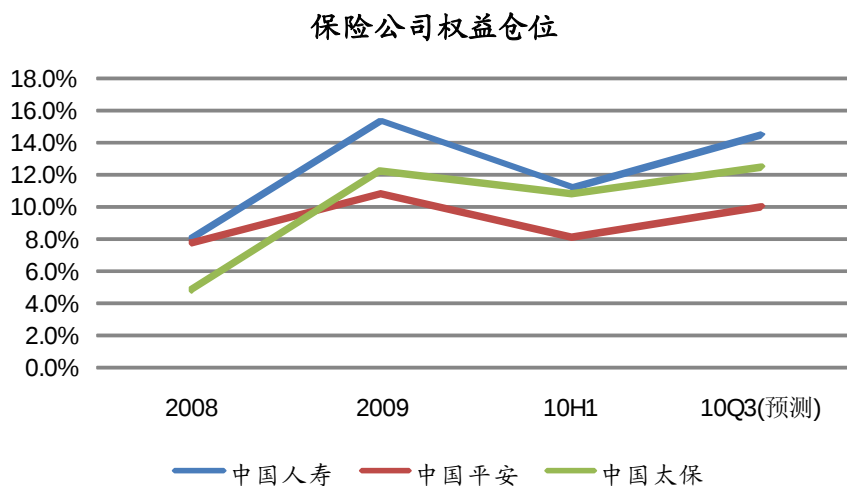
产品类别	定价利率	投资收益率	公司利润率	投资收益对利润弹性
传统险	2.50%	5.50%	$5.5\% - 2.5\% = 3\%$	由于传统险资金成本完全固定，超额投资收益部分将全部作为公司利润
	2.50%	6.00%	$6.0\% - 2.5\% = 3.5\%$	
分红险	2.50%	5.50%	$= (5.5\% - 2.5\%) * 30\% = 0.9\%$	由于收益部分的70%需要作为红利返还保户，公司只能或者30%部分作为超额收益
	2.50%	6.00%	$= (6.0\% - 2.5\%) * 30\% = 1.05\%$	
万能险	2.50%	5.50%	=1% (管理费)	理论上公司可以自由制定管理费，但是基于市场竞争考虑，公司通常会将超额收益的大部分返还给保户
	2.50%	6.00%	=1%~1.5% (管理费)	

来源：国金证券研究所

权益占比：人寿仓位最高

- 积极配置权益仓位，上涨过程中受益最大：**根据年报和半年报显示，自09年以来人寿持仓比例始终为三家上市公司中最高。下半年以来一方面股市上涨导致权益仓位被动上涨；另一方面据了解公司正确把握市场节奏，进行了主动加仓，我们预测公司目前权益仓位较高，在这轮A股市场上涨行情中收益最大。

图表6：人寿权益投资比例最高



来源：国金证券研究所

传统险定价利率放开讨论搁浅，股价补涨需求强烈

定价利率放开短期内实施可能性不大

- **短期内传统险定价利率放开可能性不大。**根据当时征求意见稿要求，各公司于 7 月 20 日前已将反馈意见交付保监会。考虑到目前离征求意见稿反馈以后 2 月有余，我们认为随着时间推移，预定利率在短期内放开的可能性逐步减少。

图表7：传统险定价利率放开暂时搁浅

1999年—保监发1999【97】：首次规定传统险定价利率不得超过2.5%

2008年—《天津滨海新区补充养老保险试点实施细则》：允许天津补充养老险费率可不受2.5%现行的预定利率所限

2010年6月28日—《关于人身保险预定利率有关事项的通知(征求意见稿)》：对传统险定价利率放开向各公司征求意见

2010年7月20日—各公司将传统险定价利率放开书面意见回复保监会。据了解，行业对定价利率放开一事意见未达成一致

10年7月至今—保监会暂无进一步消息，我们认为短期内出台该方案可能性较小

来源：国金证券研究所

“定价利率”遭误读，公司实际影响远小于预期

- **寿险预定利率不等于保单资金成本。**目前国内寿险定价采用的是三因素定价法，即通过定价利率、定价死亡率和定价费用率三因素共同制定保费。而这里的定价利率只是公式中的一个参数，与一般投资者理解的保单实际的资金成本并不是一个概念。
- **市场化步骤循序渐进，行业影响较小。**其实据了解，保监会于 03 年开始就已经成立保费市场化进程的项目组。03 年行业费用率已经放开(只设定费用率上限不设下限，即不阻止公司降价)；06 年新保险法中更是放开了定价死亡率的假设，各公司按照自身实际经验制定定价死亡率假设。因此，我们认识寿险产品的市场化程度较高，而市场担心的价格战在 06 年定价死亡率放开后也已经完全具备条件。之所以并没有出现这样的情况我们认为和寿险产品价格敏感度较低、保监会通过偿付能力间接监管公司经营策略等因素相关。

图表8：定价死亡率、费用率均已放开

假设	时间	相关法律、法规	内容
定价费用率	2003	保监发2003【67】新型保险产品定价说明	法规规定了不同期限不同产品的定价费用率上限，对于费用率下限不作限制
定价死亡率	2006	新《保险法》	法规规定各公司可根据自身实际经验制定定价死亡率假设
定价利率	2010	保监厅函2010【308】《关于人身保险预定利率有关事项的通知（征求意见稿）》	法规拟取消原本1999【90】中对传统险2.5%的定价利率上限，并就此向各家公司征求意见

来源：国金证券研究所

- **传统险销售影响小于预期。**通过与公司沟通了解，在传统险定价利率拟放开事件以来，公司传统险销售并未产生较大影响。原先预期的大批投保人持观望态度，希望等公司降价后再购买传统险的情况也没有出现。我们认为出现该情况主要有以下原因：
 - **寿险产品价格敏感度低。**相对于其他产品，寿险产品普遍具有产品差异化大、期限长、可比性差等特点。这些特点决定了投保人很难分清不同公司不同产品的价格高低。相反，我们认为个险传统险销售最关键的一点在于代理人对于投保人保险需求的诱导开发。这其中，公司代理人团队专业化水平、公司品牌和商誉等因素都将会在产品价格之前。
 - **目前传统险产品以保障型为主。**由于市场自然选择导致目前市场上的传统险产品主要是保障型产品为主。相对于评估利率，该类产品的价格对死亡率假设更为敏感。这也是传统险销售受定价利率放开影响小于市场预期的原因之一。

人寿股价受此事件影响最大，A/H 股折价高于行业，补涨需求强烈

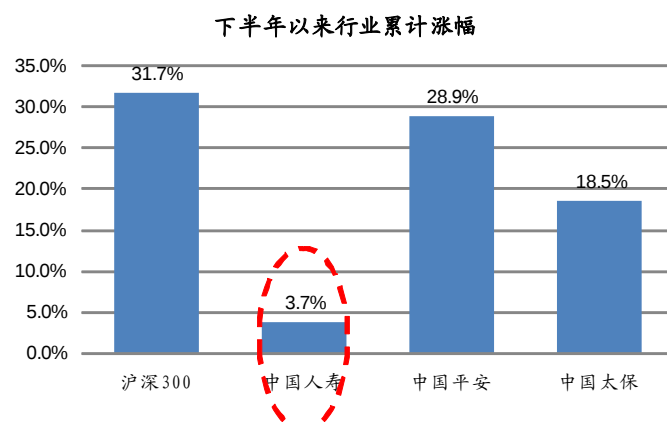
- **人寿股价受挫最大，补涨需求强烈。**由于传统险占比较高，人寿股价自下半年以来受定价利率放开事件影响受挫最大。而在国庆前后的保险股估值修复行情中，人寿股价表现仍然低于行业，我们认为公司股价补涨需求强烈。

图表9：下半年以来人寿股价表现大幅低于行业

	2010-7-1	2010-10-15	+/-%
上证指数	3,008	2,971	-1.2%
沪深300	2,526	3,327	31.7%
中国人寿	24.73	25.65	3.7%
中国平安	46.81	60.32	28.9%
中国太保	22.74	26.95	18.5%

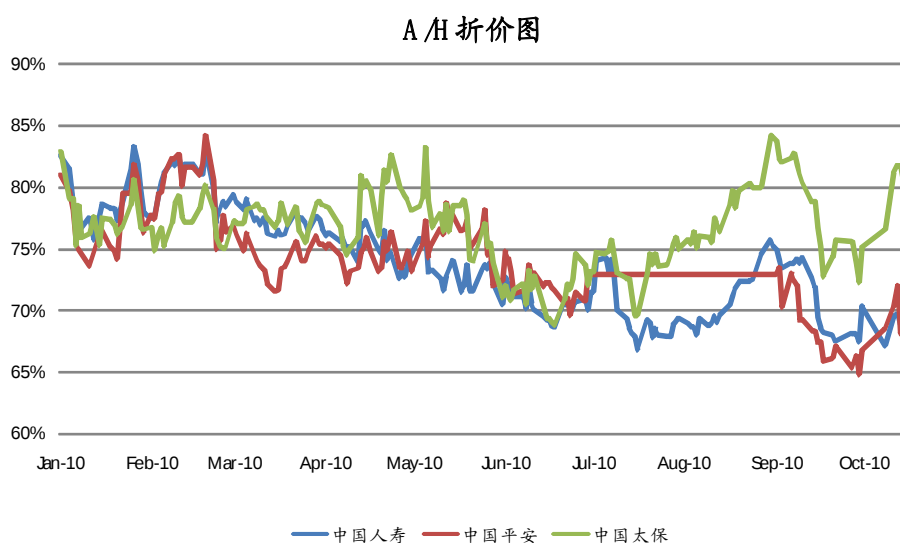
来源：国金证券研究所

图表10：人寿下半年涨幅仅3.7%



- 人寿 A/H 股折价近 20%，估值有待修复。相比之下，人寿目前 A/H 股折价大幅高于太保。我们认为在新准则实施后，两地财务报表趋同的前提下，保险股 A/H 股折价也将会逐步消除。因此，考虑到人寿目前 A/H 股近 20% 的折价，我们认识公司有较大的估值修复需求。

图表11：人寿目前 A/H 股折价约 20%



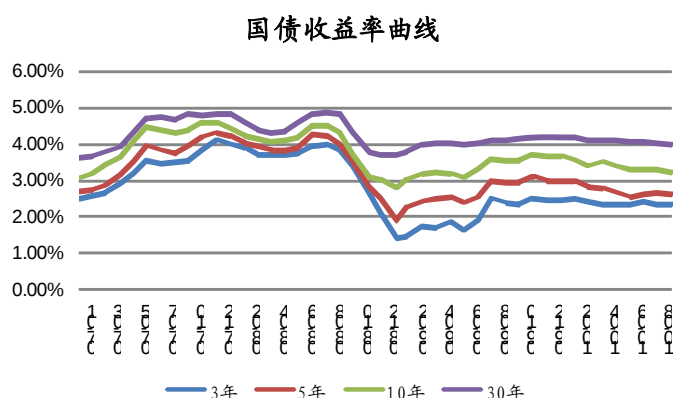
来源：国金证券研究所

假设谨慎、存粮丰厚，积极应对评估利率下滑风险

年底准备金评估利率或面临下滑风险

- **3 年移动国债收益率下滑或将导致评估利率下滑。**09 年新会计准则中规定，公司采用的准备金评估利率等于 3 年移动平均国债收益率加上一定幅度溢价。由于在 10 年底评估中，3 年移动平均国债收益率计算将会剔除较高的 07 年国债收益率数据而替换 10 年国债收益率数据，10 年底的移动平均收益率将会下滑。
- **评估利率对当期收益影响巨大。**根据公司年报披露所示，当期利润对评估利率变化有较大的敏感性，而年底评估利率下滑导致公司当期利润下滑是目前市场普遍较为担心的一个问题。

图表12：国债收益率 08 年后显著下降



来源：国金证券研究所

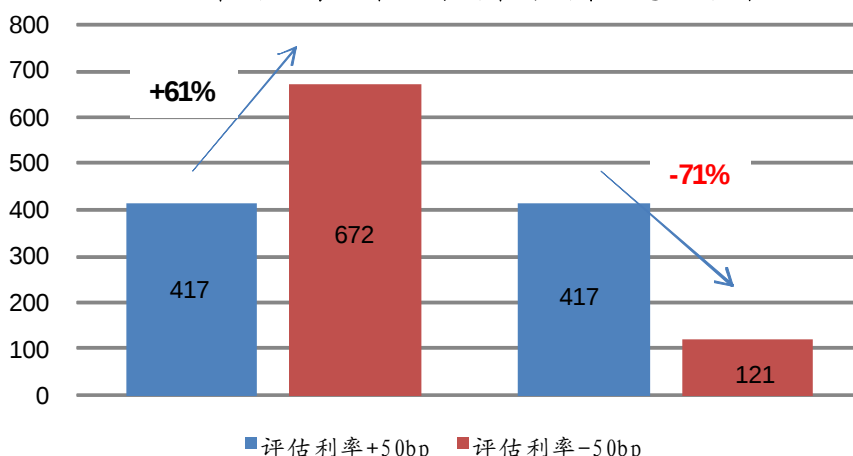
图表13：3 年移动平均收益率下降 11bp~31bp

评估时点	统计数据	3年期	5年期	10年期	30年期
10-12	08/1~10/12	2.59%	3.01%	3.54%	4.14%
09-12	07/1~09/12	2.90%	3.30%	3.77%	4.26%
评估利率变化		-0.31%	-0.29%	-0.23%	-0.11%

图表14：利润对评估利率敏感性高

单位：人民币 亿

中国人寿09年税前利率对利率敏感性分析



来源：国金证券研究所

人寿假设最为谨慎，能够积极应对利率风险

- **目前人寿溢价使用最低，未来调整空间最大。**由于新准则下准备金评估利率=3 年移动国债收益率+合理溢价，因此在 3 年移动国债收益率下降的前提下，理论上公司可以通过调节溢价来使得最终的评估利率在各年间相对平滑。中国人寿 09 年底评估时使用溢价为 30bp，低于平安、太保的 100bp 和 50bp，距离保监会建议的 150bp 上限也最远。因此，当时最为谨慎的假设选择也使得公司在未来有较大的平滑余地。
- **评估假设平滑符合财务报表原理，调节溢价有理可循。**由于准备金计算时需要基于大量未来长期假设，我们认为由于国债收益率各年间的变化导致的准备金大幅变化从而大幅影响公司当期业绩是不合理的。我们判断也正是基于评估假设平滑的目的，保监会在制定新准则评估利率时没有采用评估时点的国债收益率，而用三年移动平均收益率。
- **人寿年末调节溢价可能性较大。**通过与公司沟通了解，公司在年中评估时已经对溢价进行了微调。另外，公司也表示在年末评估时会基于实际情况尽量考虑评估利率在各年间的平滑。考虑到人寿前期采用的溢价仅为 30bp，远低于保监会建议的 150bp 上限，我们认为公司有较大的调控余地，能够积极应对债券收益率下滑带来的利率风险。

图表15：中国人寿 09 年底采用溢价为 30bp(55bp-25bp)

	基准利率	溢价	基准+溢价	基准+溢价	不利风险	评估利率
	SpotRate		SpotRate	Forward Rate		Forward Rate
1年	2.94	0.55	2.94	2.94	(0.25)	2.69
2年	2.66	0.55	3.21	3.48	(0.25)	3.23
3年	2.92	0.55	3.47	4.00	(0.25)	3.75
4年	3.14	0.55	3.69	4.34	(0.25)	4.09
5年	3.87	0.55	3.87	4.60	(0.25)	4.35
10年	4.41	0.55	4.41	5.19	(0.25)	4.94
20年	4.90	0.55	4.90	5.33	(0.25)	5.08
30年	5.03	0.55	5.03	5.46	(0.25)	5.21
30年+				5.57	(0.25)	5.32

来源：国金证券研究所

估值与盈利预测

- **盈利预测：**受益于下半年以来股票市场复苏，我们上调了公司 10 年盈利预测。我们预计中国人寿 10-12 年 EPS 分别为 1.31 元(上调幅度 1.8%)、1.62 元和 1.96 元，同比增速 12.9%、23.0%和 21.3%。预计 BVPS 分别是 7.67 元(上调幅度 3.2%)、9.28 元和 11.24 元。
- **合理估值：**基于内含价值/评估价值模型，公司合理估值为 39.01 元，隐含 11 年新业务倍数 27 倍（保费增速 15%~9%），隐含 11XPE24 倍。

图表16：中国人寿估值表

评估价值	2009	2010E	2011E	2012E
调整净资产	159,948	164,161	198,769	240,744
有效业务价值	125,282	157,543	200,472	256,023
内含价值	285,230	321,704	399,242	496,767
一年新业务价值	17,713	21,344	26,396	32,203
新业务倍数	34	30	27	23
未来新业务价值	597,715	648,523	703,326	748,489
评估价值	882,945	970,227	1,102,568	1,245,255
总股数	28,265	28,265	28,265	28,265
目标股价	31.24	34.33	39.01	44.06
目标价隐含隐含PE	26.9	26.1	24.1	22.5

来源：国金证券研究所

图表17: 中国人寿主要财务指标

中国人寿 (601628): 主要指标
YE 31 Dec (RMB 百万)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股数据						盈利能力					
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265	ROE	11.00%	15.58%	17.13%	17.41%	17.44%
EPS	0.68	1.16	1.31	1.62	1.96	ROA	1.94%	2.68%	2.48%	2.42%	2.31%
BVPS	6.15	7.47	7.67	9.28	11.24	ROAE	10.23%	17.08%	17.36%	19.07%	19.10%
EV	8.49	10.09	11.38	14.12	17.58	ROAA	2.03%	2.97%	2.73%	2.70%	2.58%
NBV	0.49	0.63	0.76	0.93	1.14	杠杆	5.68	5.81	6.91	7.21	7.55
当期市价						收入增长					
市盈率	42.43	24.70	21.87	17.78	14.66	已赚保费收入增长	52.01%	3.88%	20.00%	20.00%	20.00%
市净率	4.67	3.85	3.75	3.10	2.56	投资收益增长	-47.35%	41.78%	10.37%	25.63%	25.15%
内含价值倍数	3.38	2.85	2.52	2.03	1.63	营业收入增长	19.39%	9.25%	18.33%	21.01%	20.94%
隐含新业务倍数	41.1	29.7	23.0	15.6	9.8	支出增长					
当期成本率						退保金	-16.60%	-8.50%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
佣金率	9.13%	8.34%	8.92%	8.92%	8.92%	赔款支出	11.59%	-17.15%	-9.00%	-9.00%	-9.00%
行政费用率	6.54%	6.99%	6.82%	6.82%	6.82%	准备金提转差	210.26%	14.46%	35.62%	32.84%	29.48%
赔付率	26.99%	21.56%	16.34%	12.39%	9.39%	保单红利支出	-93.92%	766.97%	-2.70%	-2.70%	-2.70%
退保率	9.61%	8.48%	6.78%	5.42%	4.34%	佣金及手续费	50.72%	-5.22%	28.50%	20.00%	20.00%
准备金提转差	50.91%	56.18%	63.45%	70.23%	75.77%	业务及管理费用	6.21%	10.95%	17.06%	20.00%	20.00%
红利支出	0.63%	5.27%	4.27%	3.46%	2.81%	净利润增长	-56.83%	71.40%	12.38%	23.05%	21.28%
当期综合成本率	103.81%	106.81%	106.58%	107.23%	108.05%	资产/负债增长率					
保费收入构成						总资产增长率	10.42%	24.18%	22.10%	26.33%	26.77%
个人寿险占比	40.43%	45.47%	45.47%	45.47%	45.47%	投资资产增长率	10.25%	25.04%	21.90%	23.53%	24.40%
银行保险占比	48.67%	47.66%	47.66%	47.66%	47.66%	总负债增长率	17.21%	24.72%	26.19%	27.25%	27.71%
团体寿险占比	10.90%	6.87%	6.87%	6.87%	6.87%	寿险准备金增长	25.66%	23.43%	25.85%	27.25%	27.71%
个人新单占比	16.96%	19.47%	19.47%	19.47%	19.47%	股东权益增长	-13.08%	21.34%	2.66%	21.08%	21.12%
银行新单占比	67.60%	75.49%	75.49%	75.49%	75.49%						
团体新单占比	15.44%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%						

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	4	5	8
买入	0	2	21	22	35
持有	0	0	8	9	15
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.11	2.11	2.12

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-01-21	持有	19.32	N/A
2	2009-02-17	持有	22.34	N/A
3	2009-03-17	持有	21.21	N/A
4	2009-04-15	持有	24.02	N/A
5	2009-04-24	持有	22.71	N/A
6	2010-04-07	买入	28.11	36.43 ~ 36.43
7	2010-04-29	买入	25.41	36.65 ~ 36.65
8	2010-08-26	买入	22.50	34.15 ~ 34.15

来源：国金证券研究所

历史推荐与股价

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室