



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月24日

保险

研究部

毛军华¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

中性

中国人寿 (601628.SH)

利润增速接近底部

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010	2011E	2012E
保险业务收入	275,970	318,229	350,989	402,956
已赚净保费	275,077	318,088	350,834	402,776
净投资收益	62,807	68,280	68,460	86,923
已实现及未实现投资收益/(损失)	22,693	16,121	0	0
收入总额	339,290	385,838	421,661	492,184
赔款及保户利益	(298,249)	(346,601)	(385,993)	(445,803)
净利润	32,881	33,626	29,245	38,030
(+/-%)	72%	2%	(13%)	30%
每股净利润 (人民币)	1.16	1.19	1.03	1.35
每股净资产 (人民币)	7.47	7.38	8.02	8.97
平均净资产收益率(%)	15.6%	16.1%	12.9%	15.0%
市盈率-H股(X)	17.4	16.4	18.9	14.5
市净率-H股(X)	2.7	2.6	2.4	2.2
现金分红收益率(%)	1.4%	4.3%	2.5%	2.5%
寿险业务每股内含价值 (人民币)	10.09	10.55	11.58	12.87
每股新业务价值 (人民币)	0.63	0.70	0.77	0.86
P/EV(X)	1.6	1.5	1.4	1.3
新业务价值倍数(X)	9.7	8.0	6.0	3.8

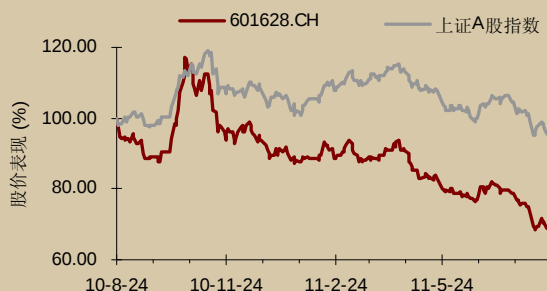
股票信息

H-Share	A-Share
2628.HK	Bloomberg code
HK\$ 22.95	Share price
HK\$ 26.9	Target price
46.75	Daily turnover (mn shs)
HK\$ 36.9/20.9	52wk high/low
580,958	Market Cap (mn)
28,265	Issued shares (mn)
8,941	Free float (mn)
	Major shareholders (%)
	China Life group (68.4%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601628.CH]	-1.34	-11.88	-15.38	-24.08
[SHASHR index]	-2.07	-7.82	-7.94	-9.02

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

上半年业绩低于预期

上半年实现归属母公司股东净利润 129.64 亿元, 每股收益 0.46 元, 同比下降 28.1%, 低于我们预期 23%。这主要是由于大幅计提减值准备带来的差异。新业务价值同比增长 5.5%, 新业务价值利润率基本平稳。

主要看点

净利润大幅下滑主要是由于准备金评估精算假设变动的负面影响以及大幅计提投资资产减值损失。

- 2011 年上半年因精算假设变动增提准备金 16.22 亿元, 导致净利润同比减少 9.0%。
- 2011 年上半年计提投资资产减值损失相比去年大幅增加 32.7 亿, 导致净利润同比减少 18.0%。

资本市场波动、股东分红以及业务扩张导致偿付能力充足率相比 2010 年末下降 48% 至 164%, 预计公司下一步将考虑通过次级债等各种融资方式以提升偿付能力充足率水平。

发展趋势

我们认为, 公司净利润增长率将于 3 季度逐步见底, 4 季度有望开始回升。理由在于:

- 准备金评估精算假设将于下半年 4 季度开始对公司业绩产生正面影响, 而去年同期则是负面影响。
- 银保渠道新业务保费收入增长率有望从 4Q 开始企稳回升。

盈利预测调整

我们分别将 2011 年和 2012 年的盈利预测分别小幅下调 18.3% 和 11.1%, 每股收益分别调整为 1.03 元和 1.35 元。

估值与建议

目前中国人寿 A 股的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.4 倍和 6.0 倍, 估值逐步开始变得具有吸引力。但由于 3Q 仍然缺乏催化剂, 我们暂时维持公司“中性”的投资评级, 期待公司管理层经营战略的调整带来业务的起色。

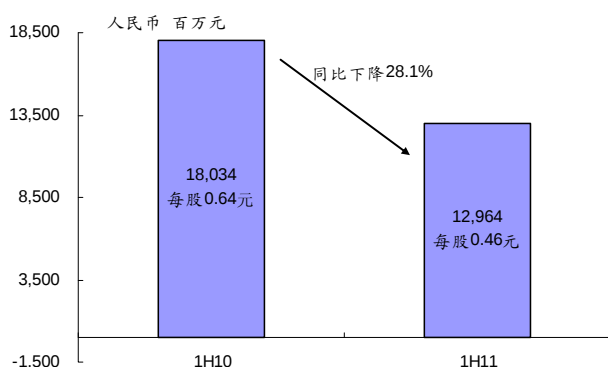
¹ 报告贡献人: 唐圣波 (tangsb@cicc.com.cn)

1H11 业绩低于预期

中国人寿 2011 年上半年实现归属母公司股东净利润 129.64 亿元，每股收益 0.46 元，同比增长-28.1%，低于我们预期 23%。2011 年上半年每股新业务价值达到人民币 0.43 元，同比增长 5.5%，低于我们预期。

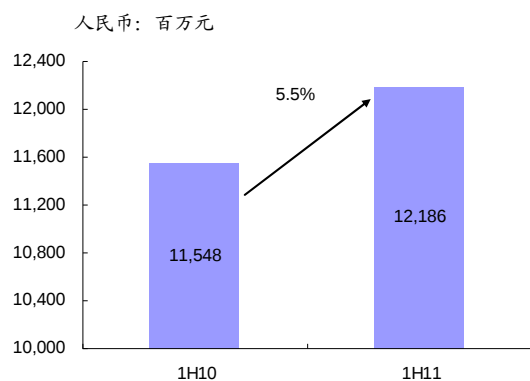
归属于上市公司股东的每股净资产为 6.97 元，较 2010 年末下降 5.6%。2011 年上半年末每股内含价值 10.5 元，较 2010 年末下降 0.5%。

图表 1：中国人寿上半年净利润



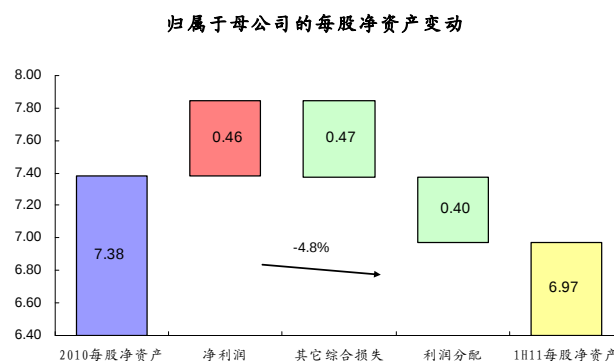
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：中国人寿新业务价值



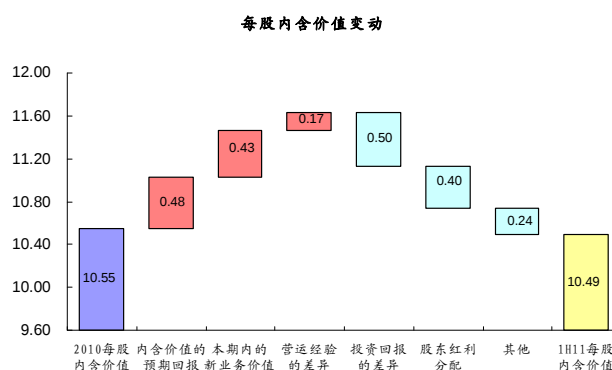
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：归属于上市公司股东的每股净资产



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：内含价值变动



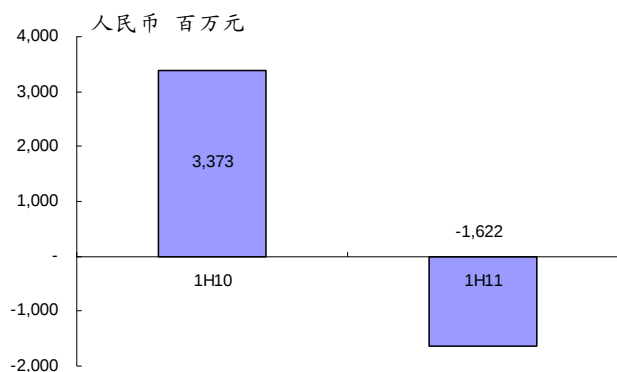
资料来源：公司数据，中金公司研究部

准备金评估精算假设变动对业绩影响负面

2011 年上半年因精算假设变动增提准备金 16.22 亿元，而去年同期则为减少准备金 33.73 亿元。精算假设变动对准备金变动的影响导致净利润同比减少 9.0%。

准备金评估精算假设变动主要是指传统险评估基准利率的变动。根据当前保险合同会计准则，750 天国债收益率移动平均曲线被用来作为评估传统险保险合同准备金的基准利率。2011 年上半年 750 天国债收益率移动平均曲线下行导致传统险准备金计提增加，从而对当期财务报表净利润和净资产都产生了较大的负面影响。

图表 5：中国人寿精算假设变动对准备金的影响

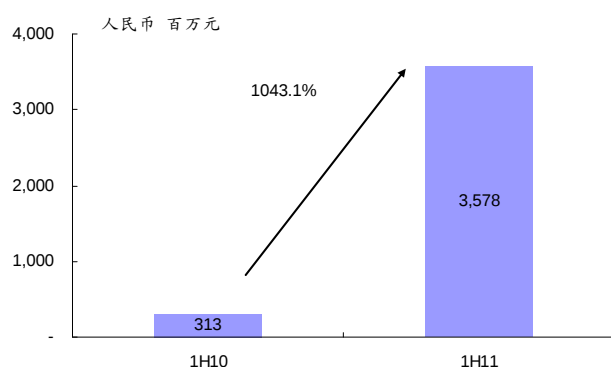


资料来源：公司数据，中金公司研究部

大幅计提投资资产减值损失压低当期业绩

2011 年上半年计提投资资产减值损失 35.8 亿元，相比去年同期的 3.1 亿元大幅增加 32.7 亿。投资资产减值损失的变化导致净利润同比减少 18.0%。

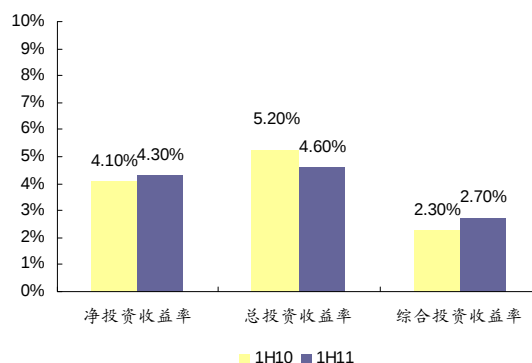
图表 6：中国人寿计提的投资资产减值损失大幅增加



资料来源：公司数据，中金公司研究部

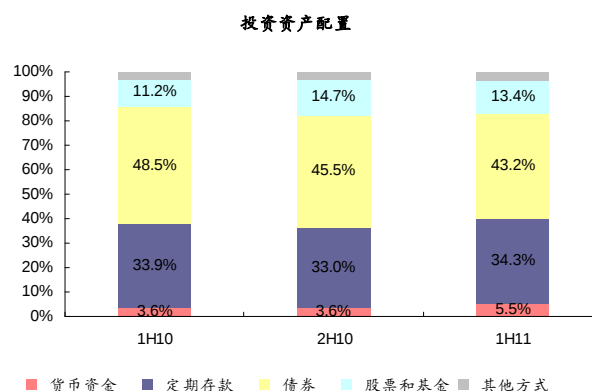
受此影响，公司 2011 年上半年总投资收益率低于去年同期。但受益于利率上升，投资资产配置及时调整以及相对去年同期较好的权益市场表现，公司净投资收益率、综合投资收益率表现均好于去年同期。

图表 7：中国人寿投资收益率表现



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8：投资资产配置

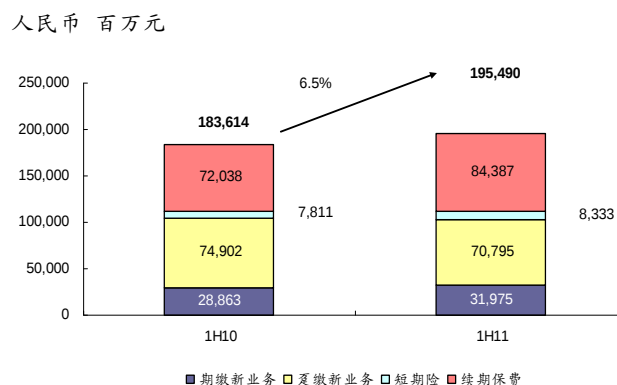


资料来源：公司数据，中金公司研究部

受银保业务影响，保费收入增长率放缓

2011 年上半年保费收入增速略有放缓，新准则下保费收入 1,954.9 亿元，同比增长 6.5%。

图表 9：保费收入结构

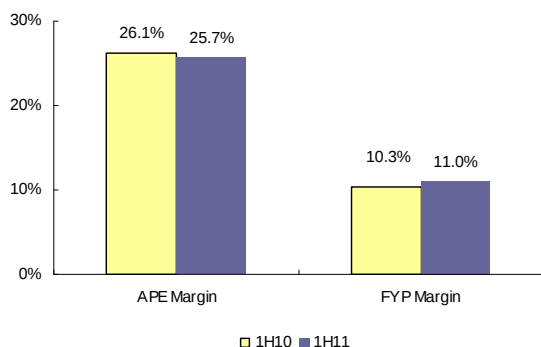


资料来源：公司数据，中金公司研究部

业务质量相对平稳

首年保费增长-0.4%，其中代理人渠道个险新单仍然增长 21.7%，但银保渠道下降了 5.8%。新业务首年保费价值利润率(FYP Margin)略有上升，2011 年上半年为 11.0%，略高于去年同期 10.3%，这主要是由于新业务中期缴保费占比从 27.8%提升到 31.1%。

图表 10：新业务价值利润率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11：内含价值回报率

人民币：百万元	1H10	1H11
期初内含价值	285,229	298,099
内含价值的预期回报	12,114	13,687
本期内的新业务价值	11,548	12,186
营运经验的差异	3,086	4,751
ROEV	9.4%	10.3%
投资回报的差异	-14,818	-14,025
假设及模型变动	31	352
风险贴现率变动		
市场价值调整	1,353	-6,279
汇率变动	-78	-282
股东红利分配	-19,785	-11,306
融资		
其它	-241	-690
期末内含价值	278,440	296,493

资料来源：公司数据，中金公司研究部

资本市场波动及股息分红导致偿付能力下降

2011 年上半年公司偿付能力充足率为 164.2%，比 2010 年的 212.0%下降了 47.8%，资本市场波动、股东分红以及业务扩张是导致偿付能力充足率下滑的主要原因。

预计公司将考虑通过次级债等多种融资方式提升偿付能力充足率水平。

图表 12：偿付能力充足率变动分析

	1H10	1H11
期初偿付能力充足率	303.6%	212.0%
可供出售公允价值变更	-31.9%	-20.7%
股息分红	-36.4%	-17.8%
业务扩张	-18.1%	-9.3%
期末偿付能力充足率	217.2%	164.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

发展趋势

我们认为，中国人寿净利润增长率将于 3 季度逐步见底，4 季度有望开始回升。理由在于：

- ▶ 对净利润影响较大的准备金评估精算假设将于下半年的 4 季度开始对公司业绩产生正面影响，而去年同期则是负面影响。传统险准备金评估基准利率在下半年将上升 3bp，其中在 3Q 继续下降约 4bp，在 4Q 则大幅上升 7bp（参见图表 13），根据公司披露的准备金折现率敏感性数据，即 286 亿/50bp，我们预计精算假设变动将导致下半年税后净利润增加约 13 亿元，拉动下半年净利润同比增长 8.3%。
- ▶ 银保渠道新业务保费收入同比增长率有望从 4Q 开始企稳回升，原因有二：一是由于银监会新政是在去年 11 月开始下发并执行的，去年 4Q 银保新单保费已经开始大幅下降，从而基数相对较低；二是银保新政实施一年之后，各寿险公司的应对措施将逐步体现效果，比如对银行销售人员的培训、对银行中高端客户的开发等。

同时，在新任最高管理者上任后，我们对公司在个险渠道的发展方式转型充满期待。由于经济发达地区的生活成本高企，寿险行业代理人增员面临较大的压力。通过人海战术在竞争激烈的一二线城市粗放式扩张的发展方式已经难以持续。我们期待公司新一届管理层能够制定差异化的区域发展战略，深度挖掘公司在增长潜力较大的中西部地区的发展优势；同时在东北部沿海经济发达地区，通过客户群细分以及建设以客户为中心的销售和服务团队，从而实现有价值的业务增长，提升股东价值。

盈利预测

根据中国人寿 2011 年上半年的经营状况，我们分别将 2011 年和 2012 年的盈利预测分别小幅下调 18.3%和 11.1%，每股收益分别调整为 1.03 元和 1.35 元。

估值与评级

目前中国人寿 A 股的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.4 倍和 6.0 倍，估值逐步开始变得具有吸引力。但由于半年报业绩低于预期，且 3Q 仍然缺乏催化剂，我们暂时维持公司“中性”的投资评级。

图表 13: 750 天 15 年期国债收益率移动平均线



*假设15年期国债收益率维持在目前水平

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14: 上半年业绩分析

单位: 百万元

利润表	1H10	1H11	+/-
保险业务收入	183,614	195,490	6.5%
减: 分出保费	-90	-124	37.8%
提取未到期责任准备金	65	-517	-895.4%
已赚保费	183,589	194,849	6.1%
投资收益	32,371	35,866	10.8%
公允价值变动收益	-382	201	-152.6%
汇兑损失	-79	-283	258.2%
其他业务收入	1,161	1,261	8.6%
营业收入合计	216,660	231,894	7.0%
退保金	-12,810	-17,630	37.6%
赔付支出	-27,945	-45,899	64.2%
减: 摊回赔付支出	54	50	-7.4%
提取保险责任准备金	-122,619	-116,930	-4.6%
减: 摊回保险责任准备金	5	3	-40.0%
保单红利支出	-6,195	-5,764	-7.0%
保险业务手续费及佣金支出	-13,962	-15,343	9.9%
营业税金及附加	-723	-657	-9.1%
业务及管理费	-8,762	-9,411	7.4%
减: 摊回分保费用	18	24	33.3%
其他业务成本	-1,800	-1,821	1.2%
资产减值损失	-320	-3,600	1025.0%
营业支出合计	-195,059	-216,978	11.2%
营业利润	21,601	14,916	-30.9%
加: 营业外收入	29	41	41.4%
减: 营业外支出	-27	-30	11.1%
利润总额	21,603	14,927	-30.9%
减: 所得税费用	-3,488	-1,853	-46.9%
净利润	18,115	13,074	-27.8%
母公司股东的净利润	18,034	12,964	-28.1%
少数股东损益	81	110	35.8%
基本每股收益	0.64	0.46	-28.1%
其他综合收益	-17,596	-13,341	-24.2%
综合收益	519	-267	-151.4%
母公司股东的综合收益	452	-353	-178.1%
资产负债表	2010	1H11	+/-
总资产	1,410,579	1,546,891	9.7%
投资资产	1,357,053	1,475,781	8.7%
总负债	1,200,104	1,348,047	12.3%
净资产	210,475	198,844	-5.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 15: 历史和预测的财务指标

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
利润表					
营业收入	313,067	342,026	388,791	421,661	492,184
已赚净保费	265,177	275,077	318,088	350,834	402,776
保险业务收入	265,656	275,970	318,229	350,989	402,956
减: 分出保费	-156	-158	-177	-195	-224
减: 净提取未到期责任准备金	-323	-735	36	40	44
投资净收益	53,769	62,807	68,280	68,460	86,923
公允价值变动净收益	-8,316	1,636	168	0	0
汇兑损益	-907	-28	-392	-412	-432
其他业务收入	3,344	2,534	2,647	2,779	2,918
营业支出	-293,062	-300,164	-347,780	-385,993	-445,803
退保金	-25,485	-23,320	-25,714	-31,052	-37,313
赔付支出	-71,581	-59,308	-54,016	-59,577	-68,397
减: 摊回赔付支出	77	107	112	124	142
提取保险责任准备金	-135,005	-154,531	-200,033	-220,727	-253,407
减: 摊回保险责任准备金	44	14	19	123	141
保单红利支出	-1,671	-14,487	-13,224	-16,281	-19,727
分保费用	0	0	0	0	0
减: 摊回分保费用	130	-17	33	36	42
营业税金及附加	-1,026	-1,188	-1,574	-1,736	-1,993
手续费及佣金支出	-24,200	-22,936	-27,256	-30,062	-34,513
业务及管理费	-17,340	-19,238	-20,917	-23,070	-26,486
其他业务成本	-3,258	-3,093	-3,476	-3,727	-4,241
计提资产减值准备	-13,747	-2,167	-1,734	-44	-51
营业利润	20,005	41,862	41,011	35,669	46,382
加: 营业外收入	77	96	110	116	121
减: 营业外支出	-123	-213	-113	-119	-125
利润总额	19,959	41,745	41,008	35,665	46,379
减: 所得税费用	-685	-8,709	-7,197	-6,259	-8,140
净利润	19,274	33,036	33,811	29,406	38,239
归属于公司股东的净利润	19,137	32,881	33,626	29,245	38,030
少数股东损益	137	155	185	161	209
资产负债表					
资产总计	987,493	1,226,257	1,410,579	1,653,083	1,939,057
负债合计	812,622	1,013,481	1,200,104	1,424,555	1,683,300
股东权益合计	174,871	212,776	210,475	228,529	255,757
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
归属于公司股东的股东权益	173,947	211,072	208,710	226,612	253,612
少数股东权益	924	1,704	1,765	1,916	2,145
增长率 (%)					
保险业务收入		3.9	15.3	10.3	14.8
已赚净保费		3.7	15.6	10.3	14.8
利润总额		109.2	-1.8	-13.0	30.0
净利润		71.4	2.3	-13.0	30.0
主要比率 (%)					
净投资收益率	4.9	3.6	3.9	4.0	4.1
总投资收益率	3.5	5.9	5.3	4.6	5.0
净资产收益率	11.1	17.0	16.0	13.4	15.8
总资产收益率	2.0	3.0	2.6	1.9	2.1
投资组合 (%)					
现金及存款	27.8	32.3	36.1	37.7	33.2
债权投资	60.9	49.3	44.8	44.0	44.0
股权投资	7.9	15.2	14.4	13.0	17.0
其他投资	3.4	3.2	4.7	5.3	5.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 16: 盈利预测假设调整

单位：百万元	2011			2012		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	429,114	421,661	-1.7	497,969	492,184	-1.2
已赚净保费	354,636	350,834	-1.1	407,979	402,776	-1.3
保险业务收入	354,794	350,989	-1.1	408,162	402,956	-1.3
减：分出保费	-197	-195	-1.1	-227	-224	-1.3
减：净提取未到期责任准备金	40	40	0.0	44	44	0.0
投资净收益	72,110	68,460	-5.1	87,505	86,923	-0.7
其他业务收入	2,779	2,779	0.0	2,918	2,918	0.0
营业支出	-385,482	-385,993	0.1	-445,818	-445,803	0.0
退保金	-31,140	-31,052	-0.3	-37,388	-37,313	-0.2
赔付支出	-60,222	-59,577	-1.1	-69,281	-68,397	-1.3
减：摊回赔付支出	125	124	-1.1	144	142	-1.3
提取保险责任准备金	-218,755	-220,727	0.9	-251,659	-253,407	0.7
减：摊回保险责任准备金	122	123	0.9	140	141	0.7
保单红利支出	-16,266	-16,281	0.1	-19,685	-19,727	0.2
减：摊回分保费用	37	36	-1.1	42	42	-1.3
营业税金及附加	-1,755	-1,736	-1.1	-2,019	-1,993	-1.3
手续费及佣金支出	-30,388	-30,062	-1.1	-34,959	-34,513	-1.3
业务及管理费	-23,320	-23,070	-1.1	-26,828	-26,486	-1.3
其他业务成本	-3,874	-3,727	-3.8	-4,274	-4,241	-0.8
计提资产减值准备	-45	-44	-1.1	-51	-51	-1.3
营业利润	43,633	35,669	-18.3	52,152	46,382	-11.1
加：营业外收入	116	116	0.0	121	121	0.0
减：营业外支出	-119	-119	0.0	-125	-125	0.0
利润总额	43,629	35,665	-18.3	52,148	46,379	-11.1
减：所得税费用	-7,657	-6,259	-18.3	-9,152	-8,140	-11.1
净利润	35,972	29,406	-18.3	42,996	38,239	-11.1
归属于公司股东的净利润	35,776	29,245	-18.3	42,761	38,030	-11.1
少数股东损益	197	161	-18.3	235	209	-11.1
每股收益（元）	1.27	1.03	-18.3	1.51	1.35	-11.1
每股净资产（元）	8.25	8.02	-2.8	9.37	8.97	-4.2

主要假设	2011			2012		
	Before	After	+/- (%)	Before	After	+/- (%)
承保						
毛保费收入增速	11.5%	10.3%	-1.2ppt	15.0%	14.8%	-0.2ppt
投资						
净投资收益率	3.9%	4.0%	0.1ppt	4.0%	4.1%	0.1ppt
总投资收益率	4.9%	4.6%	-0.2ppt	5.0%	5.0%	0.0ppt

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 17: 可比公司估值

公司	股价	总股本	每股收益			每股净资产			集团每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
	2011-08-24		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	22.95	28,265	1.40	1.25	1.62	8.7	9.7	10.8	12.41	13.95	15.51	0.83	0.92	1.04	2.38	1.77	1.96
中国平安H股	64.85	7,644	2.66	3.60	4.81	17.2	22.1	26.2	30.93	39.04	46.52	2.39	2.78	3.32	1.70	1.90	2.11
中国太保H股	29.00	8,600	1.17	1.49	1.84	11.0	12.2	13.5	15.06	17.82	20.46	0.83	1.01	1.19	1.80	1.80	1.80
中国财险	12.74	11,142	0.55	1.01	1.23	2.6	4.1	5.6							2.83	2.83	2.83
中国人寿A股	16.17	28,265	1.19	1.03	1.35	7.4	8.3	9.4	10.55	11.58	12.87	0.70	0.77	0.86	2.38	1.77	1.96
中国平安A股	40.99	7,644	2.26	2.99	3.99	14.7	18.4	21.8	26.29	32.40	38.61	2.03	2.31	2.76	1.70	1.90	2.11
中国太保A股	20.39	8,600	1.00	1.24	1.53	9.3	10.3	11.5	12.80	14.79	16.98	0.71	0.84	0.99	1.80	1.80	1.80
公司	市值		净资产收益率			市盈率(X)			市净率(X)			内含价值倍数			新业务价值倍数		
中国人寿H股	581,007		16.1	12.9	15.0	16.4	18.4	14.2	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6	1.5	12.8	9.7	7.2
中国平安H股	441,993		17.6	18.4	20.0	24.3	18.0	13.5	3.8	2.9	2.5	2.1	1.7	1.4	14.2	9.3	5.5
中国太保H股	223,258		10.7	11.7	12.2	24.8	19.4	15.7	2.6	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4	16.7	11.0	7.2
中国财险	141,947		21.6	28.7	25.2	23.2	12.7	10.4	4.9	3.1	2.3						
中国人寿A股	476,888		16.1	12.9	15.0	13.6	15.6	12.0	2.2	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3	8.0	6.0	3.8
中国平安A股	362,786		17.6	18.4	20.0	18.1	13.7	10.3	2.8	2.2	1.9	1.6	1.3	1.1	7.2	3.7	0.9
中国太保A股	183,250		10.7	11.7	12.2	20.5	16.4	13.3	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	10.7	6.7	3.4

资料来源: 彭博资讯; 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：中国人寿。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED