

保险

许守德 中国准精算师

0755-82026751

xushoude@cjis.cn

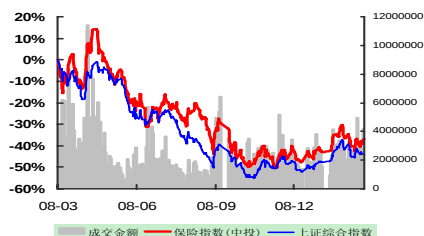
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	3
总市值(亿元)	9840
占A股比例(%)	6.49%
平均市盈率(倍)	40.57

行业表现

(%)	1M	3M	6M
保险	0.59	7.23	3.56
上证综合指数	0.86	11.74	8.39



相关报告

行业报告—本轮降息利好保险股

11/27/2008

保险行业 2009 年投资策略--盈利能力有保证, 行业前景值得期待

12/26/2008

月报--09 年基本面显著转好的判断不变, 但 1 月“开门红”略有隐忧

02/27/2009

保险行业 2009 年 2 季度投资策略

看好

在业务的进与退中权衡保险股的投资机会

现在大家都能认可用内含价值来估值寿险股, 但内含价值有个重要的假设, 即寿险公司可以获取一定的长期利差。而寿险公司如何实现这个长期利差呢? 本文主要围绕该议题进行展开并给出投资建议。

投资要点:

- 寿险公司的资产结构与银行有较大不同, 由此导致寿险公司的利差与银行的息差差异很大, 最终导致两者的经营模式也完全不同。
- 对于银行来说, 经营者更多关注短期息差, 较少关注长期趋势。而对于寿险公司来说, 经营者较少关注短期趋势, 更多关注长期利差。这也是为什么 08 年银行控制信贷规模而保险公司却在张旗鼓做业务的根本性原因。
- 基于寿险公司利差的特点, 我们认为, 为了实现稳定的长期利差, 寿险公司必然会采取有张有弛的业务策略。在债券收益率处于较高的阶段, 寿险公司会大量的做业务, 并及时配置长期固定利率债券, 从而确保长期平均的投资收益率保持在较高的水平。在债券收益率低的阶段, 寿险公司通过压缩业务或适度控制增速及大幅下调给客户的回报率, 尽量将长期平均的资金成本率压在一个较低的水平。
- 我们认为, 分析寿险股, 短期看 EPS, 长期看内含价值。EPS 反映寿险公司的盈利能力, 内含价值可以用来衡量股价的低廉程度。盈利能力越强, 内含价值的假设越有可能实现。
- 从内含价值来看, 目前寿险股的估值略贵些, 但对应的新业务倍数在 20-25 倍, 处于仍可接受的范围。从 EPS 来看, 我们预计 09 年低息环境持续, 寿险公司的成本大幅下降, 业务趋于收缩, 盈利能力将会显著改善。因此, 09 年寿险股作为防御配置的股票十分合适, 维持看好的行业评级。
- 但由于寿险公司内含价值的长期利差假设的实现与业务策略能否跟随债券市场变化进行调整有关, 我们也建议投资者高度关注寿险公司在 09 年可能采取扩张业务策略所带来的风险。
- 目前我们对三只保险股的投资排序具体为: 国寿(推荐)>平安(推荐)>太保(中性)。

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
601628	中国人寿	0.99	0.41	0.56	0.66	20.44	49.59	36.30	30.80	推荐
601318	中国平安	2.05	0.07	1.02	1.16	15.68	460.14	31.58	27.77	推荐
601601	中国太保	0.90	0.23	0.09	0.14	14.97	58.26	148.89	95.71	中性

目 录

一、寿险公司怎样实现长期利差？	3
二、1 季度经营回顾与 2 季度展望.....	5
2.1 寿险保费增速呈现下滑趋势，预计 2 季度更为明显	5
2.2 万能险结算利率已大幅下调，但 2 季度仍有下调空间.....	7
三、投资建议	8
附录：08 年第四季度及 09 年全年业绩预测	9

图 表

图 1 寿险公司实现长期利差的运作模式.....	4
图 2 2008 年 1 月-2009 年 2 月寿险保费及同比增长率	5
图 3 2008 年 1 月-2009 年 2 月国寿寿险保费及同比增长率	6
图 4 2008 年 1 月-2009 年 2 月平安寿险保费及同比增长率	6
图 5 2008 年 1 月-2009 年 2 月太保寿险保费及同比增长率	7
图 6 主要寿险公司万能险结算利率	8
表 1 主要寿险公司万能险结算利率	8

现在大家都能认可用内含价值来估值寿险股，但内含价值有个重要的假设，即寿险公司可以获取一定的长期利差。而寿险公司如何实现这个长期利差呢？本文主要围绕该议题进行展开并给出投资建议。

一、寿险公司怎样实现长期利差？

我们在去年 11 月底出具的降息点评报告中认为，本轮降息对寿险公司是一大利好，有三个原因：一是寿险公司存款相对于债券来说，规模较小，降息对利息收入的负面影响相对不大。而降息对寿险公司结算利率下调会起到推进的作用，寿险公司的成本会有很大的下降；二是 07-08 年寿险公司通过做大业务规模，收集大量保费，从而配置了许多高息债券，这些债券在今后会为寿险公司获取丰厚的利差；三是 09 年债券收益率仍然偏低，市场难有较多的高息资产配置，寿险公司做大业务的意愿性不强，新增资金资产配置的壓力有限。

这三个原因当中，最为重要的是第三个。也就是由于债券收益率偏低，寿险公司做大业务的意愿性不强。我们作出这样的判断，主要跟寿险公司实现长期利差的运作模式有关。

要解释实现长期利差的运作模式，可能要从寿险公司的利差与银行的息差有什么不同说起。

众所周知，银行的贷款利率和存款利率都是浮动的，因此，在加息或降息周期，银行的息差有对称和不对称的说法，而且即便是不对称，息差也是维持大致稳定的正水平。而寿险公司明显不同。寿险公司 80% 的资产是债券和存款，其中大部分债券是长期固定利率形式，结果是寿险公司的投资收益率相对于在加息或降息周期中的利率波动要小得多。而资金成本率却因为 90% 来自于分红和万能险，而分红和万能险给客户的回报率相对于加息或降息周期的利率波动要大，因此假如不考虑平滑准备金，资金成本率大幅波动，从而使得寿险公司的利差自然会大起大落，也就没有对称和不对称的说法。

归纳来讲，寿险公司的资产结构与银行有较大不同，由此导致寿险公司的利差与银行的息差差异很大，最终导致两者的经营模式也完全不同。

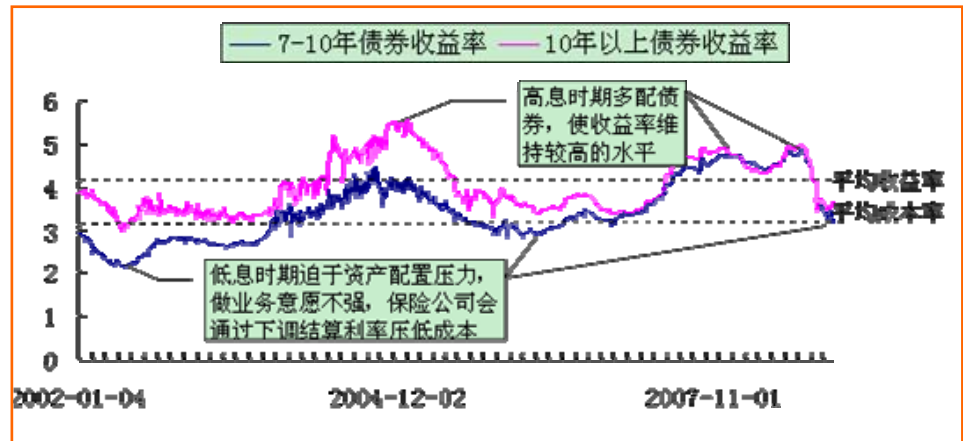
对于银行来说，经营者更多关注短期息差，较少关注长期趋势。而对于寿险公司来说，经营者较少关注短期趋势，更多关注长期利差。这也是为什么 08 年银行控制信贷规模而保险公司却在张旗鼓做业务的根本性原因。

银行经营者认为扩大信贷规模可能会影响短期息差的质量，所以采取控制的策略。而寿险公司的经营者虽然也看到扩张性的业务策略下资金成本很高，短期利差较难乐观，甚至大幅倒挂，但从长期来看，及时的大量配置长期固定利率的债券，对未来实现稳定的利差却是大有裨益。

基于寿险公司利差的特点，我们认为，为了实现稳定的长期利差，寿险公司必然会采取有张有弛的业务策略。在债券收益率处于较高的阶段，寿险公司会大量的做业务，并及时配置长期固定利率债券，从而确保长期平均的投资收益率保持在较高的水平。在债券收益率低的阶段，寿险公司通过压缩业务或适度控制增速及大幅下调给客户的回报率，尽量将长期平均的资金成本率压在一个较低的水平。这就是寿险公司实现长期利差的运作模式。

这也是为什么我们过去一直强调寿险公司业务做得越多不一定是好事的原因。低息时期，寿险公司做了大量的业务，在资产配置压力很大以及给客户的回报利率不敢大幅下调的情况下，相当于给未来长期利差的实现增加难度。

图 1 寿险公司实现长期利差的运作模式



资料来源：中投证券研究所

有人认为，低息环境下，寿险公司应该做更多的保费，然后通过加大股票配置的比例，从而为股东获取超额的回报。而我们的看法是，寿险公司的 80% 资产是债券和定期存款，股票所占的比重始终是有限的。此外，寿险公司的资产规模很大，购买股票更多是战略配置的需要，参与波段操作的机会很小，因此很难真正获取超额的回报。

我们认为，债券始终是寿险公司投资收益的本，股票只是起着补充的作用。如在低息环境下可以适当多配置股票，一定程度上可以弥补债券收益率不高的短板。但这种做法不能替代债券的作用，否则寿险公司就会真的成为很多人所误认为的“投资公司”。如果回顾国外的保险巨头 AIG 失败的案例，就不难理解寿险公司忘“本”的危害了。

有的人可能还是难以理解，觉得寿险公司怎么可能不做业务了。这里我们澄清一下我们的观点，我们并不是主张寿险公司现在就关门不做业务了，我们的观点是现在要控制业务，实际上一些公司已经在这么做。如果再具体点的话，可以将寿险公司业务分个险渠道和经代渠道来看。个险渠道的业务盈利能力比较确定，一般只是赚多赚少的问题，同时也是保证营销员队伍的稳定，因此这一块业务不存在控制的问题，无论在什么样的情形下，都是要大力发展的。或者说所谓的“控制”一般是通过变更考核体系来引导业务结构调整。而经代渠道的业务相反，手续费高，产品期限短，盈利能力不仅差，还不确定。这一块业务实际上在低息环境下就是控制的重点。

也有人认为，难道送上来的业务寿险公司也不要了吗？现实是目前这种情况不可能大量存在，但凡做来很多业务，往往是通过银行渠道或是万能险结算利率保持高位来获取的。因此这种情形暂时不会影响我们的结论。

目前也有人指出一些公司万能险平滑准备金历史储备很好，别的公司支持不了，但它就是可以支持很高的结算利率，那这种情形下我们是不是要适当的修正结论。我们认为关于平滑准备金的历史储备问题，要从它如何形成来认识。

万能险帐户平滑准备金的形成无非有两种，一种是帐户内可供出售类股票升值，没有兑现，不计入资本公积，直接增加帐户准备金负债。另一种是帐户内交易性金融资产升值或是将帐户内可供出售类资产的升值进行兑现，这种情形下，投资收益增加，同时准备金提转差也增加。无论是哪种情形，都是增加当期帐户准备金负债，而不影响当期损益。

这些年来，寿险公司手上的股票持有很多年不卖，这种现象很少见。也就是说，上述第一种情况很少了。因此保险公司的平滑准备金主要来源于第二种情况。而只要是第二种情况，则平滑准备金都会通过投资收益表现出来。现在有些公司声称储备较多，但又没看到公司总体的投资收益率很高，实际上意味着万能险帐户的储备很可能是其他帐户救济来的。

这里再强调一下，我们不是怀疑一些寿险公司在暗箱操作，或在做假账，我们只是担心在总体的投资收益率并没有很高的前提下，一些公司支付较高的结算利率，表面上万能险的长期利差可能不受影响，但其他产品的长期利差可能会受影响，从而导致内含价值的假设可能难以实现。

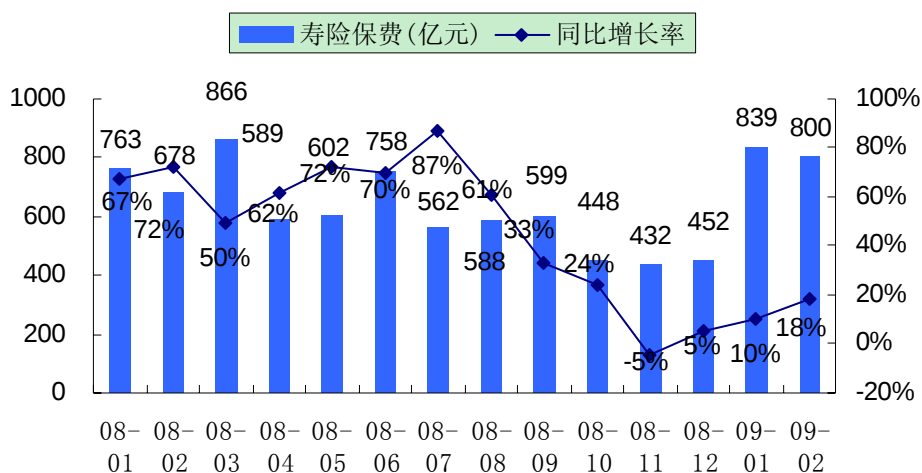
因此，寿险公司跟随债券市场波动调整业务策略是十分重要的。有的公司或会通过各种各样的手段或者一些似是而非的幌子试图违背这一规律，后果可能都会十分严重。

二、1 季度经营回顾与 2 季度展望

2.1 寿险保费增速呈现下滑趋势，预计 2 季度更为明显

09 年 1-2 月，全行业实现寿险保费 1640 亿元，较去年同期的 1441 亿元，仅增长 13.8%，而去年同期增速 69.5%，去年全年增速 48.3%。

图 2 2008 年 1 月-2009 年 2 月寿险保费及同比增长率



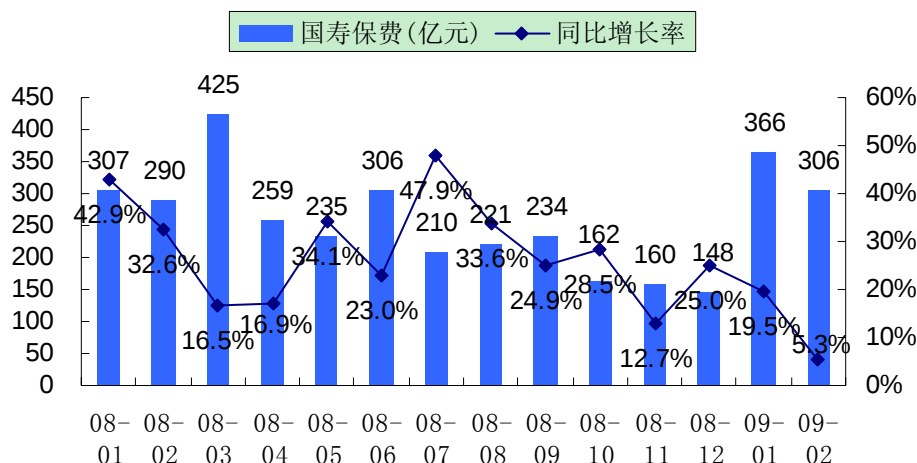
资料来源：保监会、中投证券研究所

1 季度寿险保费增速明显回落，符合市场的判断。由于 2 季度中长期债券收益率难有起色，寿险公司的资产配置压力仍然很大，基于前述长期利差运作模式的分析，我们预计寿险保费增速下滑的趋势将更为明显。

重点关注公司方面：

国寿 1-2 月实现保费 671.74 亿元，同比增长 12.6%，去年同期增速 38.6%。公司增速下滑跟业务结构调整有很大的关系。银保渠道方面，限制银行趸交产品，发展银保期缴业务。个险渠道方面，停售三年缴产品，减少 5-9 年期业务的计划占比，加大对 10 年缴以上业务的考核力度。

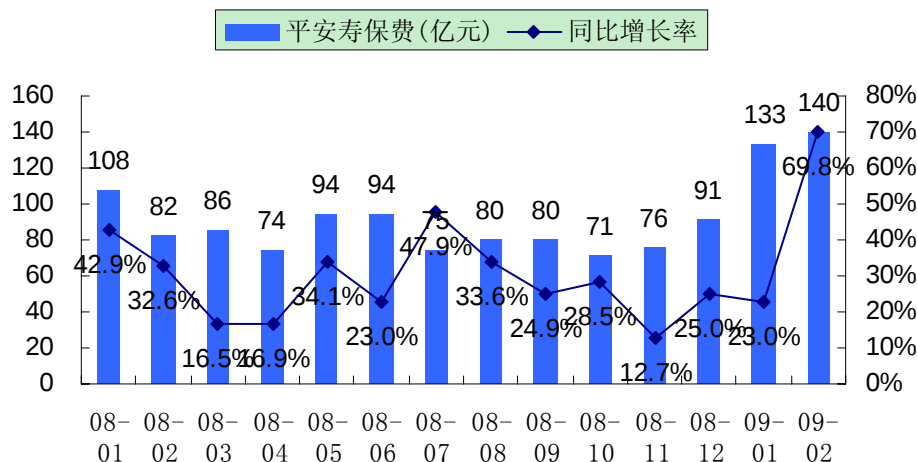
图 3 2008 年 1 月-2009 年 2 月国寿寿险保费及同比增长率



资料来源：保监会、中投证券研究所

平安 1-2 月实现保费 273.18 亿元，同比增长 43.3%，去年同期增速 38.3%。公司增速较大，与公司结算利率保持高位以及主推一些期限较短的储蓄性产品有关，如三年期“平安富贵人生两全保险”等。

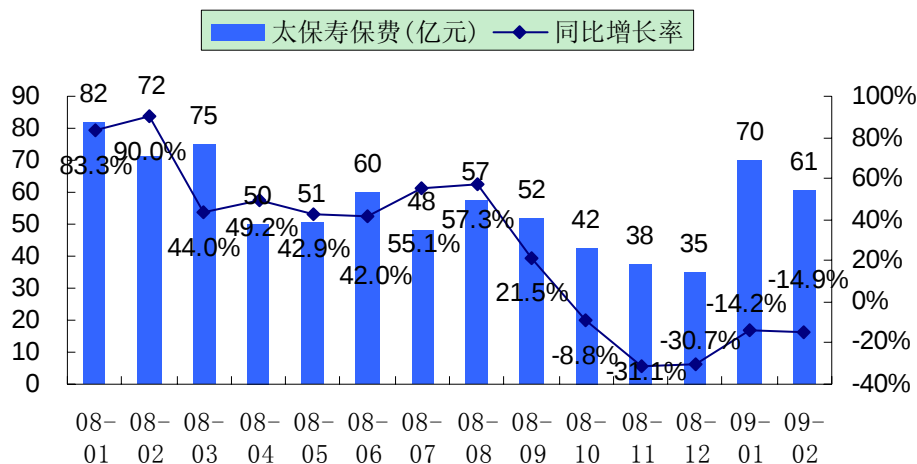
图 4 2008 年 1 月-2009 年 2 月平安寿险保费及同比增长率



资料来源：保监会、中投证券研究所

太保 1-2 月实现保费 130.89 亿元，同比下降 14.5%。虽然与去年同期比，保费明显收缩。但与去年下半年比，月保费规模呈重拾升势的特点。

图 5 2008 年 1 月-2009 年 2 月太保寿险保费及同比增长率



资料来源：保监会、中投证券研究所

关于国寿和平安业务策略的不同，很多人认为一个快一个慢，实际上这只是表面现象，不足以说明其背后深层次的区别。国寿在 08 年债券收益率高的环境下，大量的做业务；09 年债券收益率低，公司便适当的收缩业务。这种策略体现出公司跟随债券市场波动调整业务策略的“顺势而为”。相反，平安 08 年采取稳健的业务策略，09 年却显得较为激进，显然是无视债券市场变化的“逆市而动”。

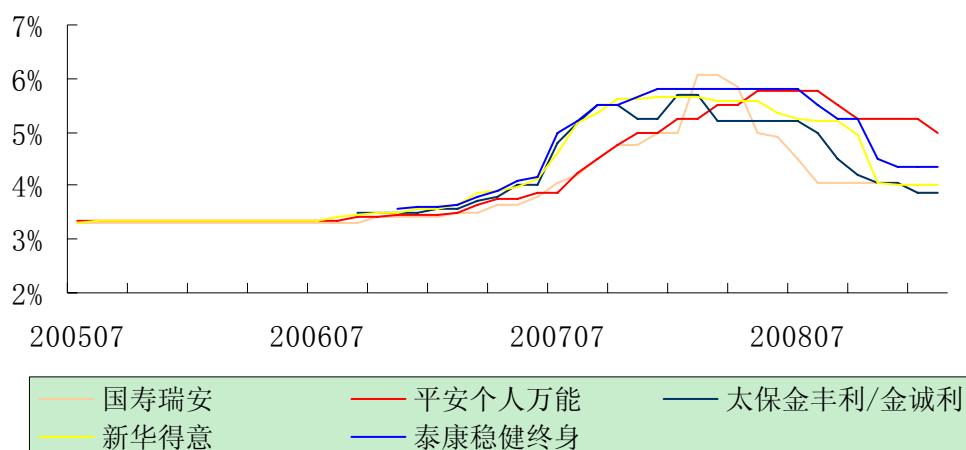
国寿的顺势而为的策略有助于公司实现内含价值中长期利差的假设。而平安的业务策略刚好相反，除非在债券以外的投资大赚一把，否则长期利差恐怕很难实现。这就是两者的根本性区别。

2.2 万能险结算利率已大幅下调，但 2 季度仍有下调空间

除个别公司外，大部分寿险公司都已大幅下调万能险结算利率，但下调的幅度仍然不够，如国寿、太保下调万能险结算利率至 3.85%，仍高于 05-06 年低息环境的结算政策。同样基于前述长期利差运作模式的分析，我们认为，09 年的低息环境是保险公司下调结算利率的绝好机会。预计 2 季度仍有下调空间。

关于低息环境下结算利率保持高位的危害，这里再重申一遍。一方面，寿险公司做来大量的业务，收集较多的保费在低息环境面临资产配置的巨大压力；另一方面，由于保持较高的结算利率，存量资产本可以通过下调结算利率获得盈利，但这个机会却被剥夺。两个方面的结果最终都是导致公司未来实现长期利差的假设将变的更为艰难。

图 6 主要寿险公司万能险结算利率



资料来源：各寿险公司网站、中投证券研究所

表 1 主要寿险公司万能险结算利率

	国寿瑞安	平安个人万能	太保金丰利/金诚利	新华得意	泰康稳健终身
200801	5.00%	5.25%	5.70%	5.66%	5.80%
200802	6.05%	5.25%	5.70%	5.66%	5.80%
200803	6.05%	5.50%	5.20%	5.60%	5.80%
200804	5.85%	5.50%	5.20%	5.60%	5.80%
200805	5.00%	5.75%	5.20%	5.60%	5.80%
200806	4.90%	5.75%	5.20%	5.35%	5.80%
200807	4.50%	5.75%	5.20%	5.25%	5.80%
200808	4.05%	5.75%	5.00%	5.20%	5.50%
200809	4.05%	5.50%	4.50%	5.20%	5.25%
200810	4.05%	5.25%	4.20%	4.95%	5.25%
200811	4.05%	5.25%	4.05%	4.05%	4.50%
200812	4.05%	5.25%	4.05%	4.00%	4.35%
200901	3.85%	5.25%	3.85%	4.00%	4.35%
200902	3.85%	5.00%	3.85%	4.00%	4.35%

资料来源：各寿险公司网站、中投证券研究所

三、投资建议

我们认为，分析寿险股，短期看 EPS，长期看内含价值。EPS 反映寿险公司的盈利能力，内含价值可以用来衡量股价的低廉程度。盈利能力越强，内含价值的假设越有可能实现。

从内含价值来看,目前寿险股的估值偏贵些,但对应的新业务倍数在 20-25 倍左右,处于可以接受的范围内。从 EPS 来看,我们预计 09 年低息环境持续,寿险公司的成本大幅下降,业务趋于收缩,盈利能力将会显著改善。因此,09 年寿险股作为防御配置的股票十分合适,维持看好的行业评级。

但由于寿险公司内含价值的长期利差假设的实现与业务策略能否跟随债券市场变化进行调整有关,我们也建议投资者高度关注寿险公司在 09 年可能采取扩张业务策略带来的风险。

目前我们对三只保险股的投资排序具体为:国寿(推荐)>平安(推荐)>太保(中性)。

附录: 08 年第四季度及 09 年全年业绩预测

主要假设如下:

- 1、假设新增保费的收益与成本持平;
- 2、09 年预测是建立在 08 年三季度末数据的基础上;
- 3、09 年分红险支付利率 2.5% (即红利评估利率 6.05%), 万能险结算利率 3.3%。

09 年国寿不考虑股权类投资的全年每股收益 0.31 元，考虑股权类投资的每股收益 0.56 元。

	09 年每季度预测	08Q4 预测	07 至 08Q3 季度平均
准备金:			
传统险(剔除利差损保单)	88,328	88,328	78,124
利差损保单			
分红险	618,298	618,298	525,258
万能险	29,443	29,443	17,638
长期健康险	7,952	7,952	4,587
长期健康分红险	0	0	0
合计	744,021	744,021	625,606
资金成本率:			
利差损保单			0.00%
分红险	1.25%	1.63%	1.86%
万能险	0.83%	1.01%	1.24%
其他	0.63%	0.63%	0.64%
资金成本:			
传统险(剔除利差损保单)	552	552	495
利差损保单	0	0	
分红险	7,729	10,047	9,770
万能险	243	298	219
长期健康险	50	50	30
长期健康分红险	0	0	
合计	8,573	10,947	10,515
投资资产:			
存款	229,311	229,311	225,576
债券	524,532	524,532	424,712
股权类	115,421	115,421	132,968
其他	18,818	18,818	16,805
合计	888,082	888,082	800,061
投资收益率:			
存款	0.76%	0.92%	1.07%
债券	1.11%	1.11%	1.07%
股权类	2.00%	-1.50%	6.61%
其他			
投资收益:			
存款	1,750	2,107	2,424
债券	5,816	5,816	4,524
股权类	2,308	-1,731	8,787
其他	0	0	
合计	9,874	6,191	15,735
其中: 投连险			
利差	1,301	-4,756	5,220
死差和正常增速下的费差	1,791	1,569	1,569
增速下滑的费差扩大	1,211		
寿险以外业务剔除投资收益的利润			
利润总额	4,302	-3,187	6,788
法定税率计算的所得税	1,075	-797	
免税收入的影响	-727	-727	
季度净利润预测	3,953	-1,663	5,937
不考虑股权类投资的每股收益	0.08	-0.01	-0.03
考虑股权类投资的每股收益	0.14	-0.06	0.21

资料来源: 中投证券研究所

09 年平安不考虑股权类投资的全年每股收益 0.54 元，考虑股权类投资的每股收益 1.02 元。

	09 年每季度预测	08Q4 预测	07 至 08Q3 季度平均
准备金:			
传统险(剔除利差损保单)	39,019	39,019	26,050
利差损保单	107,125	107,125	102,913
分红险	114,968	114,968	108,317
万能险	49,140	49,140	36,371
长期健康险	32,354	32,354	28,017
长期健康分红险	10,387	10,387	8,569
合计	352,993	352,993	310,236
资金成本率:			
利差损保单	1.63%	1.63%	1.58%
分红险	1.25%	1.63%	2.07%
万能险	0.83%	1.31%	1.30%
其他	0.63%	0.63%	0.65%
资金成本:			
传统险(剔除利差损保单)	244	244	174
利差损保单	1,741	1,741	1,622
分红险	1,437	1,868	2,246
万能险	405	645	473
长期健康险	202	202	179
长期健康分红险	130	169	179
合计	4,159	4,869	4,873
投资资产:			
存款	108,737	108,737	112,196
债券	223,841	223,841	189,905
股权类	109,927	109,927	97,357
其他	16,723	16,723	19,138
合计	459,228	459,228	418,595
投资收益率:			
存款	0.52%	0.58%	0.64%
债券	1.18%	1.18%	1.15%
股权类	1.00%	1.50%	4.79%
其他			
投资收益:			
存款	566	632	720
债券	2,633	2,633	2,178
股权类	1,099	1,649	4,663
其他	0	0	
合计	4,298	4,914	7,561
其中: 投连险			1,628
利差	139	45	1,060
死差和正常增速下的费差	608	528	528
增速下滑的费差扩大	918		
寿险以外业务剔除投资收益的利润	349	349	349
利润总额	2,015	922	1,937
法定税率计算的所得税	403	231	
免税收入的影响	-263	-329	
季度净利润预测	1,875	1,021	2,150
不考虑股权类投资的每股收益	0.14	-0.04	-0.10
考虑股权类投资的每股收益	0.26	0.14	0.29

资料来源: 中投证券研究所

09 年太保不考虑股权类投资的全年每股收益-0.29 元，考虑股权类投资的每股收益 0.09 元。

	09 年每季度预测	08Q4 预测	07 至 08Q3 季度平均
准备金:			
传统险(剔除利差损保单)	74,409	74,409	71,994
利差损保单	42,252	42,252	39,322
分红险	51,167	51,167	43,392
万能险	36,840	36,840	18,861
长期健康险	8,247	8,247	6,523
长期健康分红险	0	0	0
合计	212,915	212,915	180,091
资金成本率:			
利差损保单	1.63%	1.63%	1.65%
分红险	1.25%	1.63%	1.71%
万能险	0.83%	1.03%	1.44%
其他	0.63%	0.63%	0.63%
资金成本:			
传统险(剔除利差损保单)	465	465	455
利差损保单	687	687	648
分红险	640	831	740
万能险	304	378	271
长期健康险	52	52	42
长期健康分红险	0	0	0
合计	2,147	2,412	2,156
投资资产:			
存款	86,855	86,855	85,617
债券	147,403	147,403	137,167
股权类	36,841	36,841	51,139
其他	2,611	2,611	5,503
合计	273,710	273,710	279,427
投资收益率:			
存款	0.57%	0.68%	0.79%
债券	1.12%	1.12%	0.88%
股权类	2.50%	-2.00%	6.87%
其他			
投资收益:			
存款	492	590	677
债券	1,646	1,646	1,200
股权类	921	-737	3,514
其他	0	0	
合计	3,059	1,498	5,391
其中: 投连险			
利差	912	-914	3,235
死差和正常增速下的费差	-1,561	-1,318	-1,318
增速下滑的费差扩大	598		
寿险以外业务剔除投资收益的利润	0	0	-264
利润总额	-51	-2,231	1,654
法定税率计算的所得税	-13		
免税收入的影响	-206		
季度净利润预测	167	-2,231	1,578
不考虑股权类投资的每股收益	-0.07	-0.20	-0.16
考虑股权类投资的每股收益	0.02	-0.30	0.21

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

许守德, 中投证券研究所非银行金融行业分析师, 经济学学士、经济学硕士, 5 年行业经历。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国平安、中国太保、中信证券、长江证券等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434