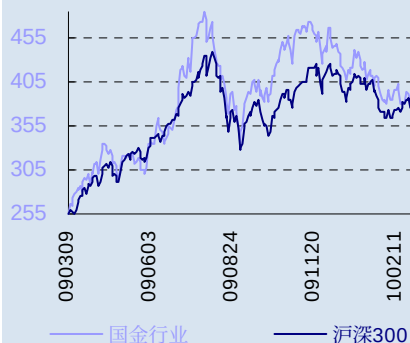


2010 年 03 月 08 日

长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	26.79
市场优化平均市盈率	29.70
国金保险业指数	382.74
沪深 300 指数	3259.76
上证指数	3031.07
深证成指	12341.74
中小板指数	5859.16



相关报告

- 1 《保险行业 1 月保费点评》，2010.3.4
- 2 《2010年保险行业迎来新的机遇》，2009.11.18

丁文韬

(8621)61358330
dingwt@gjzq.com.cn

陈振志

(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

AIG 估值成长专题分析报告

——1988 年-2007 年，AIG 的成长历史

减持

持有

增持

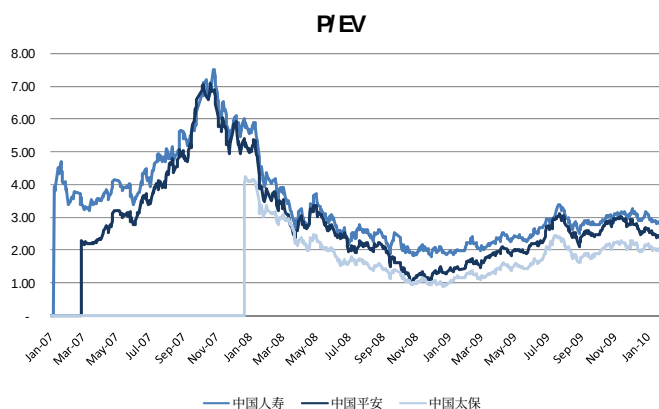
基本结论

- 作为一家成立时间悠久，已经进入成熟期的保险公司，AIG 在 1988 至 2007 的二十年间经历了稳健快速的成长，股价从 88 年的每股 80 美元逐步上升到 07 年的每股近 1300 美元。我们感兴趣的是：AIG 估值持续提升内在的原因是什么？
 - ◆ 良好的寿险业务结构，稳健的经营凸显寿险业务本质，保证公司资产规模和利润的长期稳定增长。AIG 主要由寿险(AIA)和非寿险(AIU)两块业务组成。其中寿险业务部分则主要由长期期缴分红业务构成。良好的业务结构保证了公司的资产规模和利润如滚雪球般长期稳定的增长。
 - ◆ 合理会计制度保证利润平稳释放和增长。1982 年美国保险通用会计准则(US GAAP)开始实施。该准则通过递延公司首年获取成本的方法使得公司报表能够合理的反应开始新业务而带来的利润，保证了公司业绩长期稳定高速的增长。同时，良好的业绩表现也反过来促使公司能够进行持续的循环投资经营，保证了公司长期的良好的发展。
 - ◆ 高速发展的亚洲市场和稳定的美国养老金市场保证保费的高速增长。AIA 为最早占领亚洲保险市场的公司，在台湾、香港、马来西亚、新加坡、泰国、印尼等地区有着深厚的保险基础。随着上世纪 80-90 年代亚洲地区经济的高速发展，AIA 也在此段时间随着当地保险市场的发展而发展。另外，在美国本土市场，AIA 的养老金产品由于其较长的缴费期限保证了其稳定的保费收入。
- 中国保险市场能从 AIG 的案例中得到什么样的启示，国内保险行业有没有孕育这样的公司的土壤？有没有能够复制 AIG 经验的公司？
 - ◆ 国内保险市场我们认为中国人寿的业务模式与 AIG 更为类似。通过贯穿 09-10 两年的业务结构调整，公司积极承保高利率的个人长期期缴寿险业务。我们相信公司只要坚持健康稳健的经营思路，其大量长期寿险保单必将会像滚雪球般为公司提供长期稳定增长的利润。
 - ◆ 新保险会计准则促进公司利润平稳增长。财务部于去年年末公布了保险新会计准则，并要求于 2009 年年报起实施。新准则在对保单利润的确认上更加类似于美国的 US GAAP，通过内部隐含递延费用，将保单的利润在各保单年度平均实现，避免了原有准则下保单卖的越多利润越低的弊病。
 - ◆ 中国经济高速增长以及养老险业务的放开保证中国寿险保费的高速增长。1999-2008 的十年间中国寿险市场保费复合增速为 25%。展望未来，随着养老金延税试点逐步向全国推广，养老险业务比将成为保证保费高速增长的另一动力。

投资建议

- **长期持续看好。**随着养老金业务的增长以及新会计准则的出台，我们确信中国保险行业已经具备了长期高速稳定发展的先决条件。因此，我们给予行业“增持评级”。
- **短线有待催化。**一方面，考虑到新会计准则对行业报表变化较大，市场仍然对此存有较大的不确定性；另一方面，上海养老金试点也未推出明确时间表。我们认为市场短期还有待对于新准则不确定性消除或者养老金试点工作有所推进等催化因素。

图表1：上市公司P/EV

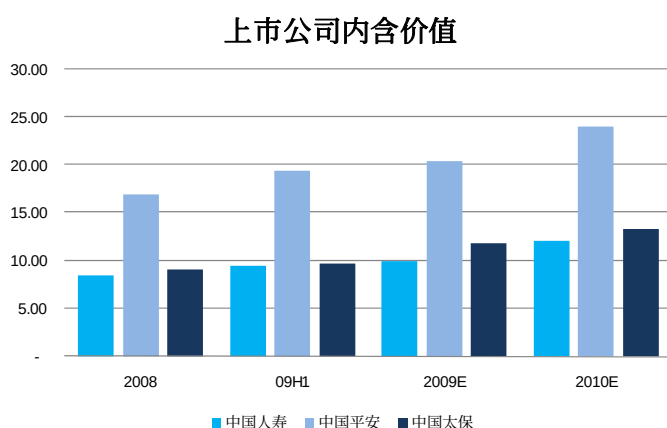


来源：国金证券研究所

图表2：上市公司VNBX

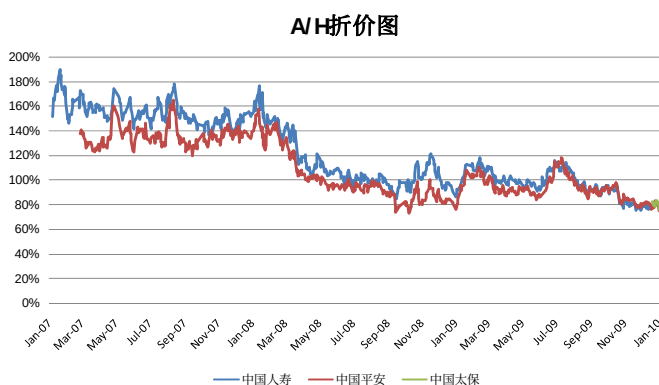


图表3：上市公司内含价值列表



来源：国金证券研究所

图表4：上市公司A/H 股折价



内容目录

主要内容	4
AIG 高成长原因分析	4
良好的业务结构	5
合理的会计准则	7
高速发展的保险市场	9
中国保险市场的借鉴意义	10

图表目录

图表 1：上市公司 P/EV	2
图表 2：上市公司 VNBX	2
图表 3：上市公司内含价值列表	2
图表 4：上市公司 A/H 股折价	2
图表 5：1988-2007 的 20 年间 AIG 股价大幅跑赢道琼斯指数	4
图表 6：AIG 二十年间保费利润均稳定高速上涨	4
图表 7：01-07 年度 AIG 财务报表摘要	5
图表 8：寿险业务始终占有近 50% 的利润份额	5
图表 9：寿险业务利润各年稳健增长	5
图表 10：寿险业务保费规模低于非寿险	6
图表 11：寿险业务利润大幅超过非寿险	6
图表 12：寿险与养老金业务分庭抗礼(图)	6
图表 13：寿险与养老金业务分庭抗礼(表)	6
图表 14：寿险业务中风险保费占比高达 70% 以上	7
图表 15：处于成长期的公司 UG GAAP 下的利润会大幅高于法定准则下利润	8
图表 16：对成长型公司 US GAAP 能系统性提高利润	8
图表 17：保费增速越快准则差异越大	8
图表 18：海外业务为 AIG 寿险业务的主要市场	9
图表 19：AIG 过去二十年保费复合增速为 11.2%	9
图表 20：全球市场同期保费增速为 5.3% 大幅低于 AIG 保费增速	9
图表 21：亚洲市场保费增速大幅高于其他市场	10
图表 22：过去十年中国寿险保费复合增长为 25%	11
图表 23：中国保险密度和深度均大幅低于世界平均水平	11
图表 24：2009 年按渠道保费收入占比	12

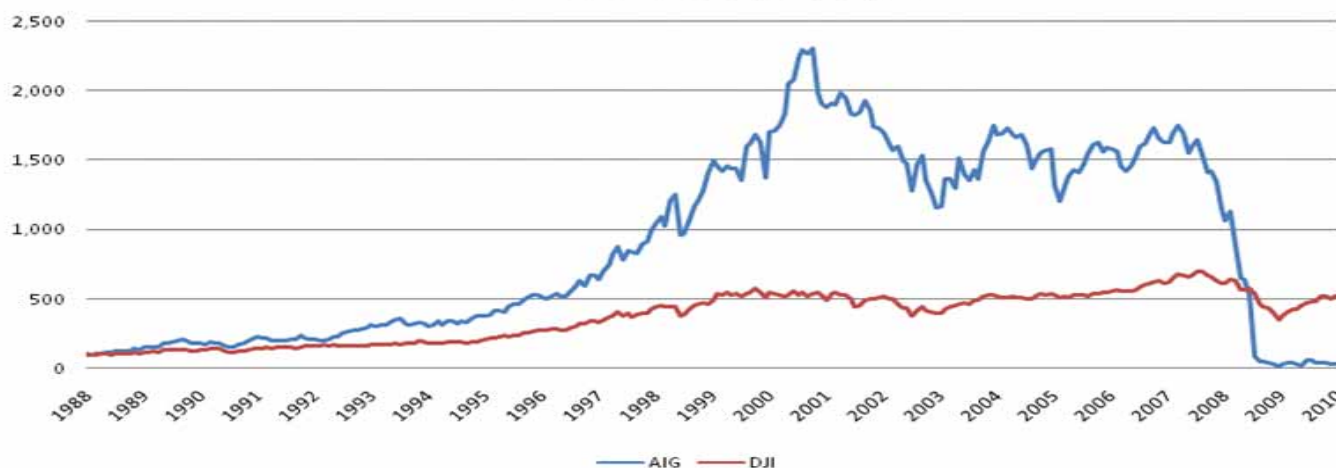
主要内容

AIG 高成长原因分析

- 分析 AIG 的历史数据可以发现公司在 1988-2007 的二十年间始终保持着稳定高速增长的资产规模和利润的增速（二十年间 AIG 的总资产复合增速为 20.24%，净利润为 12.90%）。其中资产规模在二十年间没有出现负增长而净利润也只有在 2001 年一年间有过下降。（01 年美国科技股泡沫破裂以及 911 恐怖袭击造成保险公司大量理赔）
- 同期由于长期高速稳定的利润增长，AIG 的股票也大幅跑赢道琼斯指数，从 1987 年的 80 元稳健上升到 2007 年初的 1300 元。
- 我们认为，AIG 在过去二十年间高速稳定增长的原因主要有以下三点：1) 良好的业务结构；2) 合理的会计准则；3) 高速发展的目标保险市场。我们会在下面的章节中逐一讲述这三点原因。

图表5：1988-2007 的 20 年间 AIG 股价大幅跑赢道琼斯指数

AIG与道琼斯历史股价涨幅图

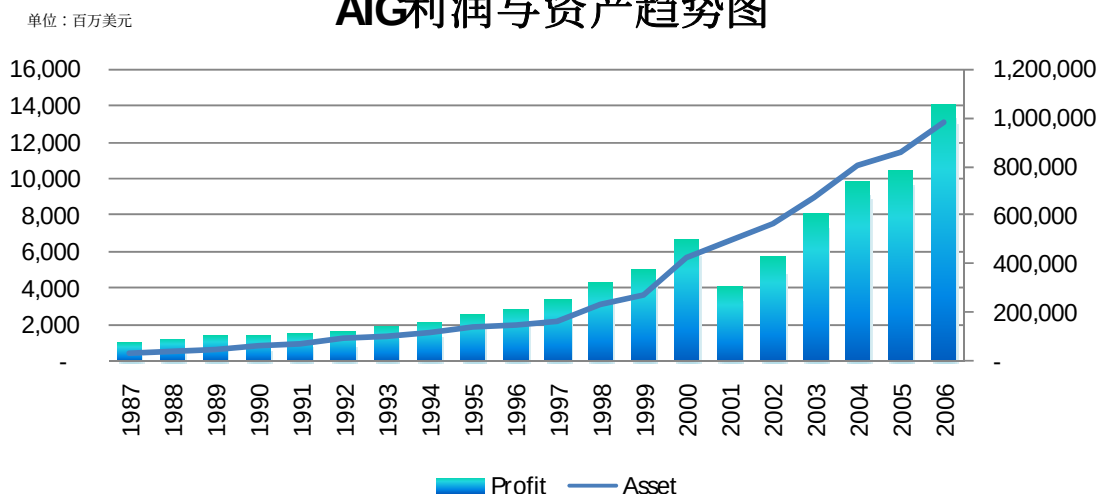


来源：国金证券研究所，Bloomberg

注：以 1988 年为起点已将 AIG 和 DJI 指数均调整为 100，AIG 股价为调整了分红和拆股之后的价格

图表6：AIG 二十年间保费利润均稳定高速上涨

AIG利润与资产趋势图



来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表7：01-07 年度AIG 财务报表摘要

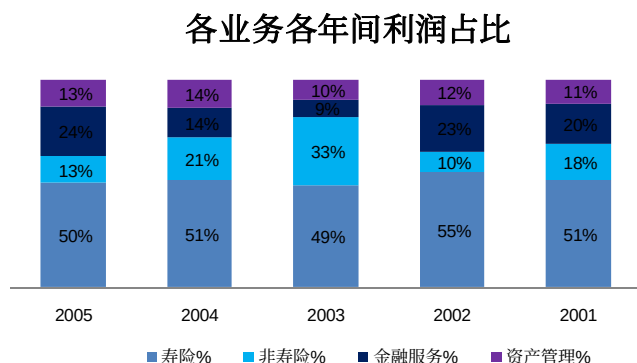
单位：百万美金	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
非寿险业务							
毛保费收入	58,798	56,280	52,725	52,046	46,938	36,678	28,341
承保利润	4,500	4,657	(2,050)	(247)	1,975	(1,082)	(777)
净投资收益	6,132	5,696	4,031	3,196	2,566	2,350	2,551
已实现资本利得	(106)	59	334	228	(39)	(345)	(189)
非寿险业务利润	10,526	10,412	2,315	3,177	4,502	923	1,585
寿险及养老险业务							
会计保费收入	33,627	30,766	29,400	28,088	23,496	20,694	19,600
净投资收益	22,341	20,024	18,134	15,269	12,942	11,243	10,451
已实现资本利得	(2,398)	88	(218)	43	240	(372)	(400)
寿险及养老险业务利润	8,186	10,121	8,844	7,923	6,807	5,181	4,633
金融服务项目利润	(9,515)	383	4,276	2,180	1,182	2,125	1,769
资产管理项目利润	1,164	1,538	2,253	2,125	1,316	1,125	1,019
其他已实现资本利得	(409)	(37)	225	(227)	(643)	(936)	(321)
其他收入(支出)	(1,009)	(730)	(2,700)	(333)	(1,257)	(610)	(751)
兼并、重组及其他费用							(2,017)
息税前利润	8,943	21,687	15,213	14,845	11,907	7,808	5,917
应付税金	1,455	6,537	4,258	4,407	3,556	1,919	1,594
调整前利润	7,488	15,150	10,955	10,438	8,351	5,889	4,323
少数股东权益	(1,288)	(1,136)	(478)	(455)	(252)	(160)	(101)
其他会计变更影响		34		(144)	9		(136)
净利润	6,200	14,048	10,477	9,839	8,108	5,729	4,086

来源：国金证券研究所

良好的业务结构

- 寿险业务是 AIG 最主要和最稳定的利润贡献来源。AIG 的利润来源主要依靠四块业务，分别为寿险、非寿险、资产管理和金融服务业务。其中寿险业务利润基本可以占公司利润的一半。
- ◆ 寿险业务由于期限长、保单数量大、投资收益稳定（美国保险公司主要投资于政府债券，股票投资比例一般低于 5%），利润得以平稳释放。可以看到随着资产规模的逐步扩展，公司寿险业务利润也逐年稳步上升。相对而言，非寿险业务受当年度大额理赔影响较大；金融服务和资产管理则和当年度市场经济情况相关性较大，很难维持像寿险业务那样长期稳定的增长。
- ◆ 长期平稳增长的业绩容易受到资本市场的青睐。由于有了寿险业务长期稳定增长，使得资本市场对于公司业绩的认可程度更高。

图表8：寿险业务始终占有近 50% 的利润份额



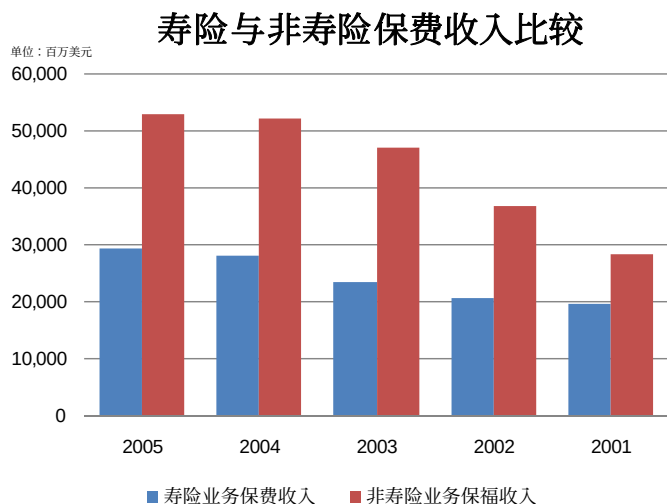
来源：国金证券研究所，AIG 年报

图表9：寿险业务利润各年稳健增长

分项利润（百万美元）	2005	2004	2003	2002	2001
寿险	8,844	7,923	6,807	5,181	4,633
非寿险	2,315	3,177	4,502	923	1,585
金融服务	4,276	2,180	1,182	2,125	1,769
资产管理	2,253	2,125	1,316	1,125	1,019
总利润	17,688	15,405	13,807	9,354	9,006

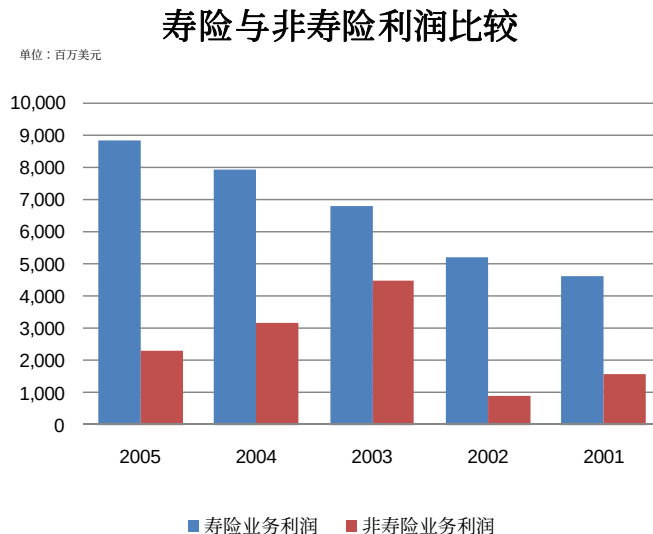
注：该分部利润为税前利润

图表10：寿险业务保费规模低于非寿险



来源：国金证券研究所，AIG 年报

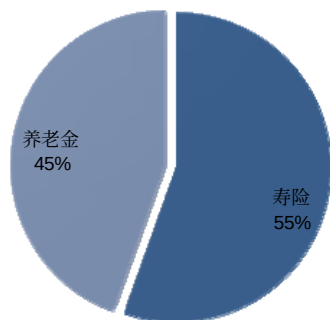
图表11：寿险业务利润大幅超过非寿险



- **寿险业务中，普通寿险与养老金业务分庭抗礼。**美国国内市场中 AIG 主要为养老金业务，海外市场则为普通寿险业务。良好的业务结构保证了公司业务的平稳发展。

图表12：寿险与养老金业务分庭抗礼(图)

AIG寿险保费结构占比(2005)



来源：国金证券研究所，AIG 年报

图表13：寿险与养老金业务分庭抗礼(表)

单位：百万美元			
	2006	2005	2004
寿险保费	42,611	36,849	33,353
养老金保费	38,396	29,599	33,491
寿险保费占比	52.6%	55.5%	49.9%
养老金保费占比	47.4%	44.5%	50.1%

- **寿险业务中保障型产品比例高，确保 AIG 寿险产品的高利润。**寿险产品主要分成保障型和储蓄型两种类型。一般而言，保障型产品多为长期期缴产品，产品利润率较高，期限长，并且投保人不可随意退保或提前领取满期金。通过研究可以看到 AIG 历史数据发现其寿险产品中约有 70%以上均为保障型保险产品。

另一方面，养老金业务虽然多为账户型产品，但是由于养老金业务政策性且有税收各方面规定，多为每月月缴至退休的长期期缴业务，业务规模稳定。

图表14：寿险业务中风险保费占比高达70%以上

单位：百万美元									
	风险保费(GAAP Prem)			总收入			风险保费占比		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004
美国国内寿险及养老金业务									
普通寿险	2,127	2,108	1,888	3,034	3,208	2,842	70%	66%	66%
长期护理险	790	801	812	957	956	965	83%	84%	84%
团体寿险/健康险	995	1,012	1,128	999	1,012	1,118	100%	100%	101%
普通年金保险	1,631	1,473	1,484	3,106	2,172	2,172	53%	68%	68%
养老金									
团体养老金	386	351	313	6,825	5,532	5,555	6%	6%	6%
个人定期年金	122	100	59	5,331	7,337	9,947	2%	1%	1%
个人可变年金(投连险)	549	539	487	4,322	3,519	4,379	13%	15%	11%
美国国内业务总计	6,600	6,384	6,171	24,574	23,736	26,978			
海外寿险业务及养老金业务									
普通寿险	15,732	15,631	14,938	25,403	21,331	18,609	62%	73%	80%
个人意外和健康保险	5,518	5,002	4,301	5,606	5,050	4,328	98%	99%	99%
团体保险	2,226	1,925	2,215	3,506	3,120	3,319	63%	62%	67%
养老金									
个人定期年金	400	361	395	6,998	10,833	11,981	6%	3%	3%
个人可变年金(投连险)	290	97	68	14,920	2,378	1,629	2%	4%	4%
海外业务总计	24,166	23,016	21,917	56,433	42,712	39,866			

来源：国金证券研究所，AIG 年报

合理的会计准则

- **会计准则引导公司业务结构，保障利润平稳增长。**1982 年美国通用会计 (US GAAP) 实施，在该准则目标于合理平稳的反应公司在经营过程中的利润。因此运用了递延获取成本资产 (DAC) 来平滑寿险行业首年的高额费用，使得公司利润能够均匀的反应在各个保单年度间。因此，在此基础上，公司更加愿意开展利润率较高的长期期缴业务，从而得到长期稳定增长的业绩。

为了更加明确的体现会计准则对于公司利润的影响，我们对比了一家公司在 US GAAP 和中国法定准则下 10 年间的不同准则下产生的利润结果。

图表15：处于成长期的公司 US GAAP 下的利润会大幅高于法定准则下利润

一张保单不同准则下的利润实现示意图

保单年度	Yr1	Yr2	Yr3	Yr4	Yr5	Yr6	Yr7	Yr8	Yr9	Yr10
US GAAP	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
法定准则	-20%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%

US GAAP下公司10年利润示意图

会计年度	保费收入	保费增速	产品利润率	2X01	2X02	2X03	2X04	2X05	2X06	2X07	2X08	2X09	2X10
1	1,000		10%	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
2	1,250	25%	10%		13	13	13	13	13	13	13	13	13
3	1,563	25%	10%			16	16	16	16	16	16	16	16
4	1,953	25%	10%				20	20	20	20	20	20	20
5	2,441	25%	10%					24	24	24	24	24	24
6	3,052	25%	10%						31	31	31	31	31
7	3,815	25%	10%							38	38	38	38
8	4,768	25%	10%								48	48	48
9	5,960	25%	10%									60	60
10	7,451	25%	10%										75
US GAAP利润				10	23	38	58	82	113	151	198	258	333

法定准则下公司10年利润示意图

会计年度	保费收入	保费增速	产品利润率	2X01	2X02	2X03	2X04	2X05	2X06	2X07	2X08	2X09	2X10
1	1,000		10%	-20	13	13	13	13	13	13	13	13	13
2	1,250	25%	10%		-25	17	17	17	17	17	17	17	17
3	1,563	25%	10%			-31	21	21	21	21	21	21	21
4	1,953	25%	10%				-39	26	26	26	26	26	26
5	2,441	25%	10%					-49	33	33	33	33	33
6	3,052	25%	10%						-61	41	41	41	41
7	3,815	25%	10%							-76	51	51	51
8	4,768	25%	10%								-95	64	64
9	5,960	25%	10%									-119	79
10	7,451	25%	10%										-149
法定准则利润				-20	-12	-1	12	28	48	74	106	145	195

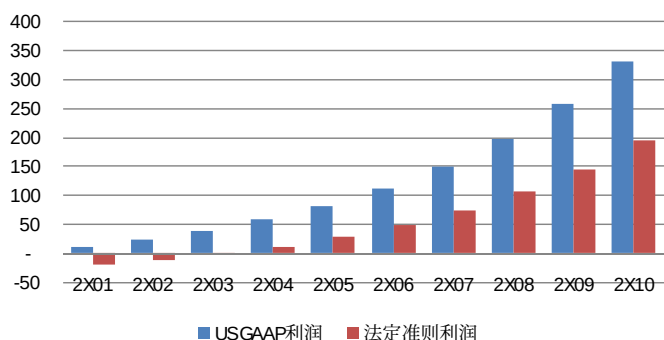
US GAAP利润/法定准则利润 -50% -193% -3050% 490% 293% 233% 204% 188% 178% 171%

来源：国金证券研究所

注：假设所有保单均为10年期趸交业务，公司第N年利润等于N-9至N年业务产生利润之和

图表16：对成长型公司 US GAAP 能系统性提高利润

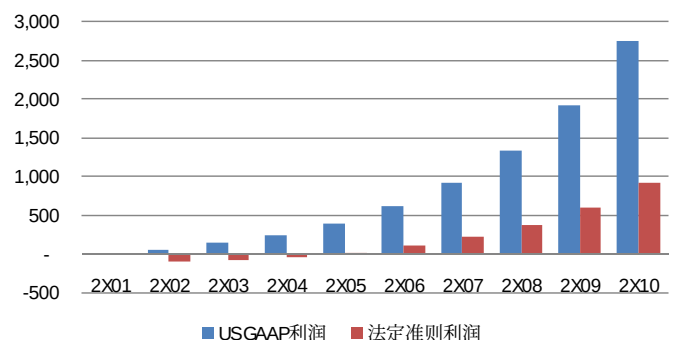
不同准则下模拟利润对比(25%保费增速)



来源：国金证券研究所

图表17：保费增速越快准则差异越大

不同准则下模拟利润对比(40%保费增速)

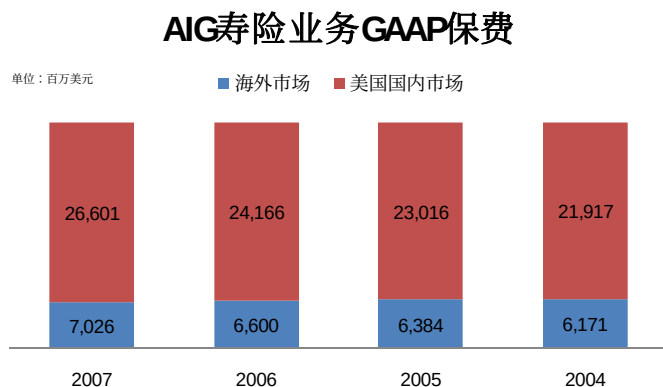


- 在业务逐年增长的前提下，递延首年获取费用的方法可以系统性的提升公司各年利润。更高更稳定的利润则可以进一步提升公司信用评级，有更多的资金开展新业务，从而形成良性的循环。
- 保费增速越快，这种由于会计评估体系造成的利润差异就越大。所以，对于新兴高成长的公司而言，US GAAP 的运用意义就更为明显。

高速发展的保险市场

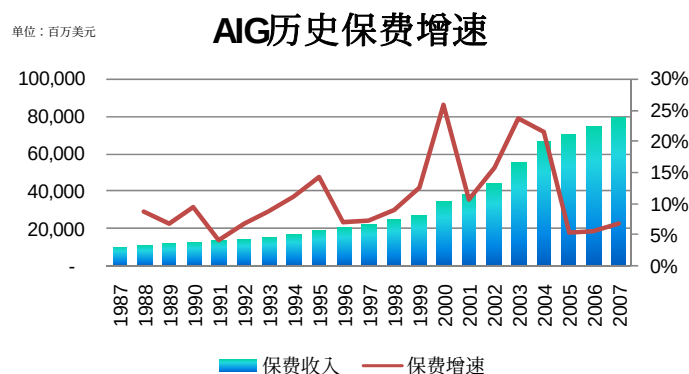
- **正确的市场选择—亚洲市场。** 跟随亚洲新兴市场保险行业的迅速扩张，AIG 享受着保费过去二十年间的快速增长。AIG 寿险业务主要集中于亚洲市场，是第一批进入亚洲市场的保险公司。AIG 在香港、马来西亚、印尼、菲律宾等亚洲新兴国家都长期占据着市场领导者的地位。而可以看到，正是由于这些国家保险市场在过去二十年间的快速发展确保了 AIG 能够伴随着整个目标市场的发展而发展，享受保费的超额增长。

图表18：海外业务为 AIG 寿险业务的主要市场



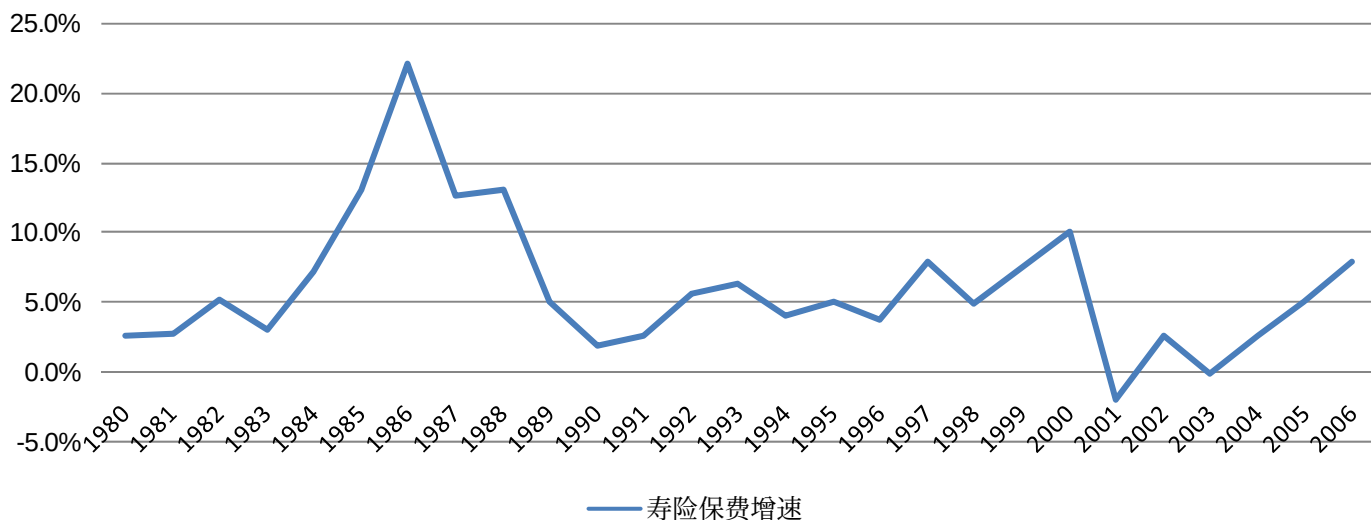
来源：国金证券研究所，AIG 年报, Bloomberg

图表19：AIG 过去二十年保费复合增速为 11.2%



图表20：全球市场同期保费增速为 5.3% 大幅低于 AIG 保费增速

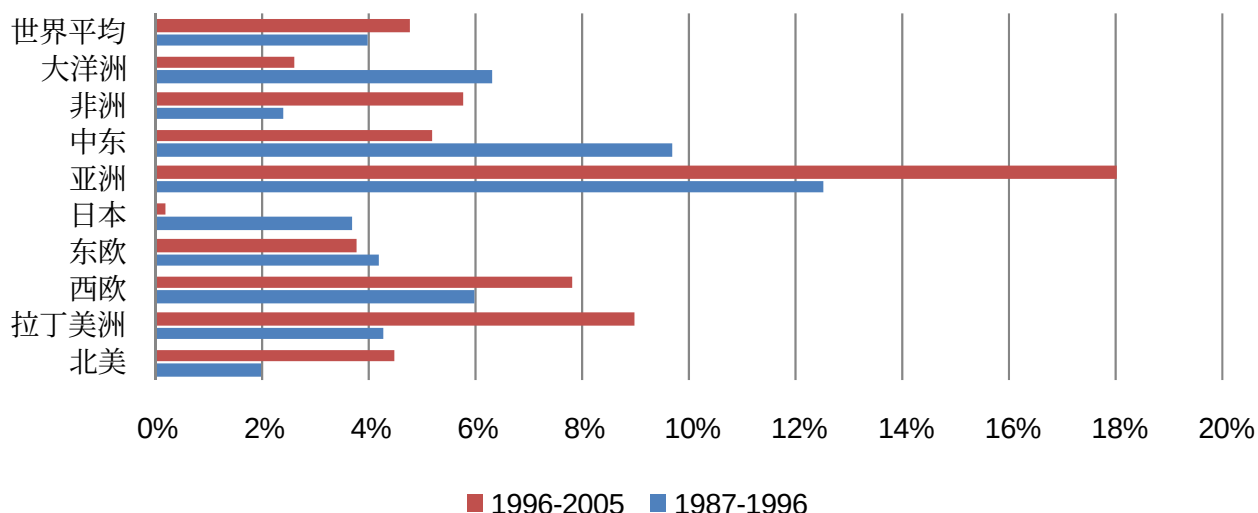
全球市场寿险保费增速



来源：国金证券研究所，SwissRe

图表21：亚洲市场保费增速大幅高于其他市场

世界保险市场寿险保费增速统计



来源：国金证券研究所, SwissRe

- AIG 从 1987-2007 的二十年间保费复合增速为 11.2%，大幅高于同期世界寿险保费平均增速 5.3%。这主要的源于 AIG 正确的选择了亚洲保险市场。亚洲市场在这二十年间 15% 的保费增速正式拉高 AIG 保费增速的重要原因。

中国保险市场的借鉴意义

- 我们认为中国的保险市场已经具备了 AIG 过去二十年高成长所需要的客观条件，人寿、太保、平安等国内大型保险公司也完全有能力复制出规模和业绩长期、稳定、高速的增长的故事。
- 中国的保险市场有望持续高速增长。
 - ◆ 在强劲稳定的经济高速增长的背景下，中国过去十年的保费增速为 25%。考虑到中国现有保险深度与保险密度仍处于国家中下水平，未来在经济能够继续保持稳定增长的前提下，我们认为保持 25% 的保费增速可能性非常大。
 - ◆ 随着近期上海延税养老金试点可能出台以及未来逐步向全国推广的趋势来看，养老金会成为未来支出中国寿险行业保费高速稳定增长的最大动力。

图表22：过去十年中国寿险保费复合增长为25%



来源：国金证券研究所，CIRC 网站

图表23：中国保险密度和深度均大幅低于世界平均水平

保险密度：2008年以美元计量的人均保费

地区	国家	总业务	寿险业务	非寿险业务
北美	美国	4,078	1,901	2,177
	加拿大	3,171	1,443	1,728
南美	智利	344	206	138
	巴西	235	115	120
	阿根廷	210	48	162
欧洲	英国	6,858	5,582	1,276
	法国	4,131	2,792	1,339
	德国	2,919	1,346	1,573
亚洲	日本	3,699	2,870	829
	香港	3,310	2,930	380
	韩国	1,969	1,347	622
	马来西亚	345	226	119
	中国	105	72	33
全球		634	370	264

保险深度：2008年保费占GDP比例

地区	国家	总业务	寿险业务	非寿险业务
北美	美国	8.7%	4.1%	4.6%
	加拿大	7.0%	3.2%	3.8%
南美	智利	4.0%	2.4%	1.6%
	巴西	3.0%	1.4%	1.6%
	阿根廷	2.5%	0.6%	1.9%
欧洲	英国	15.7%	12.8%	2.9%
	法国	9.2%	6.2%	3.0%
	德国	6.6%	3.0%	3.6%
亚洲	日本	9.8%	7.6%	2.2%
	香港	11.2%	9.9%	1.3%
	韩国	11.8%	8.0%	3.8%
	马来西亚	4.3%	2.8%	1.5%
	中国	3.3%	2.2%	1.1%
全球		7.1%	4.1%	3.0%

来源：国金证券研究所，SwissRe

- 新会计准则的实施从制度上保证了保险公司的利润能够合理的体现。财政部于去年12月公布了《保险合同相关会计处理规定》，从09年年报开始正式实施新会计准则。
 - ◆ 新会计准则比较接近美国的US GAAP，唯一不同的是将美国准则下的显性递延获取成本通过准备金的方式隐含体现。新准则下，中国的保险公司也将一改原先新业务越多当期利润越低的问题，当年保单利润能够在当期报表中体现出来。
 - ◆ 新会计准则下能够引导企业专注于利润率高波动性小的长期期缴业务。在旧准则下，此类业务虽然长期来看利润率高，但是需要较大的初期展业成本，承保后首年利润经常为负。新准则则避免了这样的问题，使得公司的经营成果能够更加合理的体现出来。

- ◆ 由于中国寿险市场处于高速增长期，首年费用的递延能够大幅度的提升公司的财务报表质量。良好的业绩表现也反过来促使公司能够进行持续的循环投资经营，保证了公司长期的良好的发展。
- **业务结构较为合理，业务稳定性较强。**相比之下，我们认为人寿、太保的业务结构类型更加类似于 AIG，寿险业务是两家公司现在以至未来的主要利润贡献来源。而寿险业务中，保障型产品比重较高则保证了公司业务稳定型和增长性。
- ◆ **保障型产品稳定性更强。**一般而言，投资型产品特别是账户式产品无论是新业务规模还是客户退保均会受到较大资本市场变动影响。此外，大多数账号式投资型产品投保人在一定期限后可自由支取而不用承担任何额外退保费用。相比之下，保障型产品则更注重对投保人保险风险的保证，其供需受资本市场波动较小。另一方面，该类产品往往期限较长，并且对于投保人中途退保等行为需要收取较大额度的退保费用。

图表24：2009 年按渠道保费收入占比

渠道		产品结构	中国人寿	中国太保	中国平安
个人渠道	个险营销首期	传统	22.77%	13.91%	3.40%
		分红	76.94%	83.65%	43.80%
		万能	0.28%	2.44%	51.10%
		投连	0.00%		1.00%
	个险营销渠道总保费 (含续期)	传统	44.48%	50.03%	9.70%
		分红	55.17%	47.43%	43.00%
		万能	0.34%	2.54%	35.40%
		投连	0.00%		3.80%
银行代理渠道	银行代理首期	传统	0.00%	0.10%	0.00%
		分红	94.15%	99.00%	13.20%
		万能	5.81%	0.89%	83.90%
		投连	0.03%		2.90%
	银行代理渠道总保费 (含续期)	传统	0.01%	0.22%	1.00%
		分红	94.41%	98.94%	13.80%
		万能	5.55%	0.84%	82.20%
		投连	0.03%		2.90%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，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。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。