



保险

2010.08.16

摆脱对中期业绩与政策风险的纠结

——保险行业更新报告

	彭玉龙	董乐
	021-38676683	021-38676650
	pengyulong@gtjas.com	dongle@gtjas.com
	S0880209040414	S0880108063472

本报告导读：

上半年业绩预期不高，实际业绩还不错，下半年净资产进入上升期；利率放开政策不确定导致股价上涨犹豫，但无法改变长期成长趋势；投资新政开启下轮保险股牛市之门，维持行业增持评级。

摘要：

- 虽然投资环境不理想，但今年上半年保险公司盈利依然有不错的来源：一是权益投资总体跑赢市场，二是股票投资年初有一定的浮盈，三是基金投资因去年盈利丰厚而产生较多的红利收入，四是产险承保盈利好转。
- 从投资收益、承保业务、资产账面价值变化对中期盈利进行了框架分解和预估，我们预估国寿、平安和太保今年上半年的净利分别为 120.48 亿、78.54 亿和 43.29 亿，每股收益 0.43 元、1.03 元和 0.50 元。不考虑融资和分红，三者经营活动对净资产变化的影响为-1.02%、2.67%和-0.82%。
- 全年国寿、平安和太保的净利预计分别为 186 亿、134 亿、64 亿，每股收益 0.66 元、1.76 元和 0.75 元，下半年净资产将进入上升期，国寿、平安和太保下半年的净资产可分别增长 9.5%、10.0%和 8.5%。
- 前后一个月时间内，保监会分别出了两个影响较大的政策，一个是放开传统险定价利率（征求意见稿，7 月 9 日），一个是放开保险资金投资渠道（8 月 5 日），前一个偏利空，后一个偏利好，这两项政策虽然有对冲，近期市场对政策的忧虑仍然要多一些，忧虑主要来自两个方面，一是政策未明确期间和新产品上市前承保业务萎缩，谓之近忧；二是长期利率将趋势性下降，谓之远虑。但近忧并未得到 7 月保费数据的支持，远虑的前提也不坚实。而另一方面，投资新政其实是开启了下一轮保险牛市的大门。
- 保险股目前估值比较安全，下半年净资产开始上升，因此股价有上升潜力，虽然由于短期内对政策仍然会有些忧虑，并且市场大环境也难以提供有力支持，股价上涨时会有些犹豫，但行业长期趋势向上，定价利率放开也不可能改变这一趋势；而投资渠道放开为保险股牛市提供了现实可能的机会，因此，我们维持行业增持评级，建议投资者耐心潜伏，短期仍有相对收益，长期可等待资产升值阶段的到来，那将是保险股的大牛市。公司推荐顺序：中国太保、中国平安、中国人寿。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

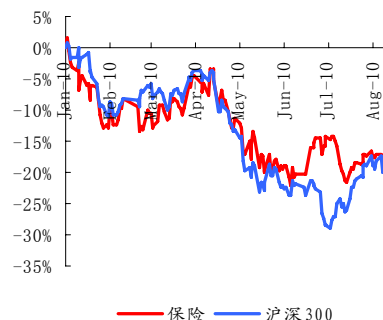
上次评级：

增持

细分行业评级

保险	增持
中国太保	增持
中国平安	增持
中国人寿	谨慎增持

年初以来保险股走势



相关报告

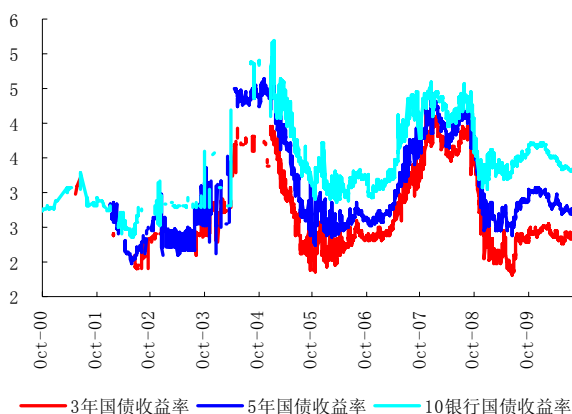
保险：《保险投资渠道获实质性拓宽》	2010.08.05
保险：《政策担忧逐步平复》	2010.07.26
保险：《预定利率放开，多空取决于竞争有无序》	2010.07.11
保险：《超越短期投资困局，寿险黄金 20 年》	2010.06.20
保险：《投资政策继续放宽，补跌风险初步消化》	2010.05.28

1. 中期业绩：透明的低预期

1.1. 债券移动平均收益率下降

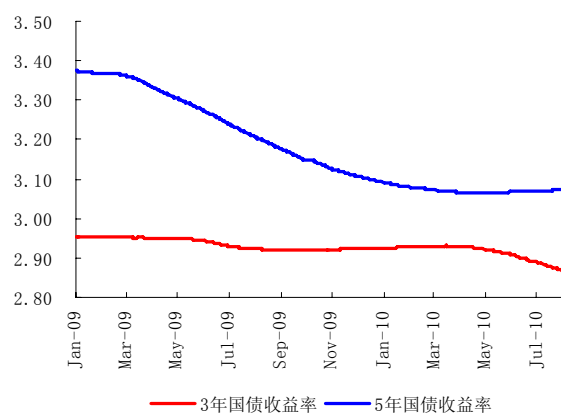
债券收益率较 09 年上半年有所提高：3 年期、5 年期和 10 年期国债收益率分别从 2.10%、2.60%、3.34% 上升至 2.41%、2.86%、3.50%，但由于收益率水平处于近年来的较低位置，移动平均收益率仍在下降，从 09 年中期到 10 年中期，3 年期和 5 年期国债的移动平均收益率下降了 4 个基点和 18 个基点，分别从 2.93% 和 3.25% 下降至 2.89% 和 3.07%。

图 1：国债收益率



数据来源：中债网，国泰君安证券

图 2：国债移动平均收益



数据来源：中债网，国泰君安证券

1.2. 债牛股熊难敌债熊股牛

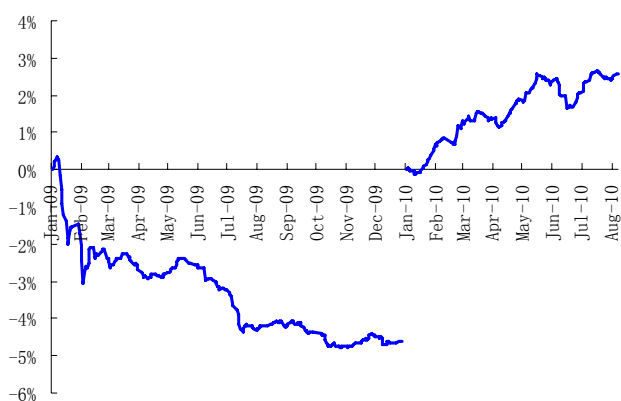
当然，债券收益率下降，但债市是涨的，债券投资账面价值将有所增长，但是，相对于股票市值的下跌而言，债券的增值不足以力挽狂澜。

中债总全价指数 10 年上半年上涨了 2.01%，而 09 年上半年下跌了 -3.19%；股市的表现正好与此相反，10 年上半年下跌了 26%，而 09 年上半年上涨了 63%。这一趋势在下半年还在继续，2009 年下半年债市继续下跌，全年下跌了 4.60%，股市继续上涨，全年上涨了 80%；而今年下半年的债市还是保持升势，截至 8 月 10 日，全年已经上涨了 2.57%；不过，股市开始止跌，全年的跌幅缩窄到 20%，也即下半年上涨了 8%。

按照债券投资 50% 左右，权益投资 15% 左右的比例计算，09 年上半年的投资增值为 7.9%，10 年上半年的投资增值为 -2.9%。若考虑到债券中有一半左右的持有至到期债券，其账面价值不受市价的影响，则 10 年与 09 年的差距更明显，投资增值率分别为 8.7% 和 -3.4%。

因此，单从投资环境来看，10 年的债牛股熊无法与 09 年的债熊股牛相比。

图 3: 中债总全价指数



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 4: 上证 A 股指数



数据来源: WIND, 国泰君安证券

1.3. 盈利来源及动因: 寿险业盈利增长近 8%

虽然投资环境相比要差不少,但今年上半年盈利依然有不错的来源:一是权益投资总体跑赢市场,二是股票投资年初有一定的浮盈,三是基金投资因去年盈利丰厚而产生较多的红利收入,四是产险承保盈利好转。

根据保监会披露的数据,今年上半年人身险公司实现利润总额 295.2 亿元,比 09 年上半年的 274.1 元增长了 7.7%,由于今年采用的是新会计准则,财务统计口径有变化,我们无法验证监管部门披露的数据有没有经过调整,但去年监管部门披露的口径比公司年报中公布的数据要谨慎,09 年上半年国寿、平安寿险、太保寿险三家合计的总利润就达到 291.25 亿元,超出行业的总和。按 09 年上半年的盈利比例简单推算,中国人寿、平安寿险和太保寿险今年上半的每股收益可以达到 0.54、0.73 和 0.48 元,不过,这一推算过于简单,只能作为一个背景参考。

产险行业承保利润也实现扭亏为盈,总承保利润 39.6 亿元,其中车险承保盈利 22.7 亿元。

表 1: 寿险行业上半年利润总额同比增长 7.7%

单位: 亿元	09 年上半年 (旧准则)	10 年上半年 (按照 09 年上半年比例简单推算)	上半年寿险业务每股收益(元, 简单推算)
中国人寿	177.80	191.49	0.54
平安寿险	65.17	70.19	0.73
太保寿险	48.28	52.00	0.48
合计	291.25	313.67	
人身险行业(保监会公布)	274.1	295.2	

数据来源: 公司报告, CIRC, 国泰君安证券

2. 公司业绩预估: 下半年净资产进入上升期

我们从投资收益、承保业务、资产账面价值变化(即浮盈浮亏变化)三个方面对各公司的中期盈利进行了框架分解和预估。在权益投资跑赢大盘、承保利润保持稳定、浮亏部分释放的前提下,我们预估中国人寿、

中国平安和中国太保今年上半年的净利润分别为 120.48 亿、78.54 亿和 43.29 亿，每股收益 0.43 元、1.03 元和 0.50 元。不考虑融资和分红，三者经营活动对净资产变化的影响为-1.02%、2.67%和-0.82%。

全年来看，假设年末上证综指收于 2785 点，也即比年初的 3277 点下跌 15%，债券市场维持在年中的水平，即比年初上涨 2%，则中国人寿、中国平安和中国太保的净利润分别为 186 亿、134 亿、64 亿，每股收益 0.66 元、1.76 元和 0.75 元，比 09 年下降 43.3%、7.1%、13.8%，但净资产分别比年初上升 8.3%、13.0%和 7.6%。

由于年底前上半年未消化的大部分浮亏可能转入利润，下半年的盈利还不如上半年，但那只是财务上的一个滞后反映。由于债市和股市同时在上升阶段，下半年保险公司的净资产已经进入上升周期，也就是真实的投资收益开始回升，以 6 月 31 日为起点，国寿、平安和太保下半年的净资产可分别增长 9.5%、10.0%和 8.5%。

表 2：下增年净资产进入上升周期

单位: 百万元	中国人寿	中国平安	中国太保
上半年 EPS	0.40	1.03	0.50
同比增长(因为 09 年上半年为旧准则，这一比较仅供直观参考)	-18.37%	74.15%	61.29%
下半年 EPS	0.26	0.73	0.25
全年 EPS	0.66	1.76	0.75
同比增长	-43.28%	-7.10%	-13.81%
年初净资产	212776.00	91743.00	75673.00
上半年净资产变化	-2179.17	2475.55	-618.70
年中净资产	210596.83	94218.55	75054.30
上半年净资产变化率	-1.02%	2.70%	-0.82%
下半年净资产变化	19927.17	9489.82	6394.95
全年净资产变化	17748.00	11965.37	5776.25
下半年净资产变化率	9.46%	10.07%	8.52%
全年净资产变化率	8.34%	13.04%	7.63%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 3：盈利及净资产预估简要分解

单位: 百万元	中国人寿		中国平安		中国太保	
	上半年	全年	上半年	全年	上半年	全年
资产价格变化与浮盈						
债市涨幅	2.01%	2.01%	2.01%	2.01%	2.01%	2.01%
上证涨幅	-26.82%	-15.00%	-26.82%	-15.00%	-26.82%	-15.00%
债券浮盈	7,276	7697.41	2754.21	2771.86	1453.47	1490.74
权益浮盈(亏)	-24,441	-13667.8	-9683.96	-5419.48	-6951.09	-3917.6
转入当期利润	-2,939	-5121.72	-1523.66	-1191.43	-549.76	-1754.26
当期新增浮盈(亏)(A)	-14,227	-848.68	-5406.09	-1456.19	-4947.85	-672.6

投资收益						
债券投资收益	13,152	27826.63	7192.32	14476.84	4212.21	8640.42
股票投资收益	14,433	14592.61	3561.16	3619.18	3086.72	3154.68
浮盈(亏)实现	-2,939	-5121.72	-1523.66	-1191.43	-549.76	-1754.26
其他投资收益	8,748	17554.41	3832.57	10001.76	3036.72	6261.81
投资收益	33,394	54851.94	13062.39	26906.34	9785.89	16302.65
净利润						
承保利润	-18,335	-31606.09	-3244.77	-10129.38	-4374.45	-8241.58
利润总额	15,059	23245.85	9817.62	16776.96	5411.44	8061.06
税后利润(B)	12,048	18596.68	7854.10	13421.56	4329.15	6448.85
每股收益(元)	0.43	0.66	1.03	1.76	0.50	0.75
净资产						
年初净资产	212776		91743		75673	
净资产变化(=A+B)	-2179.17	17748	2448.01	11965.37	-618.7	5776.25
净资产变化率	-1.02%	8.34%	2.67%	13.04%	-0.82%	7.63%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3. 利率放开疑虑与投资新政

前后一个月时间内，保监会分别出了两个影响较大的政策，一个是放开传统险定价利率（征求意见稿，7月9日），一个是放开保险资金投资渠道（8月5日），前一个偏利空，后一个偏利好。放开传统险定价利率悬而未决，但由于市场此前并未将其计入政策变量中，即使短期不出的预期越来越大，作为一项可能仍具有镇摄作用；放开保险资金投资渠道利在长远，但此前已有较多期待；因此，这两项政策虽然有对冲，近期市场对政策的忧虑仍然要多一些。

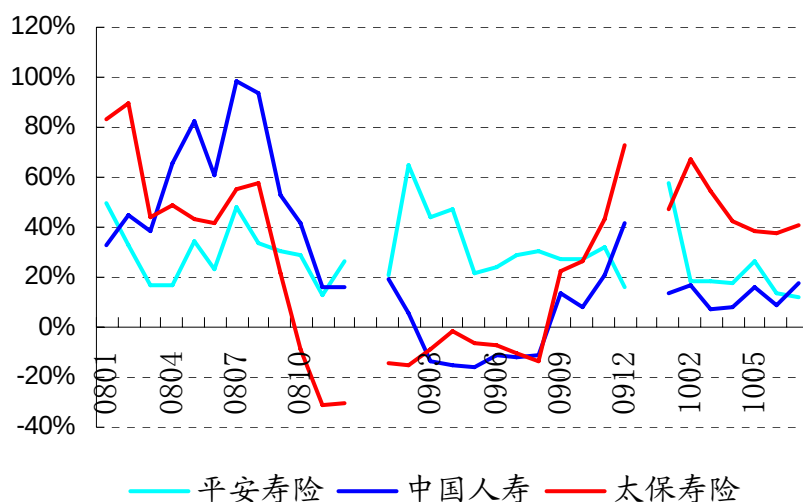
对定价利率放开的忧虑，主要是两个方面，一是政策未明确期间和新产品上市前承保业务萎缩，谓之近忧；二是长期利率将趋势性下降，谓之远虑。但近忧并未得到7月保费数据的支持，远虑的前提也不坚实。

3.1. 定价利率放开近忧消解：7月保费增速不减

传统险定价利率放开，出发点是降低传统险价格，扩大传统险业务量。对投资者而言，则是希望实现以量补价甚至是量超于价，长期而言，定价利率放开对量的影响即使不是强力促进，至少应该也是正面的，但是短期来看，在政策正式出台和新产品上市之前，还是会担心投保人采取观望态度甚至出现退保行为，从而影响保费增速。

刚公布的7月保费数据证实**保费增长未受政策不确定性的影响**。平安寿险7月保费增长11.8%，创年内新低，但6月增速也只有13.6%，受定价利率放开影响更大的中国人寿和太保寿险，7月保费增速均高于前一个月，国寿更是创了年内新高，显然，定价利率放开政策的不确定性并未对保费增长产生不利影响。

图 5： 7 月保费增长情况表明定价利率放开政策暂无明显影响



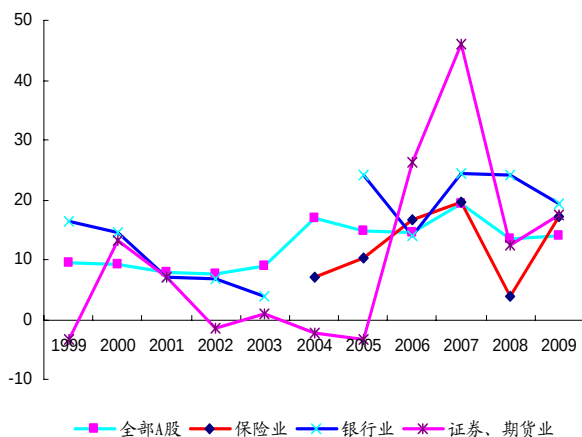
数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.2. 定价利率放开远虑虚无：垄断利润何在？

对保费增速放缓最多只是一个近期担忧，对定价利率放开更主要的忧虑是利润率的下降，这一忧虑的理由是作为一个受保护性管制的行业，其利润率要高于自由竞争下的利润率，价格管制放开后，垄断利润将消失。这一逻辑没什么问题，不过前提并不存在，保险行业的竞争一直很激烈，价格也早就通过已经成为主流的分红险、万能险跨越了所谓的最高保证利率管制，并不存在什么垄断利润。

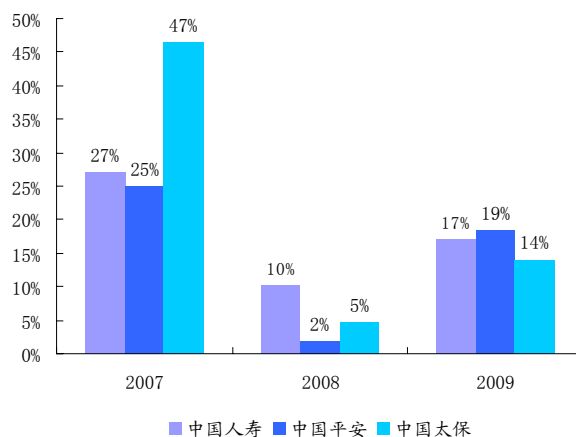
2004-2009 年的 6 年间，A 股上市保险公司的 ROE 只有 2009 年略高于沪深 300，若以全部 A 股为参照，则有三年年略高于全部 A 股水平，这三年是股市很火的 06、07 及 09 年，另外三年的 ROE 却要低得多，垄断利润显然无从谈起，相对于银行、证券期货业，保险的盈利也没有优势。

图 6： 保险业与其他行业的 ROE 比较



数据来源：WIND，国泰君安证券。注：所有行业数据均以上市公司的数据为代表；2004 年银行业的 ROE 达 123%，属奇异值，图中将其剔除了。

图 7： 上市保险公司 ROE



数据来源：公司报告，国泰君安证券。图中 ROE 为加权平均净资产收益率，且均为按新准则调整后的 ROE，平安未公布 2007 年调整数，系估计。

3.3. 投资新政：开启下一轮保险牛市的金钥匙

成本收益永远是公司分析的两个核心要素，定价利率（或预期保单回报率）和投资收益是保险公司最主要的成本收益因素。新的保险资金运用管理办法，为保险投资提供了一个收益扩充的机会，其意义要超过只影响传统险的定价利率放开政策。

事实上，保险股的大牛市都是与资产增值和投资收益联系在一起，比较典型的例子是89年台湾的国泰人寿，当年国泰人寿的股价最高到过1975元，这一纪录目前仍未被打破。国泰人寿之所以领涨股市，是因为台湾股市狂潮是建立在资产膨胀基础之上，国泰人寿不仅是股王，还是地王，88年国泰人寿以每坪90万新台币买下台湾南京东路上海旁的土地，是台湾房地产狂飙年代最重要的指标。

我们未能找到88-89年台湾国泰人寿的投资结构，没有当年其投资房地产的具体数据，不过，即使到了2000-2001年，国泰人寿在房地产上的投资比例仍在8%左右，主要投资项目是商业出租大楼。

表 4：台湾国泰人寿（现并入国泰金控）2000-2001 年投资结构

单位：千元新台币	2001		2000	
	金额	占比	金额	占比
银行存款及其他现金	173490638	15.34%	231360874	22.28%
短期投资（含股票和债券）	215705693	19.07%	191089839	18.40%
保单抵押贷款	307854910	27.22%	288199718	27.75%
长期债权投资	91497518	8.09%	10150379	0.98%
长期股权投资	10688524	0.94%	8620868	0.83%
不动产投资	88142927	7.79%	80848805	7.78%
总资产	1131092577		1038616041	

注：不动产投资采用的是成本价。

表 5：台湾国泰人寿投资金额超过 1 亿新台币或占实收资本 20%以上的不动产投资项目

财 产 名 称	交易日或 事实发生日	交 易 金 额	交易对象	关第	取得目的及使用情形
霖园金融大楼	81.10.24	\$1,262,998	三井工程	关系企业	出租收益
高雄国际商业大楼	87.03.03	374,376	乔昶营造	无	出租收益
高雄国际商业大楼	87.03.03	118,856	三井工程	关系企业	出租收益
天母购物中心 A 栋大楼	88.12.24	261,945	日商华大成营造	无	出租收益
天母购物中心 B 栋大楼	88.12.24	381,899	日商华大成营造	无	出租收益
台南霖园饭店	87.07.24	1,488,501	东凌营造	无	出租收益
台南购物中心	88.04.02	3,752,890	三井工程	关系企业	出租收益
新竹国泰综合医院	88.11.15	296,781	三井工程	关系企业	出租收益
板桥霖园综合医院	89.5.26	101,286	三井工程	关系企业	出租收益
台北市内湖区东湖段八小段 31, 32, 36 地号	90.5.29	172,842	大华建设	无	营业使用

表 6: 保险资产运用管理新规

投资品种	之前规定	新规定	三季度投资 限额(亿元)	简评
权益投资	股票基金合计不超过 20%, 分别不超过 10%。	股票基金合计不超过 25%, 股票和股票型基金合计不超过 20%, 不再分别设限。	9047	将基金明确界定为股票型基金, 使权益投资空间有所扩充, 但债券和货币型基金比例本来很少, 因而实质影响不大; 10% 界限的废除, 使保险公司拥有更大的自主投资权。
不动产	未进入投资范围	不高于 10%, 其中与之相关的金融产品不超过 3%。	4523	这一比例即使在国际上也不算低, 即使不动产不增值, 租金收益率也低。
未上市股权	未进入投资范围	不高于 5%, 其中与之相关的金融产品不超过 4%。	2262	不允许进入创业型投资, 主要还是针对 IPO 前的项目, 这样可以降低风险。
无担保债和非金融企业债务融资工具	上限不得超过 15%	上限不得超过 20%	9047	虽然比例上升了 5%, 但范围扩大到了非金融企业债务融资工具
基础设施债权投资计划	寿险公司不超过上季末总资产的 6%、 财险公司不超过上季末总资产的 4%	不超过 10%。	4523	基础设施债权投资显然是保险资金很愿意进入的, 回报相当较高且稳定。
活期存款、政府债券、央票、政策性银行债、货币基金	未限定	合计不低于 5%	2262	最低限制是出于流动性考虑, 当然这一要求很容易达到。
控股投资	未明确规定	累计投资成本不得超过其净资产		控股投资仅限于保险、非保险金融以及与保险相关的企业, 但通过信托之类的非保险金融, 实质上无法控制投资范围。
创业板	未进入投资范围	考虑中, 等待细则		随着创业板规模的扩大, 再将保险资金排除在外不合时宜一。

数据来源: CIRC, 国泰君安证券

4. 行业评级: 增持

保险股目前估值比较安全, 下半年净资产开始上升, 因此股价有上升潜力, 虽然由于短期内对政策仍然会有些忧虑, 并且市场大环境也难以提供有力支持, 股价上涨时会有些犹豫, 但行业长期趋势向上, 定价利率放开也不可能改变这一趋势, 投资渠道放开为保险股牛市的到来提供了现实可能的机会, 因此, 我们建议投资者耐心潜伏, 短期仍有相对收益, 长期可等待资产升值阶段的到来, 那将是保险股的大牛市。公司推荐顺序: 中国太保、中国平安、中国人寿。

- 下半年净资产进入上升周期, 历史上股价与净资产的正向相关关系很明显;

- 中期业绩还算不错，不会给股价带来负面冲击；
- 政策层面，利率放开的政策风险已基本消化，投资渠道放开的长期利好将逐步体现；
- 即使定价利率真的放开，由于之前基本不存在垄断利润，行业长期上升的趋势不会改变；
- 在目前的估值水平上，保险股安全边际较高。

表 7：保险估值水平

	中国人寿 (股价=23.20 元)		中国平安 (股价=46.51 元)		中国太保 (股价=23.50 元)	
2010 年 8 月 11 日						
目标价 (元)	34		66		29	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
每股内涵价值	11.55	13.07	23.52	27.87	12.99	15.62
每股新业务价值	0.77	0.93	1.81	2.15	0.75	0.92
每股收益	0.66	1.00	1.76	2.14	0.75	1.18
每股净资产	8.09	9.36	12.57	14.77	9.34	10.89
P/EV	2.01	1.77	1.98	1.67	1.81	1.50
隐含新业务价值倍数	15.17	10.90	10.78	7.92	10.74	6.77
市盈率	34.90	23.28	26.39	21.69	31.19	19.84
市净率	2.87	2.48	3.70	3.15	2.52	2.16

数据来源：公司报告，国泰君安证券

附：国际保险股财务概要（2010.8.13）

	股价	市值(百 万美元)	EPS			PE			PB	ROE
			2008A	2009A	2010E	2008A	2009A	2010E	2008A	2008A
AIG	37.1	25896	-756.85	5.11	4.17	0	7	9	0.1	21.64
ING	7.2	21530	-0.28	1.04	1.33	-26	7	5	0.7	11.01
Allianz	86.6	30571	-5.43	10.85	11.84	-16	8	7	0.9	11.71
Ace	53.0	17950	3.57	7.29	7.30	15	7	7	0.8	11.77
Manulife Canada	12.8	21717	0.32	0.16	1.82	40	80	7	0.9	0.34
MetLife	39.9	36141	4.19	4.36	5.29	10	9	8	0.9	10.04
Prudential Financial	55.5	25919	-2.53	5.87	6.57	-22	9	8	0.9	10.54
AVIVA	367.3	6594	-0.37	0.58	0.62				1.0	16.45
Prudential	553.5	8994	-0.16	0.44	0.51				2.1	14.10
AXA	13.2	23518	0.43	1.63	2.03	31	8	6	0.6	8.47
Fortis				0.18	0.20					5.25
Great Eastern Life	16.5	5748	0.58	1.02	1.08	28	16	15	2.0	
Samsung Fire & Marine Insurance	197000	7882	10406.	14517	16285.	19	14	12	1.5	11.55
Cathay Financial	49.4	15722	0.19	1.39	2.00	259	36	25	2.3	7.46

数据来源：Bloomberg，国泰君安证券。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		