

保险行业月报(2011-06)

行业评级
买入

前次评级

买入

变额年金先行，养老个税递延政策可期

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010006

寿险业亟待养老税收递延政策

目前寿险行业个险营销渠道和银保渠道都面临瓶颈，个险营销员增员困难；银保渠道受取消驻点的影响保费收入增速也放慢。但变额年金产品 5 月份已经推出，在预计 10 月份出台的养老个税递延政策的促进下，将成为新的增长点。

产险综合成本预计下降，业绩增长超 30%

产险保费收入增速回升，预计今年综合成本继续下降，行业保费增速超过 15%，受去年高增长影响，预计行业已赚保费增速超过 30%，净利润增速超过 30%。

保险资管经营范围扩大

2011 年 4 月 20 日保监会发布《关于调整<保险资产管理公司管理暂行规定>有关规定的通知》，允许管理非保险类第三方资产和设立保险资产管理产品，扩大了保险资管公司的经营范围。

变额年金试点，等待税收递延的刺激

2011 年 5 月 10 日，保监会发布《关于印发<变额年金保险管理暂行办法>的通知》和《关于开展变额年金保险试点的通知》，促进变额年金保险试点。不过目前各种原因使得变额年金短期内难以发挥大作用，有望在税收递延政策出台后发挥极大的作用。

保险业估值偏低，重点推荐中国太保

从整个保险业来看，保险股被明显低估，估值水平达到历史低点 11 年 PE(14-16 倍)。5 月份沪深 300 指数下跌 5.99%，保险指数下跌 6.62%，有待催化剂促使估计回归历史平均值，我们预计四季度出现超额收益的可能性较大。维持保险行业的买入评级，考虑到评估利率弹性与预计 10 月份养老税收递延产品在上海推出，我们重点推荐中国太保。

投资建议与风险提示

未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

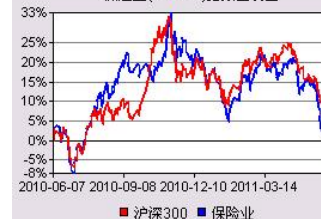
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		11E	12E	13E	11E	12E	13E			
中国人寿	19.12	1.32	1.52	1.75	14.5	12.6	10.9	1.30	29.6	买入
中国平安	48.71	3.02	3.47	3.99	16.1	14.0	12.2	0.50	66.7	买入
中国太保	22.11	1.48	1.71	1.96	14.9	12.9	11.3	0.30	30.56	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业走势

保险业(010911)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.06%	-11.4%	6.02%
沪深 300	-3.75%	-9.90%	11.45%

目录索引

一、保费收入和结算利率.....	3
(一) 寿险保费, 统计口径变化.....	3
(二) 产险保费, 预计 2011 年行业已赚保费与业绩维持 30%增速	6
(三) 万能结算利率变化.....	8
二、保险资管公司经营范围扩大.....	9
(一) 主要调整内容.....	9
(二) 长远来看调整将利好于保险业.....	10
三、变额年金试点, 养老税收递延政策可期.....	10
(一) 变额年金产品简介.....	10
(二) 变额年金试点办法谨慎, 市场等待税收递延政策出台	11
四、准备金评估利率的变化对准备金的影响.....	11
五、资本市场表现与估值比较.....	12
(一) 行业指数与沪深 300 比较.....	12
(二) 保险行业估值比较.....	14
六、投资建议	14
七、风险提示	15
(一) 重大灾害风险.....	15
(二) 资本市场波动风险.....	15

图表索引

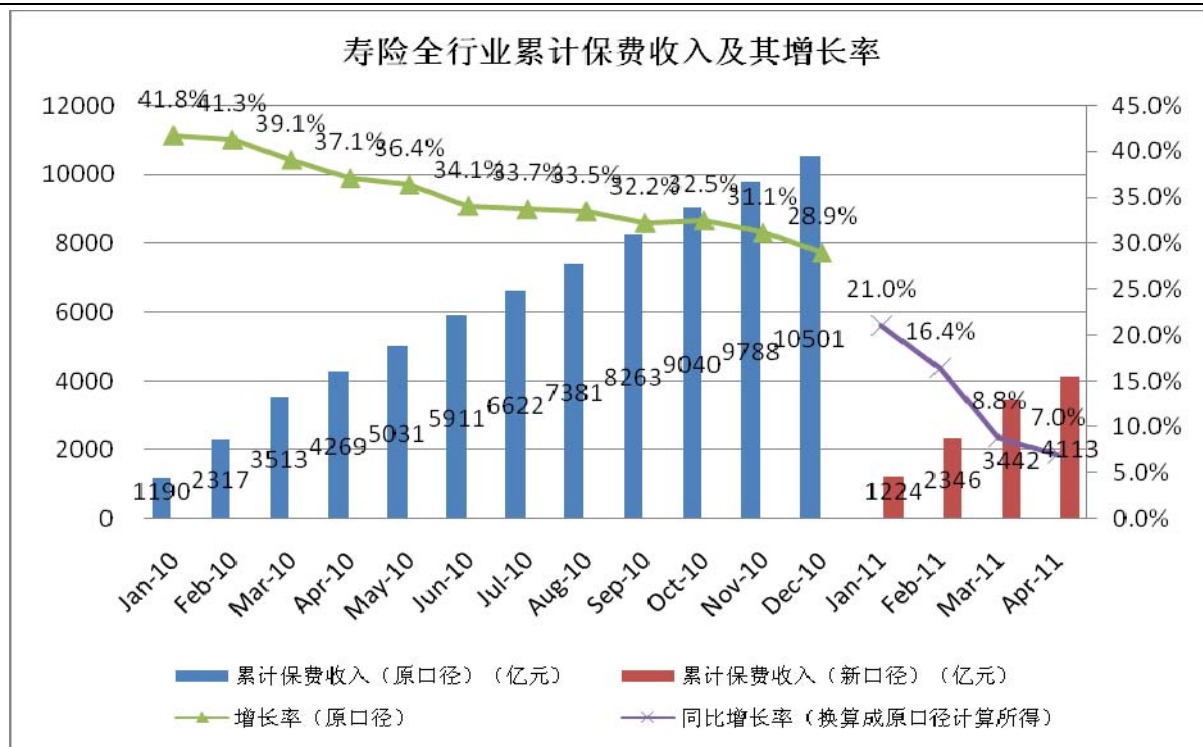
图 1: 寿险全行业保费收入情况(亿元).....	3
图 2: 中国人寿寿险保费收入情况(亿元).....	4
图 3: 中国平安保费收入情况(亿元).....	4
图 4: 中国太保寿险保费收入情况(亿元).....	5
图 5: 上市公司寿险市场份额变化.....	6
图 6: 产险全行业保费收入情况(亿元).....	6
图 7: 中国人保产险保费收入情况(亿元).....	7
图 8: 中国平安产险保费收入情况(亿元).....	7
图 9: 中国太保产险保费收入情况(亿元).....	8
图 10: 主要产险公司市场份额变化.....	8
图 11: 三家上市公司万能险结算利率.....	9
图 12: 评估利率与 10 年期国债利率预期变动.....	12
图 13: 5 月份保险行业与金融行业、沪深 300 日涨跌幅比较.....	13
图 14: 保险行业与金融行业、沪深 300 月涨跌幅比较.....	14
表 1: 2008 年 1 月-2011 年 5 月保险行业资本市场表现与对比.....	14
表 2: 主要估值指标预测.....	14
表 3: 主要估值指标月度数据对比.....	14

一、保费收入和结算利率

（一）寿险保费，统计口径变化

按照《保险合同相关会计处理规定》调整后，2011年前4个月寿险全行业保费收入为4113亿元，同比下降3.7%，而上一一年同期增长39.1%。差距如此之大主要是由以下几方面造成的：第一，统计口径不一样，今年是按照新规定调整后的收入，投连险和万能险的保费收入基本不被认可，而去年的保费收入中是包含投连险和万能险的保费收入的，这是导致差距如此之大的最主要原因；第二，寿险销售的主要渠道发展受到限制，占保费收入过半的银保渠道受银保新政的影响保费增速放慢，营销渠道受营销员产能偏低和增员困难的影响发展缓慢；第三，由于去年保费增速较快，保费基数较大，也影响到了今年保费的增速。我们预计全行业投连险与万能险占比从去年的20%下降到10%，据此估计，在原来的统计口径下，2011年前4个月寿险业原保费收入约为4569亿，同比增长7%。

图 1：寿险全行业保费收入情况（亿元）



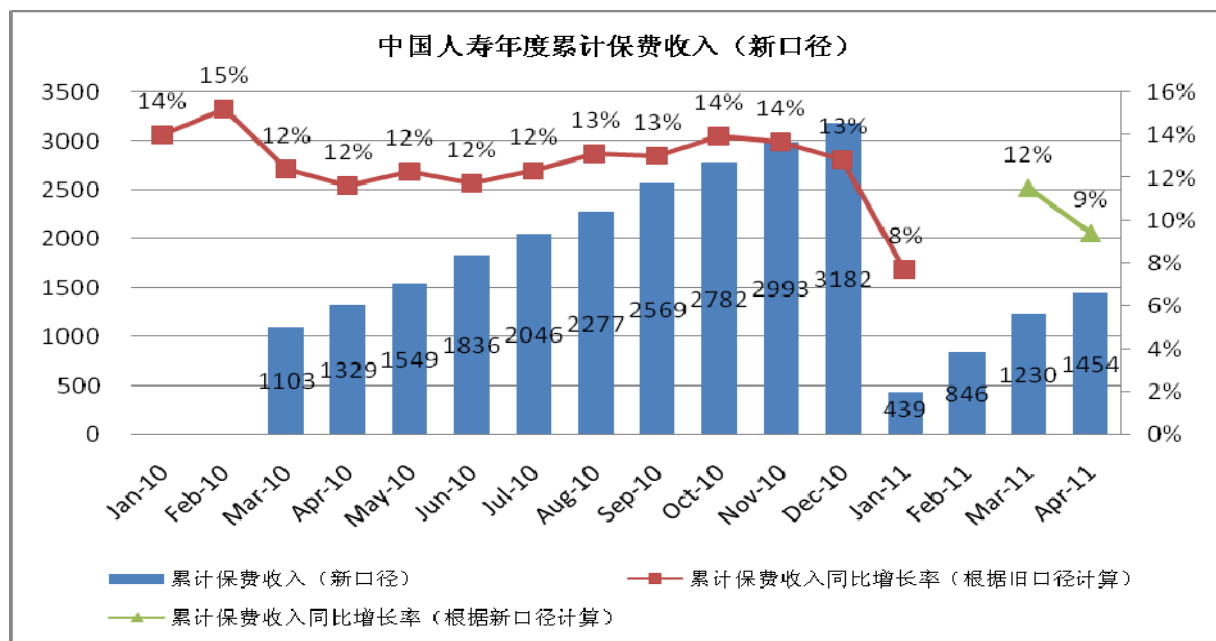
数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

注：图中2011的保费增长率数据是估计得到的，假设万能险和投连险在2011年1月份的保费中占比15%，在前两月份累计保费中占比13%，在前三月份及前四月份累计保费中占比为10%，在此假设下，把新口径下的数据还原为原口径下的数据。

2011年1-4月中国人寿、中国平安和中国太保分别实现新口径下寿险保费收入1454亿元、558亿元和390亿元。

新口径下，2011年1-4月保费收入与去年同期相比，中国人寿保费收入增速为9.4%。

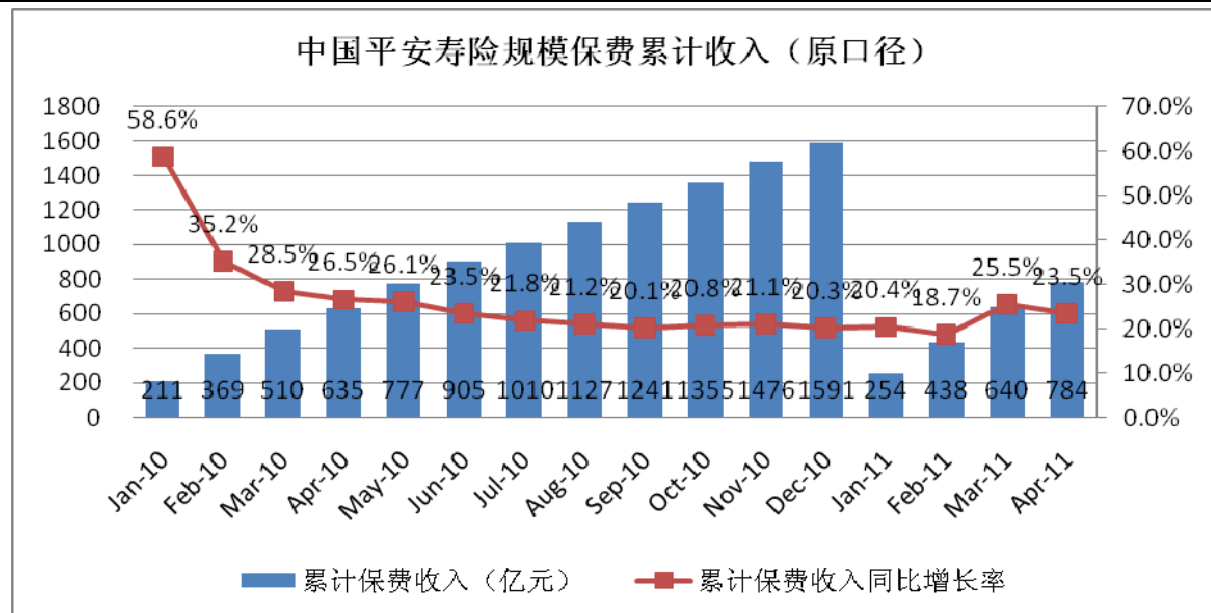
图 2：中国人寿寿险保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站,公司公告, 广发证券研究发展中心

新口径下，中国平安2011年前4月累计保费收入为558亿元，由于平安从2010年7月才开始公布其新口径下的保费收入，新口径下的数据没法和去年同期比较。为了让数据具有可比性，我们比较其规模保费情况，中国平安2011年1-4月份规模保费收入784亿元，同比增长23.5%，虽然低于前期的25.5%，但保费增速回升的总趋势没变。

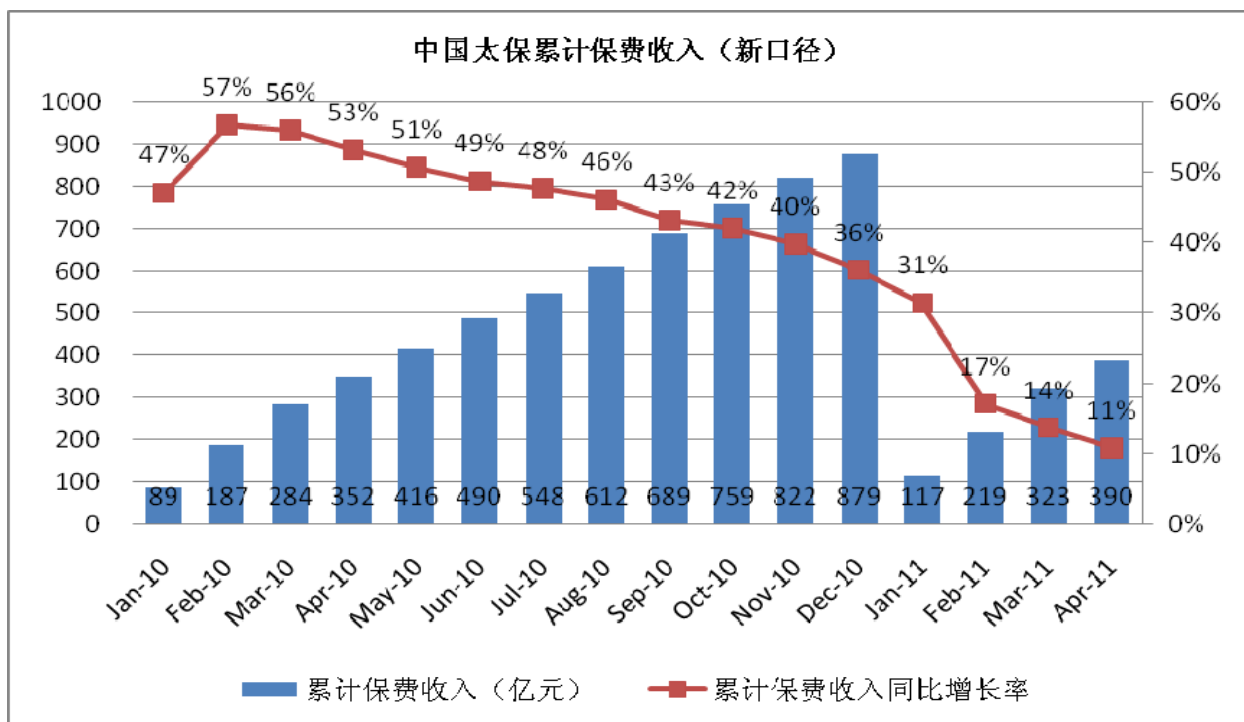
图 3：中国平安保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站,公司公告, 广发证券研究发展中心

中国太保去年保费高速增长，去年同期保费增长率达到53%，受高基数的影响，今年前4个月保费增速下降到11%，但从最新情况（截止4月底）来看，市场份额比去年仍有所提高，目前市场份额为9.5%，高于去年底的8.8%。

图 4：中国太保寿险保费收入情况（亿元）

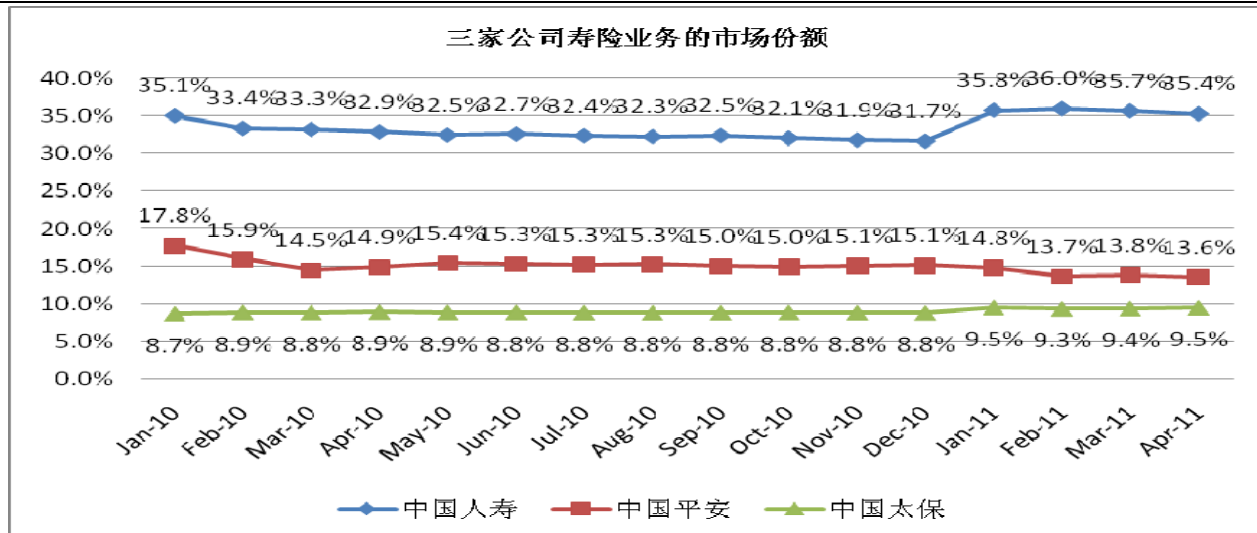


数据来源：保监会网站，公司公告，广发证券研究发展中心

注：图中2010年各累计保费增长率是用原口径下的数据计算所得，其他数据皆为新口径下的数据。

受益于保费统计口径变化（万能险、投连险基本不在计入保费收入），从市场份额情况看，中国人寿市场份额高于去年同期，截至4月份的市场份额为35.4%，相较去年年底的31.7%，提高了3.7个百分点。与中国人寿和中国太保相比，中国平安寿险业务中万能险比重较大，保费确认率低，截止4月份的市场份额为13.6%，较低于去年底15.1%的市场份额。同中国人寿一样，中国太保也得益于保费确认率高，截止2011年4月底市场份额为9.5%，高于去年年底的8.8%。截止到今年4月底，三家上市保险公司寿险市场的市场份额合计达到58.4%，比去年年底的55.6%提高了2.8个百分点。

图 5：上市公司寿险市场份额变化-2011 年的数据是按新统计口径下的市占率



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

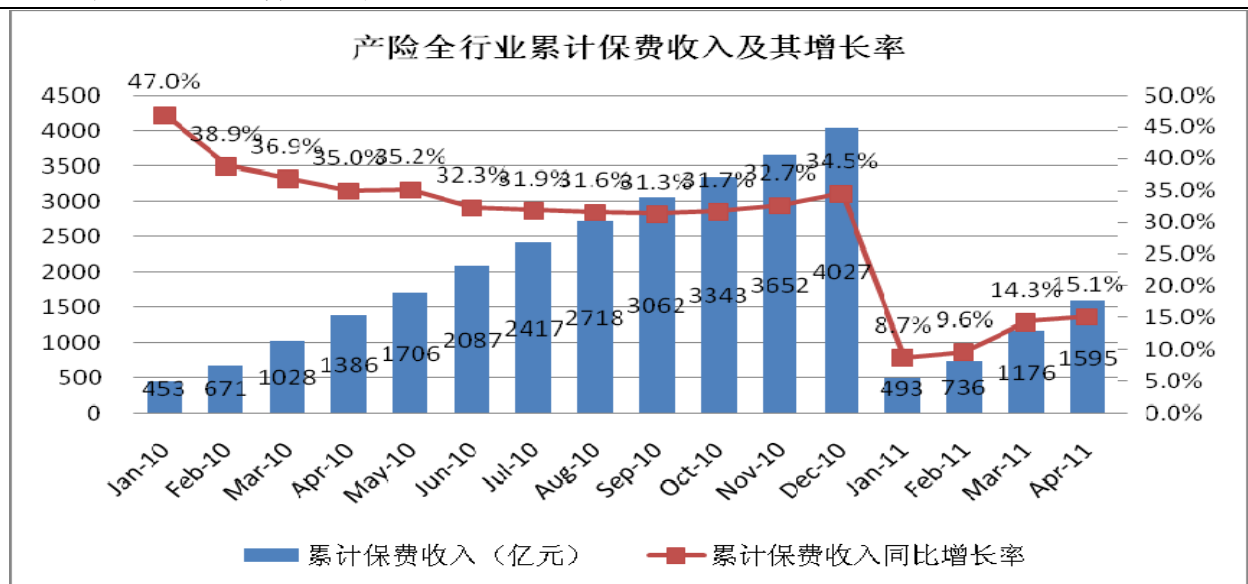
注：市场份额按累计保费计算而得。

（二）产险保费，预计2011年行业已赚保费与业绩维持30%增速

受去年保费高速增长、保费基数大，以及汽车销售量下降，2011年产险市场没能延续保费的高速增长，前4个月整个行业实现原保费收入1595亿，同比增长15.1%，虽远低于去年同期35.0%的水平，可以看出产险保费增速正稳步回升。

此外，预计今年综合成本继续下降，已赚保费增速会比原保费收入增速高15%（例如原保费收入增速15%，预计已赚保费收入达到30%，这是由于未到期责任准备金按1/365释放，已赚保费受上一年高增速的影响），我们预计产险业绩增速达到30%。

图 6：产险全行业保费收入情况（亿元）

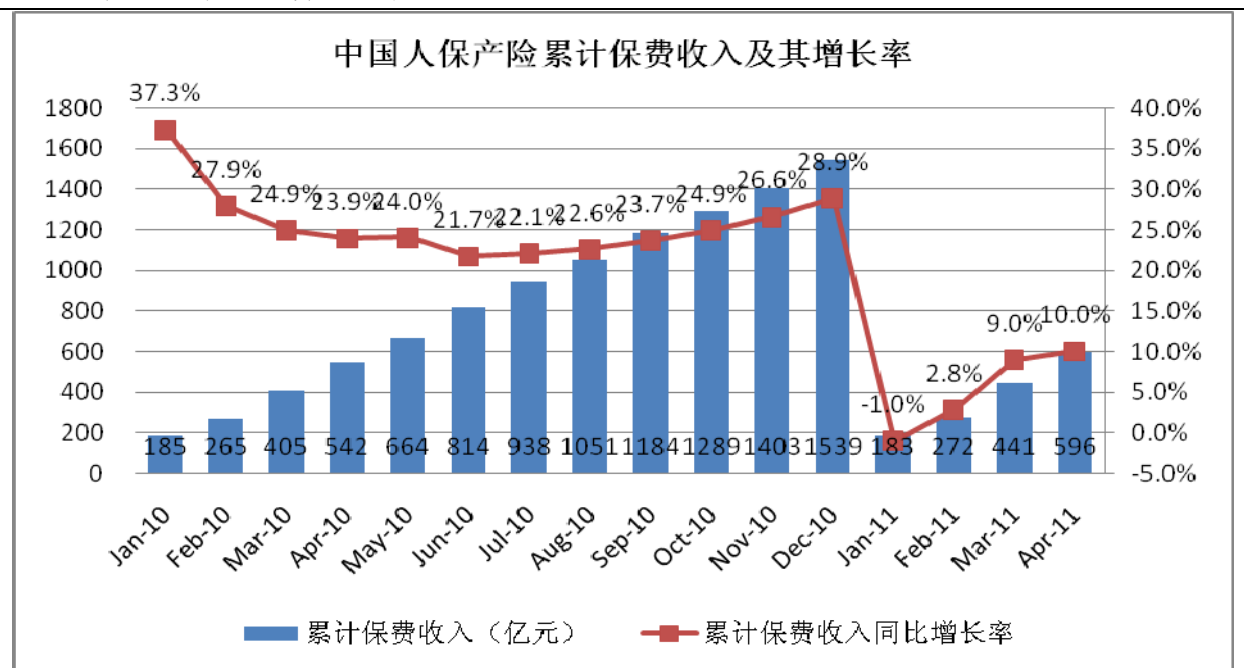


数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

2011年前4个月，中国人保、中国平安和中国太保分别实现产险保费收入596亿元、273亿元和217亿元。

同行业总趋势一样，中国人保产险累计保费增速也正在稳步回升，累计保费增速从1月份的-1.0%增加4月份的10.0%。

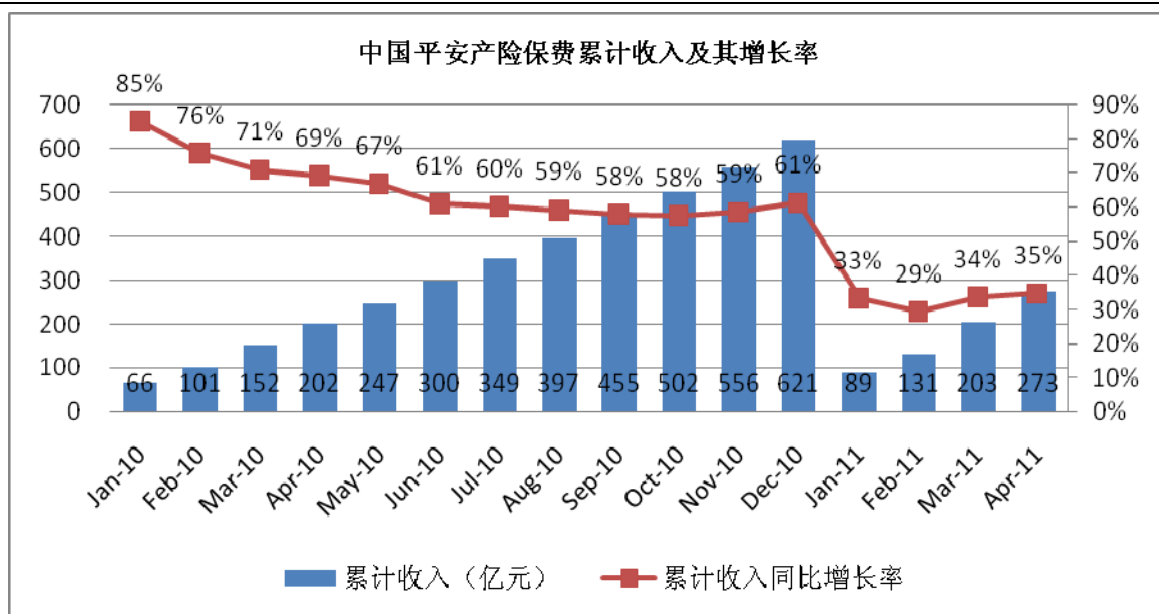
图 7：中国人保产险保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

平安产险保费同比增速尽管下跌不少，但3月份保费增速仍有35%，是三家公司里增速最高的，**预计2011年原保费增速35%，已赚保费增速达到50%，产险业绩同比增长达到50%。**

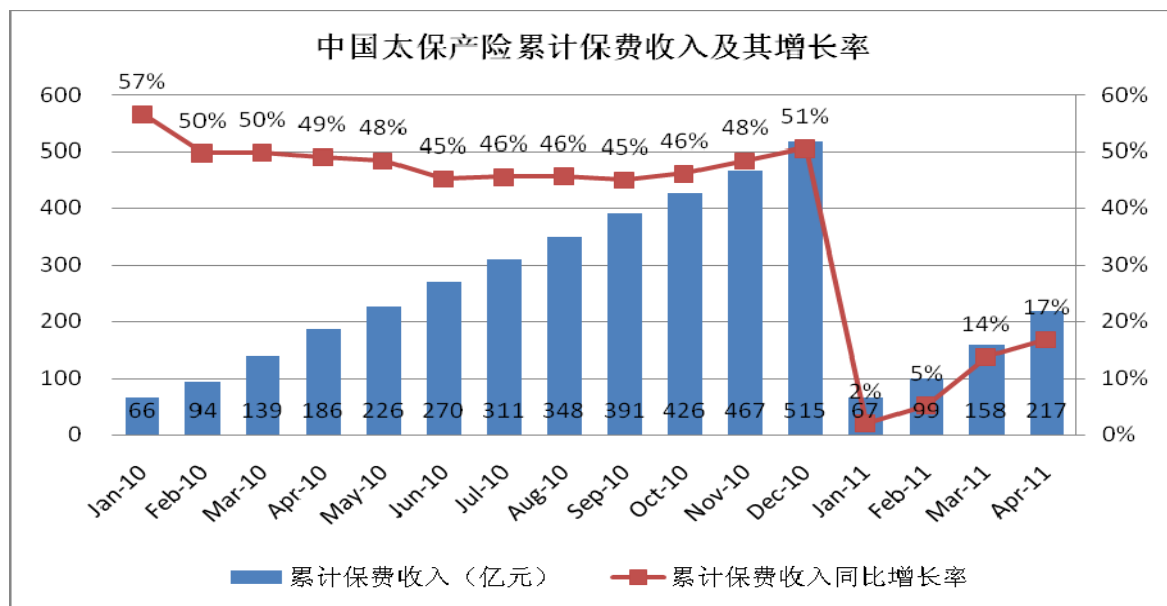
图 8：中国平安产险保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

4月份太保产险保费同比增长17%，对比上月情况有所好转，保费增速高于行业龙头中国人保。**预计2011年原保费收入增速15%，已赚保费收入达到30%，产险业绩增速达到30%。**

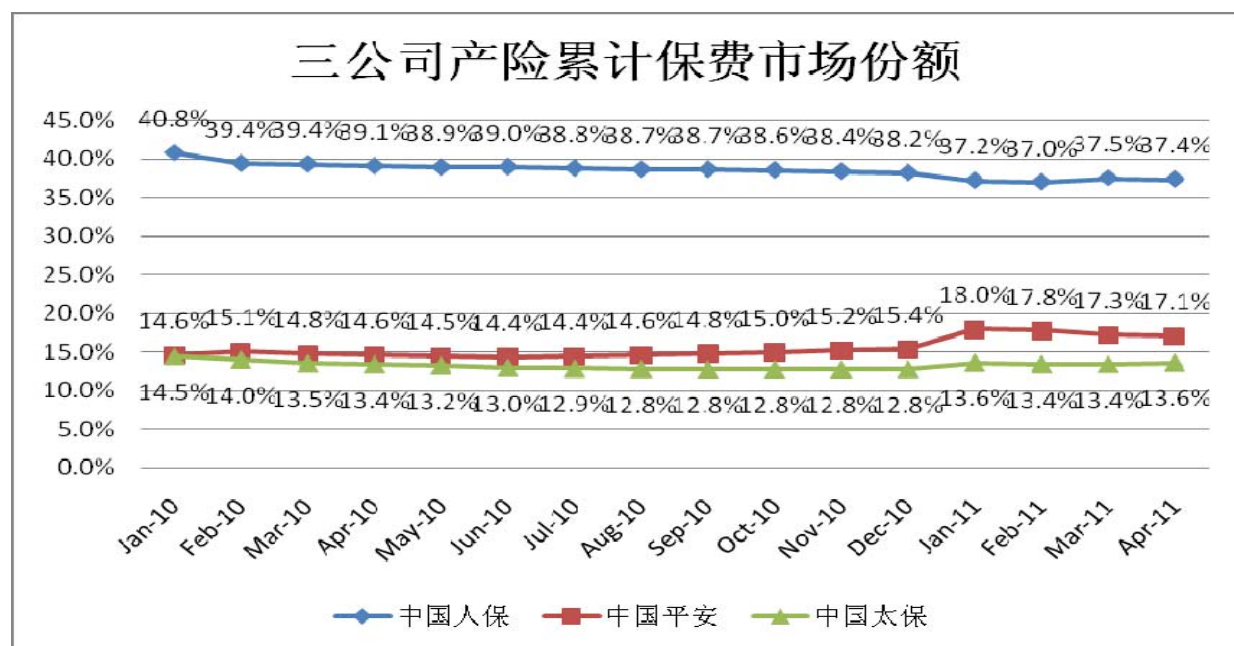
图 9：中国太保产险保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

从市场份额情况看，今年中国人保前两个月下滑较大，不过三四月份有所回升，截至4月份的市场份额为37.4%。中国平安产险2011年前4月份市场份额为17.1%，高于去年年底的15.4%。2011年前4个月，中国太保市场份额基本维持稳定，目前市场份额为13.6%，高于前年年底的12.8%。三家主要产险公司在产险市场的市场份额合计达到68.1%。

图 10：主要产险公司市场份额变化

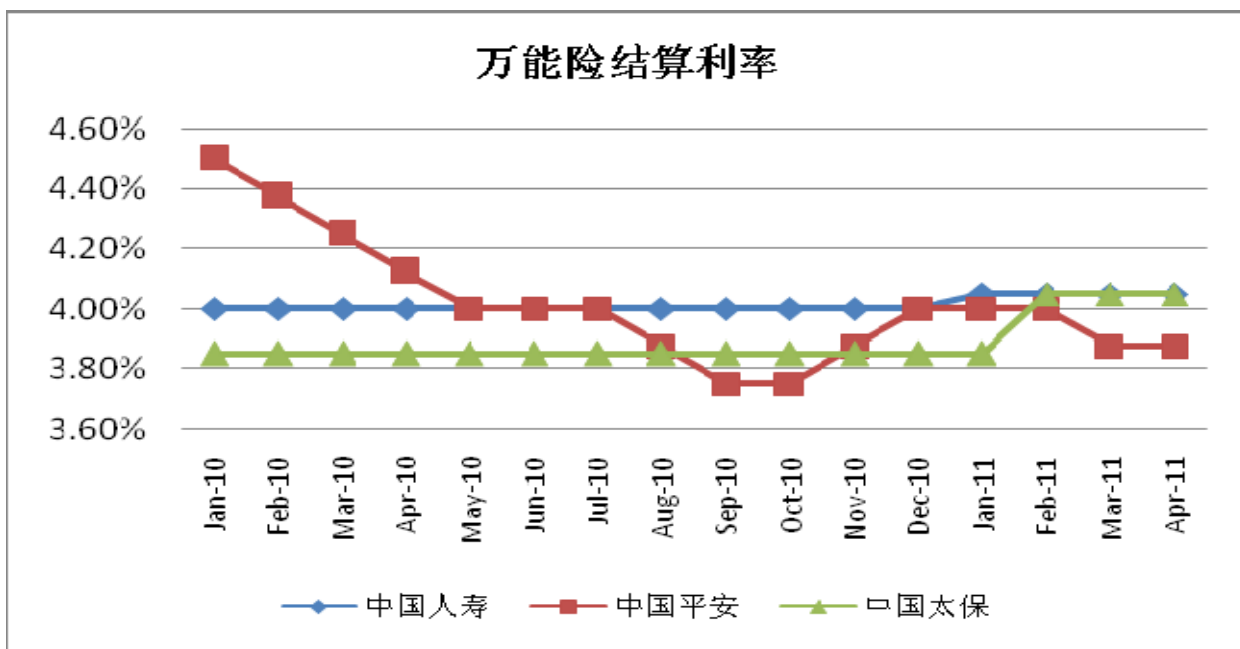


数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

（三）万能结算利率变化

2011年4月份股市保持平稳微跌态势，沪深300指数月跌幅为-1.0%，但市场的加息预期较高，但中国平安在3月份将万能险结算利率从4.00%调到3.875%，中国人寿和中国太保均维持原有4.05%和4.05%的结算利率。中国目前的通胀压力依然很大，央行已于4月8日再次加息，并于4月17日和5月12日两次上调准备金率，目前三年期和五年期存款利率已经分别达到4.75%、5.25%，准备金率上升至20.5%。

图 11：三家上市公司万能险结算利率



数据来源：保监会网站、广发证券发展研究中心

由于今年开始保监会规定各家保险公司必须披露通过保单分拆和重大风险测试之后的保费，因此，从公司层面来看销售万能险的热情也在减退。三家公司中，万能险占比最大的中国平安规模保费确认为保费收入的比率从去年底的58.9%上升3月底的74.8%（4月底的保费确认率为71.1%，较3月底有所下降，这是由于4月份销售了较多的万能险，不过我们预计这并不是增加万能险销售热情的信号，因为中国平安逆市下调万能险结算利率足以说明其销售万能险热情的降低），主要原因就在于公司减少了万能险的销售力度，因此公司未来万能险结算利率与基准利率保持同步上调的动力不大。

二、保险资管公司经营范围扩大

2011年4月20日，保监会发布《关于调整<保险资产管理公司管理暂行规定>有关规定的通知》，扩大了保险资产管理公司的经营范围，放宽了成立所需的保险从业年限，加强了偿付能力的要求等。

（一）主要调整内容

(1) 扩大保险资产管理公司的经营范围，允许管理非保险类资产和开展保险资产管理业务，允许保险资产管理公司设立子公司从事专项资产管理业务。原第三条规定“保险资产管理公司是指经中国保监会会同有关部门批准，依法登记注册、受托管理保险资产的金融机构”，调整为“保险资产管理公司是指经中国保监会会同有关部门批准，依法登记注册、受托管理保险等资金的金融机构”。原第二十九条规定保险资产管理公司经营范围是“（一）受托管理运用其股东的人民币、外币保险资金；（二）受托管理运用其股东控制的保险公司的资金；（三）管理运用自有人民币、外币资金；（四）中国保监会批准的其他业务；（五）国务院其他部门批准的业务”，调整为“（一）受托管理委托人委托的人民币、外币资金；（二）管理运用自有人民币、外币资金；（三）开展保险资产管理产品业务；（四）中国保监会批准的其他业务；（五）国务院其他部门批准的业务”。有关涉及保险资产管理公司设立分支机构的规定，调整为“保险资产管理公司设立子公司，从事专项资产管理业务，由中国保监会依据有关法律法规研究制定”。

(2) 放宽保险资产管理公司设立所需的保险经营年限，提高总资产和偿付能力要求。原规定“设立保险资产管理公司应至少有一家股东或者发起人为保险公司或者保险控股（集团）公司”，调整为“设立保险资产管理公司，主要发起人应当为保险集团（控股）公司或者保险公司”；原规定保险集团（控股）公司或保险公司的经营年限要求，由“经营保险业务8年以上”调整为“经营保险业务5年以上”；偿付能力和总资本的要求，由“符合保监会规定的偿付能力要求，总资产不低于50亿元，其中保险控股（集团）公司和经营有人寿保险业务的保险公司总资产不低于100亿元”，调整为“偿付能力不低于150%，总资产不低于100亿元人民币，保险集团（控股）公司的总资产不低于150亿元人民币”；保险资产管理公司注册资本最低限额由“3000万元人民币或者等值的自由兑换货币”，调整为“1亿元人民币或者等值的自由兑换货币”。

（二）长远来看调整将利好于保险业

保险资产管理公司经营范围的扩大以及允许设立子公司从事专项资产管理，将促使其发展成为规模更大、资金来源更广、投资方向更多的资产管理公司，将增加保险公司的利润来源。不过我们也看到，提高偿付能力和总资产要求以及只是允许子公司从事专项资产管理，体现了对风险的控制。

三、变额年金试点，养老税收递延政策可期

2011年5月10日，保监会发布《关于开展变额年金保险试点的通知》，规定了变额年金的试点范围、销售额度以及对试点变额年金的保险公司的要求等。

（一）变额年金产品简介

“变额年金保险，是指保单利益与连结的投资账户投资单位价格相关联，同时按照合同约定具有最低保单利益保证的人身保险。”变额年金保险有三大特点：第一，变额年金保单利益与连结的投资账户投资单位价格相关联；第二，“变额

年金保险应当约定年金给付保险责任，或提供满期保险金转换为年金的选择权”；第三，变额年金具有最低保单利益保证，最低利益保证可以是最低身故利益保证、最低满期利益保证、最低年金给付保证和最低累计利益保证。变额年金与投资连结保险最大的不同在于变额年金有最低保单利益保证。在收取费用方面，除了可以收取投资连结保险允许收取的费用外，还可以收取保证利益费用。

以台湾人寿鑫富变额年金保险为例，投保人每期可以按照投保时约定的计划保险费额度缴费（例如每年 60000 元），也可以交单笔额外保险费；投保人可以将所交的保险费投资于各种基金，包括各种共同基金和指数基金（这些基金可以是股票型、平衡型和债券型，投资的区域可以是全球、某个国家或者区域），投保人可以选择多支基金进行投资（每支基金投资额不得少于总保单现金价值的 10%），也可以随时将资金在各个投资账户间转移；积累期结束后，投保人可以选择一次领取、终身领取（最高领取至 110 岁）或者保证领取期限（保证期 20 年）；每期领取的金额随投资收益变化；如果投保人在年金给付开始前身故，身故给付为保单账户现金价值与投保时约定的身故保额之和，如果投保人在年金给付开始后身故，身故给付为保单账户现金价值。

（二）变额年金试点办法谨慎，市场等待税收递延政策出台

该通知规定了参与变额年金保险试点的保险公司应具备的条件，以及变额年金保险销售人员应满足的条件，显示了保监会对开展变额年金试点的谨慎态度。试点期间，变额年金保险销售区域仅限北京市、上海市、广州市、深圳市、厦门市，保险公司不得超出试点区域销售。另外还有两个较强的限制：“试点期间，一家保险公司仅限申报一个变额年金保险产品”；“销售额度不得超过保险公司最近季度末偿付能力报告中实际资本的 4 倍与 80 亿元的较小者。”

对于三家上市保险公司来说，试点期间最多只能申报一种变额年金产品，并且销售额度不得超过 80 亿元，这两个限制使得就目前情况，变额年金仍不会对三家上市公司的保费收入增加起到可观的作用。

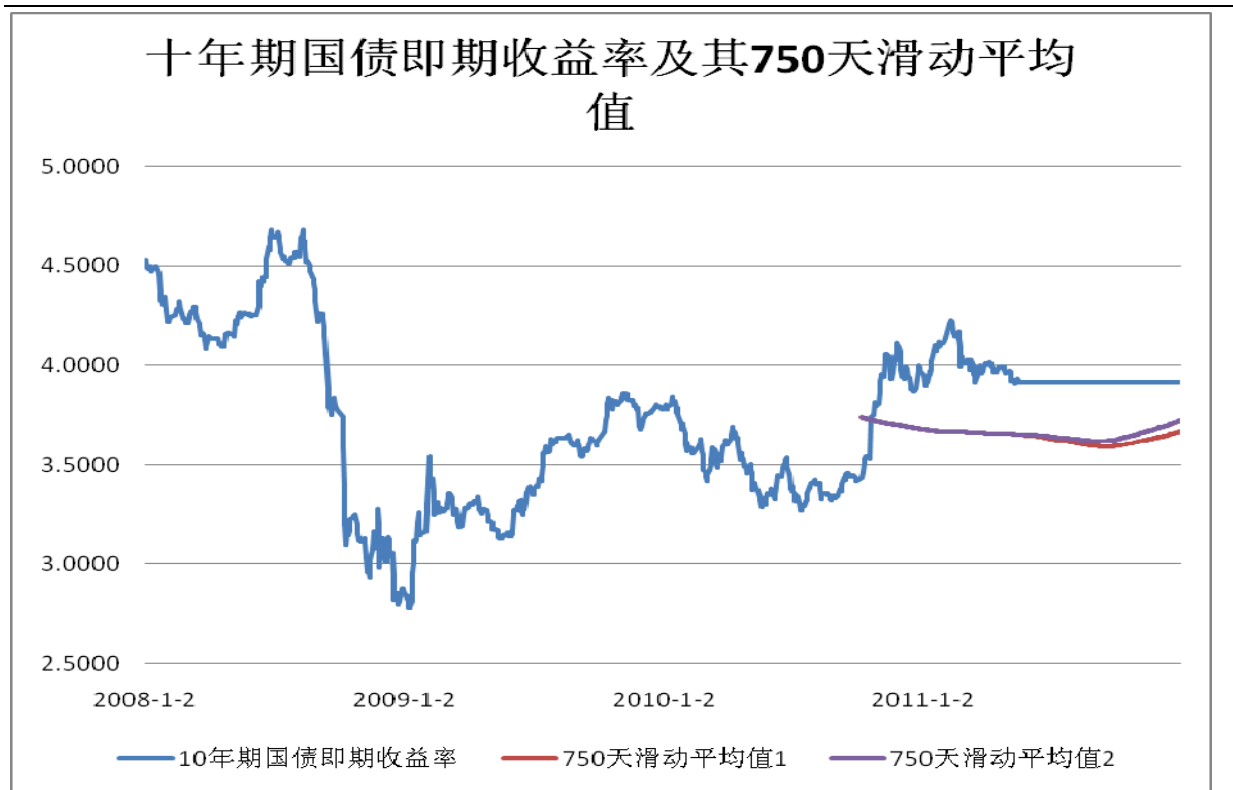
不过在欧美成熟的保险市场中，变额年金早已成为非常主要寿险产品之一，占寿险的比重在 30% 以上。占比如此之大的原因在于：税收优惠；可以满足投资、最低保证、养老等需求；相对其他理财来说更具竞争力的投资回报率。随着我国养老年金保险的税收递延政策的出台，变额年金必然会成为主要寿险产品之一，长期来看发展空间很大。

四、准备金评估利率的变化对准备金的影响

寿险准备金评估利率是即期国债收益率 750 个工作日的滑动平均值。由于 08 年后半年即期国债收益率大幅下跌，750 个工作日的滑动平均后，这个下跌趋势使得 2011 年寿险准备金评估利率先下降后上升。假设 2011 年内的国债收益率维持现有水平不变，拐点将出现在今年 9 月份，之后进入上升通道，年末的准备金评估利率将高于前三季度末的评估利率，略低于 2010 年末的评估利率。在 2011 年国债收益率将维持现有水平的假设下，年末准备金评估利率将比一季度末高出 1 个基点，仍将低于 2010 年底 1 个基点。不过合理的预期是今年央行将再次加息，假设 6 月份将加息 25 个基点，并且加息将使得国债收益率上升同样的幅度，在此

假设下，我们预计 2011 年末准备金评估利率将比一季度末高出 6 个基点，将比去年年底高出 4.3 个基点，这将对中国人寿、中国平安、中国太保 2011 年净利润有正的贡献，对三家公司的净利润增长率分别贡献 6.6%、7.6%、12.34%。

图 12: 评估利率与 10 年期国债利率预期变动



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

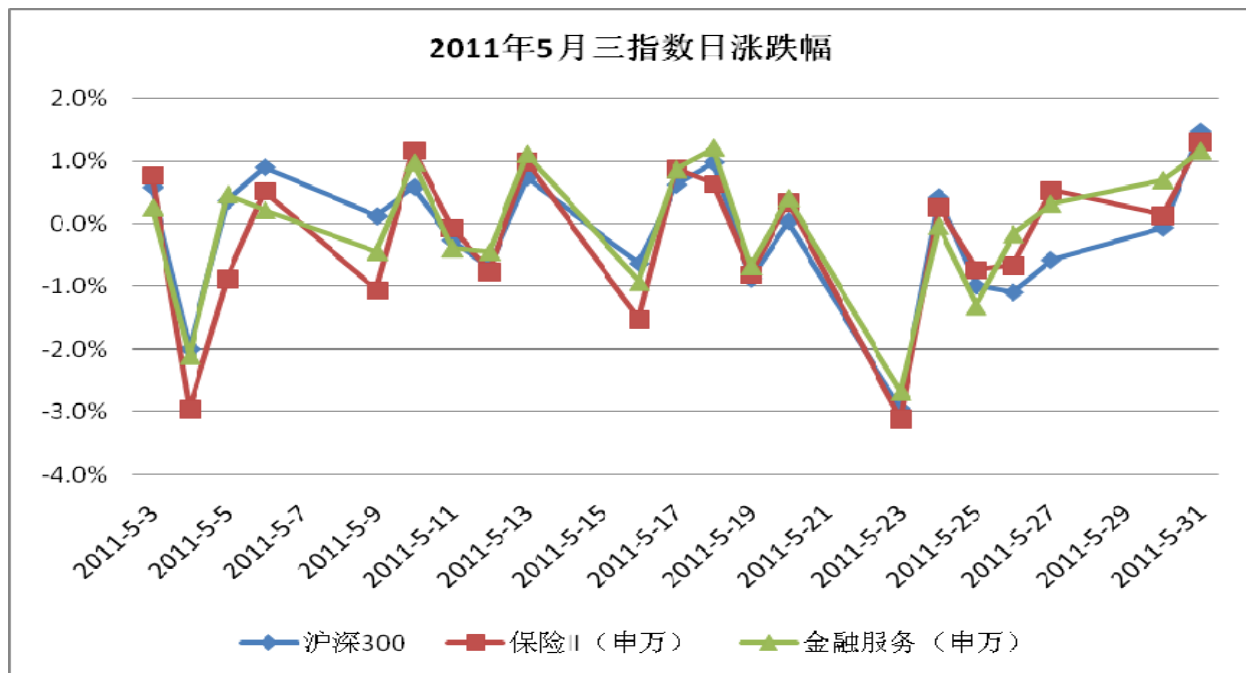
注: 图中750天滑动平均值1是假设从现在开始到2011年底国债收益率保持不变的情况下的曲线, 750天滑动平均值2是假设从2011年6月1日开始加息25个基点, 并且使得国债收益率也上升25个基点的情况下的曲线。

五、资本市场表现与估值比较

(一) 行业指数与沪深300比较

1. 保险行业日涨跌幅与沪深300比较

图 13: 5 月份保险行业与金融行业、沪深 300 日涨跌幅比较 (%)

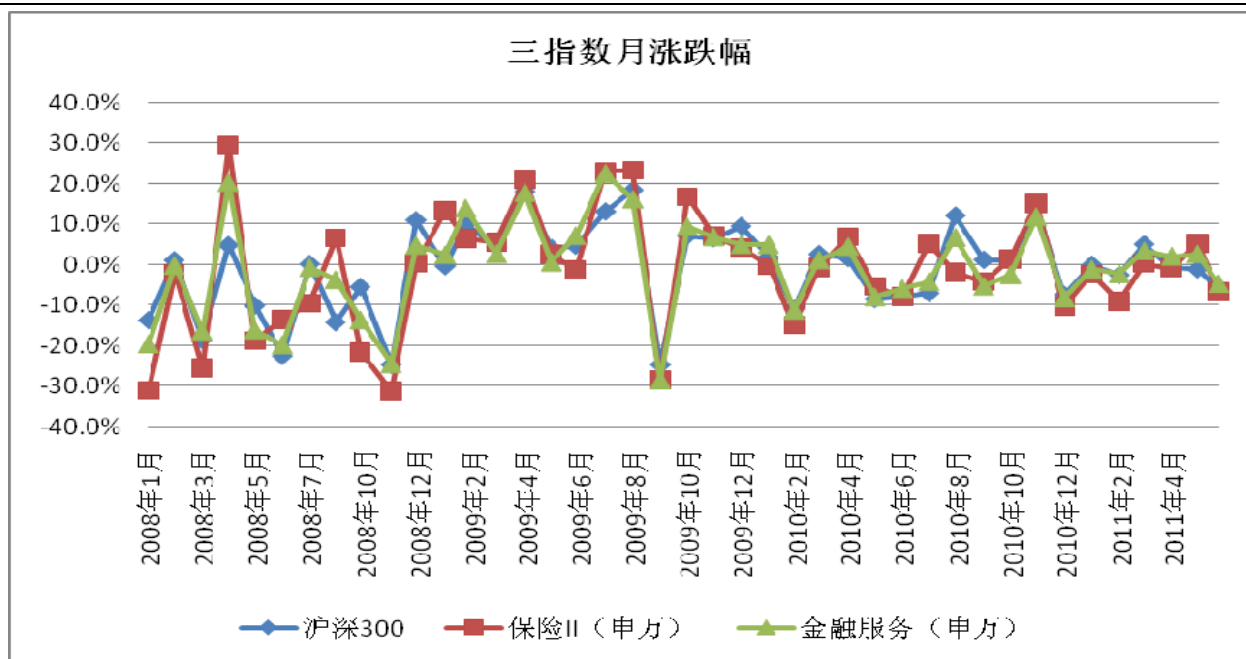


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

5月份保险股的走势略弱于大盘,主要原因在于保费收入同比增速较为缓慢影响投资者热情。总体上来看,保险股在5月份的单月下跌6.62%,沪深300指数下跌5.99%,整个金融行业板块跌幅4.7%。从这个月保险股的表现可以看出,大盘整体下跌以及保费增速缓慢等原因导致保险股仍旧跑输大盘和整个金融板块。

2. 保险行业与金融行业、沪深300月涨跌幅比较

图 14: 保险行业与金融行业、沪深 300 月涨跌幅比较 (%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

从2008年1月到2011年5月保险股与金融板块、市场指数的表现来看，保险行业指数与沪深300指数的走势高度一致，贝塔值为1.062，在金融板块中介于银行和证券之间，从历史波动率的角度来看，表现同样如此。

表 1: 2008 年 1 月-2011 年 5 月保险行业资本市场表现与对比

	沪深 300	金融服务	银行	证券	保险
贝塔- β	1.00	1.0517	0.9441	1.1831	1.0620
波动率- σ	10.79%	11.65%	11.03%	17.33%	14.47%

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

(二) 保险行业估值比较

1. 主要估值指标预测

表 2: 主要估值指标预测

	日期	EPS	BVPS	每股内含价值	每股新业务价值
中国人寿	2011E	1.32	8.30	11.81	0.81
中国平安	2011E	3.02	17.28	30.74	2.33
中国太保	2011E	1.48	10.47	14.43	0.85

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 主要估值指标月度数据对比

表 3: 主要估值指标月度数据对比 (2011 年 5 月 31 日股价)

	2011PE	2011PB	2011P/EV	2011 年新业务价值倍数
中国人寿	14.50	2.30	1.62	9.02
中国平安	16.10	2.82	1.58	7.70
中国太保	14.93	2.11	1.53	9.04
	2012PE	2012PB	2012P/EV	2012 年新业务价值倍数
中国人寿	12.60	2.03	1.43	6.19
中国平安	14.03	2.39	1.35	4.53
中国太保	12.92	1.86	1.35	5.61

数据来源: 广发证券发展研究中心

从上述估值指标可以看出，中国平安在新业务价值倍数方面具备优势，也就是说隐含的新业务增长能力比较大。主要得益于公司新业务价值增长较快。而从市盈率角度看，中国人寿的市盈率最低。

六、投资建议

在国家采取措施控制物价，调控通胀的决心下，加息的预期一直都会存在，尽管自2010年下半年以来，央行4次加息、6次调整准备金率，但是控制通胀的成效并不显著，今年1月CPI同比上涨4.9%，3月的CPI则达到5.4%的高位，4月份为5.3%，稍有回落，但仍居高位。为了严控物价，央行动用加息控制通胀的做法很可能会

再次被使用，加息基本不可避免，对于保险公司而言将是明显利好。

保险公司业绩稳定，国内保险市场潜力巨大，目前在估值上也具备优势。而且从投资属性的角度来看，保险股具有较高的贝塔值，一旦行情启动，将成为保险股上涨的有力催化剂。

维持保险行业的买入评级，考虑到评估利率弹性与预计10月份养老税收递延产品在上海推出，我们重点推荐中国太保。

七、风险提示

（一）重大灾害风险

在缴纳保费一定的情况下，如果疾病，死亡，灾害出现的较少，保险公司当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害（包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件），保险公司的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响，带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

（二）资本市场波动风险

股权型资产价格取决于市场，市场的大幅波动会对公司业绩有较大影响。

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

保险行业月度报告（2011-04）_行业跟踪分析报告	曹恒乾	2011-04-20
保险行业 2011 年二季度投资策略_行业跟踪分析报告	曹恒乾	2011-03-28
保险业(010911)_行业跟踪分析报告	曹恒乾	2011-03-14

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。