

保险：2011 年中报综述

2011 年 9 月份月报

保险 领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2011-09-07

报告关键点：

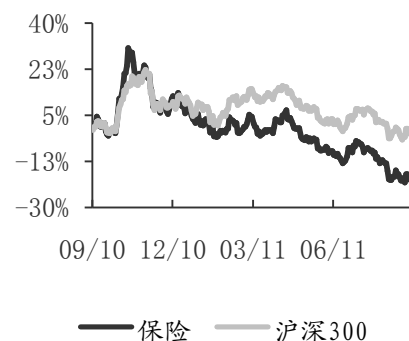
- ☞ 三家公司的净利润表现差异较大
- ☞ 太保的寿险保费增速相对较快
- ☞ 财险的综合成本率处于低位
- ☞ 投资收益率升降不一

报告摘要：

- **平安净资产表现最佳。**截至上半年末国寿、平安、太保的净资产分别为1971亿元、1343亿元和798亿元，与年初相比分别环比增长-6%、20%和-1%。平安的净资产不降反升的原因主要在于公司定向发行股票募集了161亿元资金。考虑分红、募资和准备金假设调整等因素后，国寿、平安、太保2011年中期末的净资产与年初相比分别环比增长0.6%、8.7%和2.9%，平安的净资产表现最佳。
- **三家公司的净利润表现差异较大。**2011年上半年国寿、平安、太保的净利润分别同比增长-28%、33%和45%，三家公司净利润增速差异较大的原因主要在于：1、国寿上半年的总投资收益率同比有所下降而平安和太保均有所提升；2、太保、平安的非寿险业务的利润同比增速较快；3、国寿和平安增提准备金相应减少了税前利润，而太保则是减提了准备金从而增加了税前利润。
- **太保的寿险保费增速相对较快。**从标准保费来看，上半年太保的增速是最快的，为24%，国寿只同比增长了7%，平安则负增长了13%，标准保费的较快增长使得太保上半年的新业务价值增速在三家公司中是最快的，为18.3%。从保费质量来看，平安相对较好，其上半年首年保费中期交保费占比达到51%，较同期的国寿和太保高出不少，平安的APE Margin也较去年同期提升了7个百分点至34%，而国寿和太保与去年同期相比变化不大。
- **财险的综合成本率处于低位。**2011年上半年，财险业务利润增幅最大的是平安财险，利润同比增幅达到148%，人保财险、太保财险和太平财险也分别同比增长了97%、54%和27%。这主要受益于综合成本率的下降：2011年上半年，人保财险、太保财险、平安财险和太平财险的综合成本率分别为92.5%、91.1%、92.9%和98.4%，和去年同期相比分别下降了4.2个、3.4个、3.6个、1.5个百分点；同时财险保费的增长仍处于快车道之中。近期保监会就车险条款、费率的改革征求了意见，预计财险行业高盈利的时代或将结束，但我们也不至于过度悲观，行业98%左右的综合成本率或可维持。
- **投资收益率升降不一。**2011年上半年，从总投资收益率来看，依然是国寿最高，为4.5%，这应该与公司浮盈的释放有关；太保和平安的总投资收益率分别为4.4%和4.2%。与去年同期相比，国寿的总投资收益率较去年同期下降了50多个BP，平安和太保则分别提升了50个BP和10个BP。资产组合方面，2011年上半年权益类资产占比最高的是国寿，为13.4%，虽然上半年国寿下调了权益类资产的比重，而平安和太保分别提高了权益类资产的占比1.7个百分点和1个百分点，但国寿的权益类资产占比仍然高于太保和平安。
- **维持保险行业领先大市-A的投资评级。**保险行业的估值水平目前处于历史低点，且预计进入4季度评估利率曲线将转为上行从而释放保险公司利润，我们维持保险行业领先大市-A的投资评级。不过，在负利率环境下，保费收入和储蓄存款一样面临被脱媒的压力，这或将在较长时间内制约保险股向上的弹性。
- **风险提示：**市场环境发生大的变化；保费增速持续低迷。

首选股票	目标价	评级
601318 中国平安	55.0	增持-A
601601 中国太保	26.0	增持-A

12 个月行业表现


 杨建海
 021-68765375
 执业证书编号

 首席行业分析师
 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

贺立

 021-68767803
 heli@essence.com.cn

前期研究成果

保险：学习社保好榜样	2011-06-23
保险：新规或为变额年金铺路	2011-04-11
保险：2010 年年报综述	2011-04-08

1. 中报业绩概览

1.1. 净资产

截至 2011 年上半年末，国寿、平安、太保的净资产分别为 1971 亿元、1343 亿元和 798 亿元，与年初相比分别环比增长-6%、20%和-1%。除平安外，太保和国寿的净资产均环比有所下降；平安的净资产不仅没有下降，反而环比增加较多的原因主要在于公司在 2 季度向金骏公司定向发行股票募集了 161 亿元资金。

考虑分红、募资和准备金假设调整等因素后，2011 年中期末，国寿、平安、太保的净资产分别为 2100 亿元、1217 亿元和 826 亿元，与 2010 年末相比分别环比增长 0.6%、8.7%和 2.9%，平安的净资产表现最佳。

表 1 平安的净资产表现最佳

	中国人寿	中国平安	中国太保
2010 年末	208,710	112,030	80,297
2011Q1 (调整前)	213,530	118,893	82,819
分 红	0	0	0
募 资	0	0	0
准备金假设调整	0	0	0
2011Q1 (调整后)	213,530	118,893	82,819
QoQ	2.3%	6.1%	3.1%
2011H (调整前)	197,051	134,334	79,809
分 红	11,306	3,058	3,010
募 资	0	-16,134	0
准备金假设调整	1,622	471	-230
2011H (调整后)	209,979	121,729	82,589
QoQ	-1.7%	2.4%	-0.3%
与 2010 年末比	0.6%	8.7%	2.9%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

1.2. 净利润

2011 年上半年，国寿、平安、太保、人保和太平实现归属于母公司股东的净利润分别为 130 亿元、128 亿元、58 亿元、53 亿元和 7.3 亿元，同比分别增长-28%、33%、45%、97%和 20%。

三家 A 股上市保险公司中，太保、平安的净利润增速均较快，但国寿却同比负增长了近 30%，三家公司业绩出现较大差异的原因主要在于：

1、总投资收益率的变化趋势不一致。国寿今年上半年的总投资收益率只有 4.5%，与去年同期的 5.06%相比出现了较大的下降，而平安和太保今年上半年的总投资收益率较去年同期均有所提升。上半年国寿的总投资收益只同比增长了 2%，但平安和太保的总投资收益分别同比增长了 50%和 16%。

2、非寿险业务的利润同比增速较快。财险业务上半年的利润增速较快，如人保财险上半年净利润同比增长了 97%；仅从承保利润来看，上半年太保和平安的产险承保利润也分别同比大幅增长了 120%和 188%；对于平安来说，其银行业务贡献的利润在上半年也同比增长了 117%。在太保和平安的集团利润中，非寿险业务上半年的利润大幅增长，其占比也出现了明显的提升，这是太保和平安的利润增幅高于国寿的重要原因。

3、三家公司均调整了提取准备金的相关假设，其中国寿和平安分别增提了 16.22 亿元和 4.71 亿元的准备金并相应减少了税前利润，而太保则是减提了 2.3 亿元的准备

金从而增加了税前利润，准备金变动方向的不同及提取金额的差异也是上半年三家公司利润增幅出现差异的原因之一。

表 2 净利润同比增速差异明显

	2011H	2010H	同比增速
中国人寿	129.6	180.3	-28%
中国平安	127.6	96.1	33%
中国太保	58.2	40.2	45%
人保财险	52.9	26.9	97%
中国太平	7.3	6.0	20%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：亿元

表 3 总投资收益率的同比增减变化存在差异 (%)

	2010H	2011H
中国人寿	5.06	4.50
中国平安	3.70	4.20
中国太保	4.30	4.40

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 4 三家公司总投资收益的同比增幅差异

	中国人寿		中国太保		中国平安	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
投资收益	35,866	32,371	11,773	9,108	18,177	11,765
联营企业收益	1,169	1,070	16	-22	1,159	282
公允价值变动	201	-382	-87	1	-386	-724
资产减值准备	-3,600	-320	-1,168	-65	-1,129	-413
总投资收益	31,298	30,599	10,502	9,066	15,503	10,346
同比增幅	2%		16%		50%	

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：总投资收益=投资收益-联营企业收益+公允价值变动+资产价值准备

单位：百万元

表 5 产险的承保利润大幅增长

	2010H	2011H	YoY
太保产险	891	1,959	120%
平安产险	727	2,090	188%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：根据综合成本率计算承保利润

单位：百万元

表 6 平安的非寿险业务利润大幅增长、占比大幅提升

	2010H	2011H	YoY	2010H 占比	2011H 占比
寿险	6,551	6,762	3%	66%	52%
财险	1,088	2,693	148%	11%	21%
银行	1,104	2,397	117%	11%	18%
其他	1,123	1,146	2%	11%	9%
合计	9,866	12,998	32%	100%	100%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

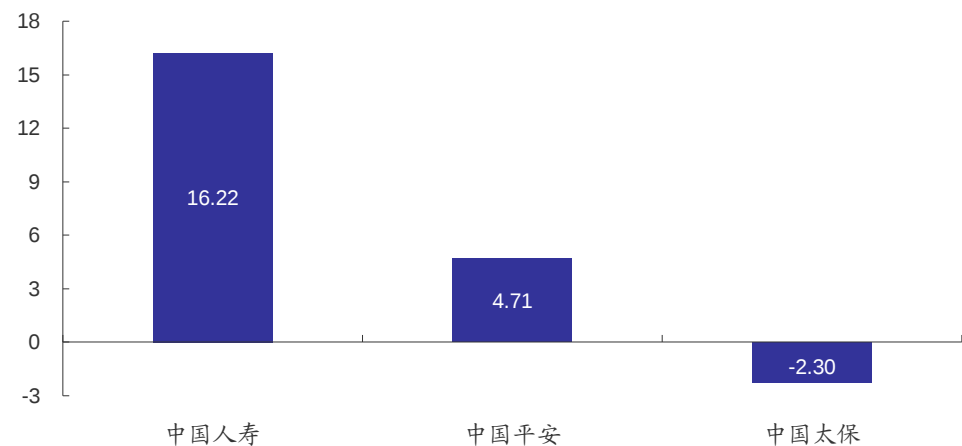
表 7 太保的非寿险业务利润大幅增长、占比大幅提升

百万元	金额		YoY	占比	
	2010H	2011H		2010H	2011H
寿险	2,174	2,793	28%	54%	48%
财险	1,521	2,342	54%	38%	40%
其他	324	681	110%	8%	12%
合计	4,019	5,816	45%	100%	100%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

图 1 准备金的调整存在差异



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：亿元

1.3. 综合收益

综合收益包含了浮盈的变动在内，较好地反映了保险公司的实际盈利状况。2011年上半年，国寿、平安、太保的综合收益分别为-3.5亿元、92亿元和25亿元，其中国寿的综合收益同比减少了8亿元，而太保和平安则分别增长了28亿元和32亿元，太保的表现最为突出。2011年中期末，上市公司资本公积中包含的浮盈分别为-86亿元、-62亿元和-54亿元，同样是国寿的浮盈同比减少最为明显，平安和太保则分别同比增加了60亿元和33亿元的浮亏。

中国人寿的综合收益最低，主要是由于其可供出售金融资产在当期产生了较大的损失，使得公司的其他综合损失超过了公司当期的盈利，而平安和太保虽然浮亏都有所增加，但只抵消掉公司部分的利润，因此，上半年平安和太保的综合收益好于国寿。

表 8 太保的综合收益表现最为突出

	2010H	2011H	变动额
中国人寿	452	-353	-805
中国平安	6,398	9,228	2,830
中国太保	-670	2,523	3,193

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

表 9 资本公积中包含的浮盈

	2010 年末	2011H	变动额
中国人寿	4,548	-8,646	-13,194

中国平安	-196	-6,169	-5,973
中国太保	-2,098	-5,383	-3,285

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

表 10 国寿的可供出售金融资产产生的损失较大 (2011H)

百万元	可供出售金融资产产生的损失	其他综合收益	净利润
中国人寿	-19,541	-13,341	12,964
中国平安	-6,256	-3,545	12,757
中国太保	-5,477	-3,351	5,816

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

1.4. 内涵价值

2011 年中期末，国寿、平安和太保的内涵价值分别为 2965 亿元、2340 亿元和 1100 亿元。除平安由于增发股份募集资金的原因使得内涵价值较 2010 年末出现较大增长外，其他两家公司的内涵价值均较去年末略有下降。

表 11 上市公司的内涵价值表现

	2010 年末	2011H	变动
中国人寿	298,099	296,493	-0.5%
中国平安	200,986	233,966	16.4%
中国太保	110,089	110,008	-0.1%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

2. 寿险业务：太保增速相对较快

从规模保费收入来看，平安优势明显，其上半年规模保费同比增长了 21%，同期国寿、太保和太平则分别只增长了 6%、11%和-2%；首年保费方面国寿和太保分别负增长了 1%和 5%，平安则为负增长 34%；首年期交保费方面，国寿和太保表现较好，分别同比增长了 11%和 8%，但平安负增长了 11%；从标准保费来看，太保的增速是最快的，为 24%，国寿和平安分别增长 7%和-13%。

总的来说，上半年太保的标准保费增速相对较快，这使得其上半年的新业务价值增速在高于平安和国寿，为 18.3%。从保费质量来看，平安依然表现较好：上半年其首年保费中期交保费的占比达到 51%，较同期的国寿和太保高出不少；平安的 APE Margin 也较去年同期提升了 7 个百分点至 34%，而国寿和太保与去年同期相比变化不大。中国太平上半年的新业务价值增速为 18.8%，主要是由于其 APE Margin 从去年同期的 19%提升到了本期的 27%。

表 12 寿险业务主要指标对比

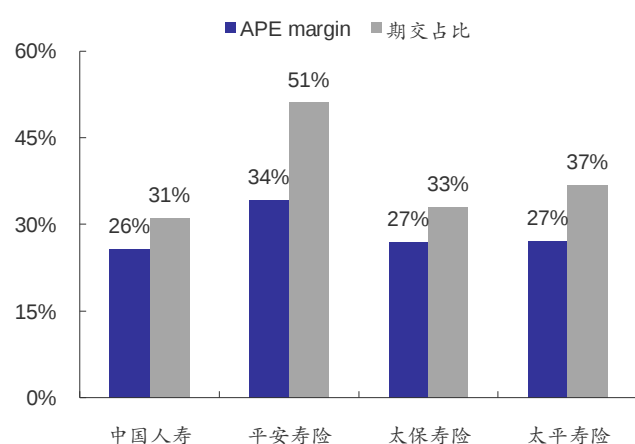
2010H	中国人寿	平安寿险	太保寿险	太平寿险
规模保费	183,614	93,125	48,959	21,336
首年保费	103,765	70,238	32,091	15,267
首年期交	28,863	26,639	9,263	4,403
标准保费	44,164	34,090	11,546	5,490
半年 NBV	11,548	8,603	3,238	1,055
2011H	中国人寿	平安寿险	太保寿险	太平寿险
规模保费	195,490	112,630	54,574	21,002
首年保费	102,770	46,610	30,353	10,759

首年期交	31,975	23,775	10,022	3,949
标准保费	47,388	29,660	14,269	4,630
半年 NBV	12,186	10,148	3,830	1,253
YoY (%)	中国人寿	平安寿险	太保寿险	太平寿险
规模保费	6%	21%	11%	-2%
首年保费	-1%	-34%	-5%	-30%
首年期交	11%	-11%	8%	-10%
标准保费	7%	-13%	24%	-16%
半年 NBV	5.5%	18.0%	18.3%	18.8%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

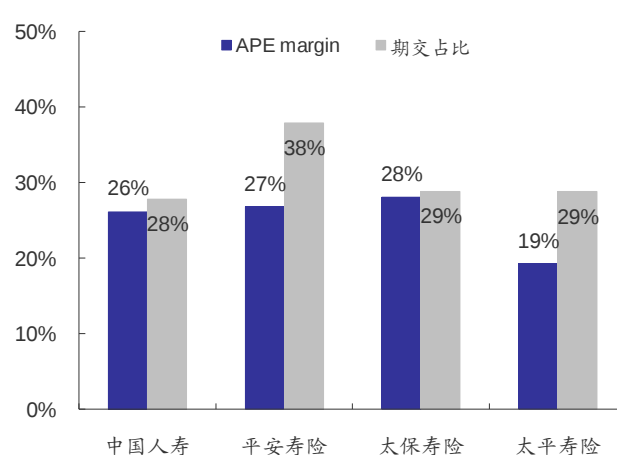
单位：百万元（太平寿险数据的单位为百万港元）

图 2 APE margin 及期交占比（2011H）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 3 APE margin 及期交占比（2010H）

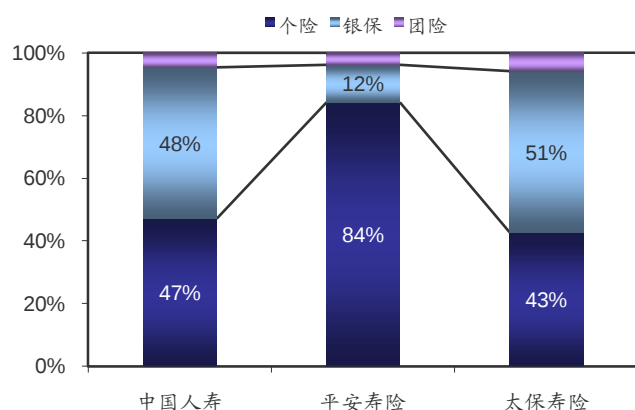


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

从渠道结构来看，上半年受监管政策及货币紧缩环境下银行吸储压力较大的影响，银保渠道的保费增速下滑，银保保费的占比有所下降而个险保费的占比则相应提升。上半年平安的个险保费占比达到了 84%，较去年提升了 5 个百分点；太保的个险渠道占比为 43%，也较去年同期提升了 5 个百分点；另外，中国人寿首次公布了其渠道占比结构，上半年其个险保费的占比为 47%，低于平安的占比但高于太保。

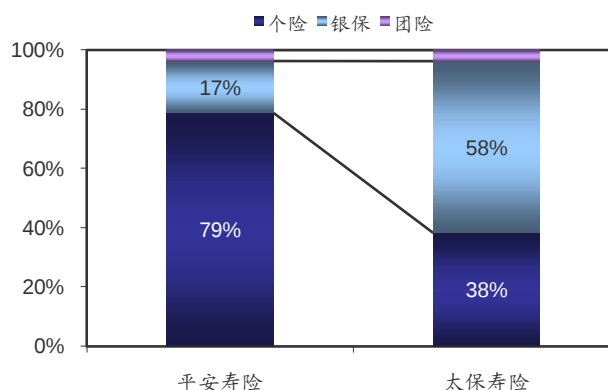
从代理人数量来看，上市公司中国寿的代理人数量较 2010 年末减少了近 5 万人，这主要由于国寿上半年清理了部分产能不达标的代理人；平安人寿、太保人寿和太平人寿 2011 年中期末的代理人数量分别为 47.46 万人，28.2 万人和 4.6 万人，比去年末分别增长 5%、1%和-9%。总的来说，寿险代理人的增长仍没有起色。

图 4 保费的渠道占比 (2011H)



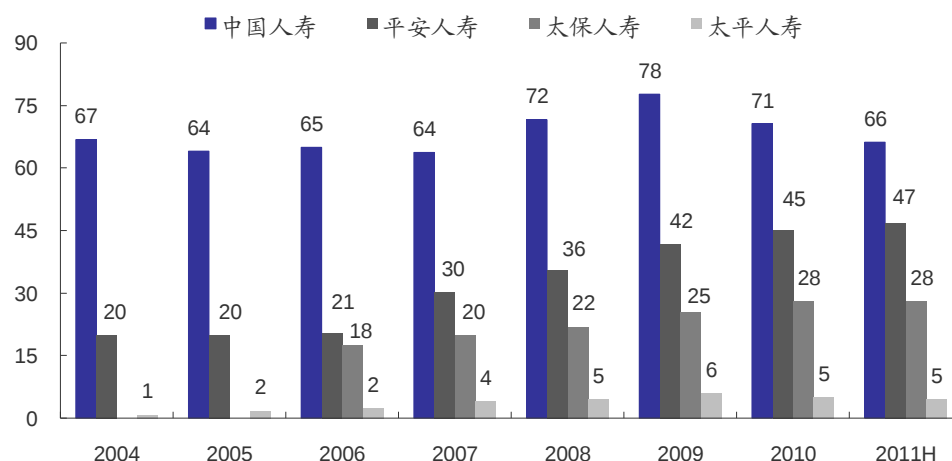
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 5 保费的渠道占比 (2010H)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 6 代理人数目增速缓慢



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：万人

3. 财险业务：综合成本率处于历史低位

2011 年上半年，财险公司突出的盈利能力得到进一步提高。上市公司中，我们将人保财险和太平财险也纳入对比范围，我们看到，2011 年上半年，财险业务利润增幅最大的是平安财险，利润同比增幅达到 148%，人保财险、太保财险和太平财险也分别同比增长了 97%、54%和 27%。

财险行业盈利能力的同比增长主要受益于综合成本率下降，同时财险保费的增长仍处于快车道之中。从综合成本率来看，2011 年上半年，人保财险、太保财险、平安财险和太平财险的综合成本率分别为 92.5%、91.1%、92.9%和 98.4%，和去年同期相比分别下降了 4.2 个、3.4 个、3.6 个、1.5 个百分点，财险行业的综合成本率处于历史上的较低水平。从保费增速来看，人保财险、平安财险、太保财险和太平财险的保费收入分别为 659 亿元、409 亿元、323 亿元和 35 亿元，分别同比增长 14%、36%、19%和 14%，2011 年上半年行业的保费增速为 17%，虽然较 2010 年全年 35%的增速有所放缓，但财险行业的保费总体来说仍处于快车道之中。另外，从上市公司的数据来看，上半年车险保费在财险保费中的占比与去年同期仍基本持平。

近期保监会就车险条款、费率的改革征求意见，我们预计财险行业较低的综合

成本率将有所提高，财险行业高盈利时代或将结束，但我们也不至于过度悲观，毕竟监管层在经历财险行业盈利恶化与好转的变化之后，积累的监管经验已较为丰富，我们认为行业 98% 左右的综合成本率或可维持。

表 13 上市公司财险业务利润同比增速较快

	2011H	2010H	同比增速
人保财险	5,288	2,686	97%
平安财险	2,693	1,088	148%
太保财险	2,342	1,521	54%
太平财险	83	65	27%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元（太平财险的单位为百万港元）

表 14 上市公司的综合成本率较低

	2009H1	2009H2	2009	2010H1	2010H2	2010	2011H1
人保财险	103.5%	101.1%	102.2%	96.7%	98.7%	97.8%	92.5%
太保财险	97.5%	97.5%	97.5%	94.5%	93.0%	93.7%	91.1%
平安财险	96.5%	100.9%	98.9%	96.5%	90.4%	93.2%	92.9%
太平财险	103.3%	112.8%	108.2%	99.9%	102.1%	101.0%	98.4%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

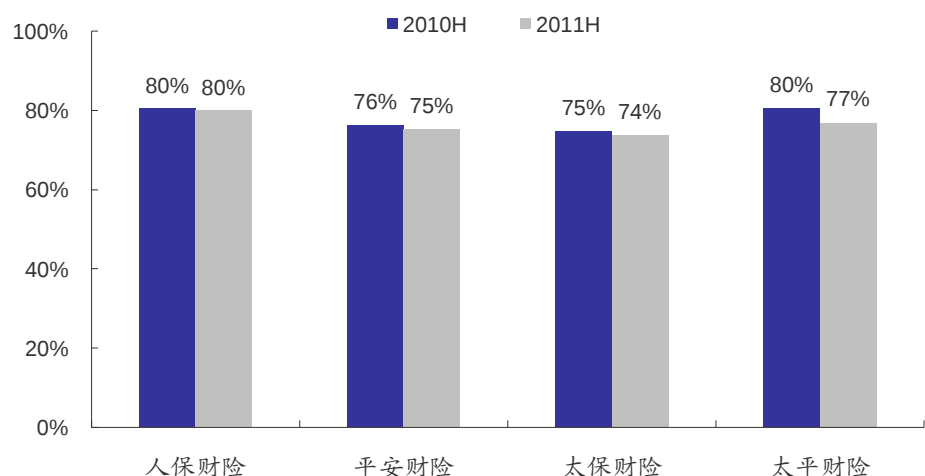
表 15 财险保费增速仍处于快速发展时期

财险总保费	2010H	2011H	YoY
人保财险	57,679	65,946	14%
平安财险	30,191	40,922	36%
太保财险	27,078	32,267	19%
太平财险	3,041	3,456	14%
财险市场	208,738	244,420	17%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元（太平财险的单位为百万港元）

图 7 上市公司的车险保费占比变化不大



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

4. 投资业务：投资收益率升降不一

2011 年上半年，从总投资收益率来看，依然是国寿最高，为 4.5%，这应该与公司浮盈的释放有关；太保和平安的总投资收益率分别为 4.4%和 4.2%，分别较国寿低 0.1 个百分点和 0.3 个百分点。与去年同期相比，国寿的总投资收益率下降明显，较去年同期下降了 50 多个 BP，平安和太保则分别提升了 50 个 BP 和 10 个 BP。

资产组合方面，2011 年上半年权益类资产占比最高的是国寿，为 13.4%，虽然上半年国寿下调了权益类资产的比重，而平安和太保分别提高了权益类资产的占比 1.7 个百分点和 1 个百分点，但国寿的权益类资产占比仍然高于太保和平安。

表 16 三家公司的投资收益率

	总投资收益率 (%)		净投资收益率
	2010H	2011H	2011H
中国人寿	5.06	4.50	NA
中国平安	3.70	4.20	4.3
中国太保	4.30	4.40	4.4

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 17 国寿的权益类资产占比依然最高

百万元	中国人寿		中国平安		中国太保	
金额	2010	2011H	2010	2011H	2010	2011H
固定收益	1,049,727	1,127,801	584,987	643,983	344,384	380,765
权益投资	195,890	194,616	74,288	95,638	51,516	63,379
现金及等价物	47,839	79,515	85,810	77,579	17,560	16,828
其他	42,705	52,449	17,868	20,871	19,925	29,541
合计	1,336,161	1,454,381	762,953	838,071	433,385	490,513
占比	2010	2011H	2010	2011H	2010	2011H
固定收益	78.6%	77.5%	76.7%	76.8%	79.5%	77.6%
权益投资	14.7%	13.4%	9.7%	11.4%	11.9%	12.9%
现金及等价物	3.6%	5.5%	11.2%	9.3%	4.1%	3.4%
其他	3.2%	3.6%	2.3%	2.5%	4.6%	6.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

5. 保费收入

5.1. 寿险保费

基于最新数据，我们对截至 2011 年前 7 月而不是前 6 个月的数据做分析。受新会计准则影响，保监会今年公布的保费数据与去年同期并不可比，但由于保监会并未公布新口径下去年同期的保费数据，我们依然计算今年各月保费的同比数据，此数据用来观察保费的变化趋势是有帮助的。2011 年 7 月，寿险行业保费收入同比增幅由上月的-6%下降至-13%；国寿、平安和太保 7 月份保费收入同比增速分别为-9%、-37%和-4%，与之前几个月相比保费增速仍在下降，寿险行业保费的增长仍不容乐观。

图 8 寿险市场 2011 年前 7 个月保费收入增速

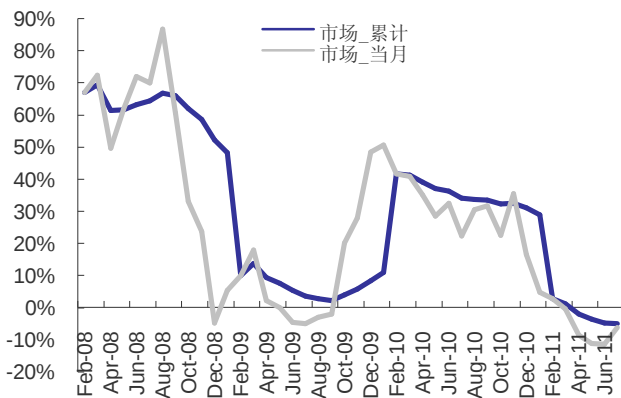
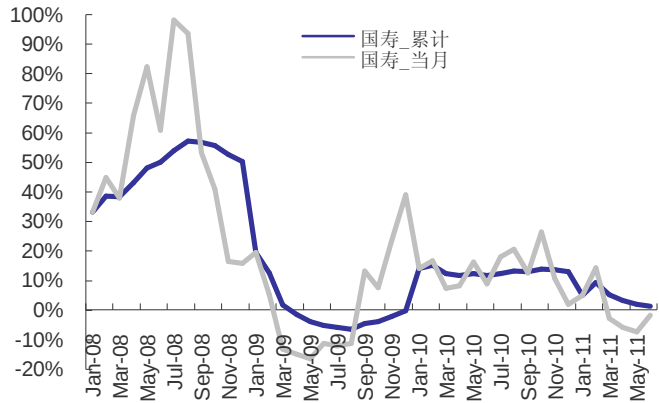


图 9 国寿 2011 年前 7 个月保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 10 平安 2011 年前 7 个月保费收入增速

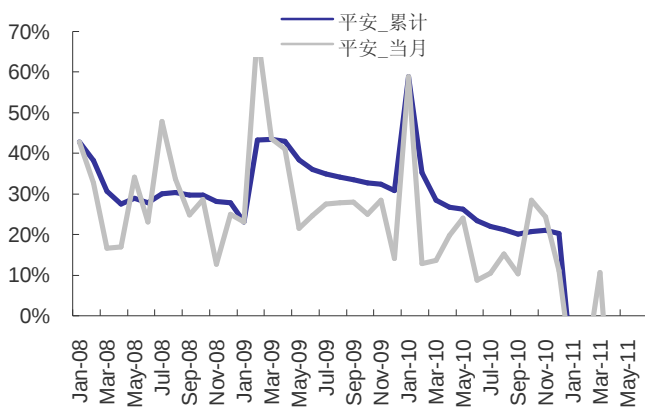
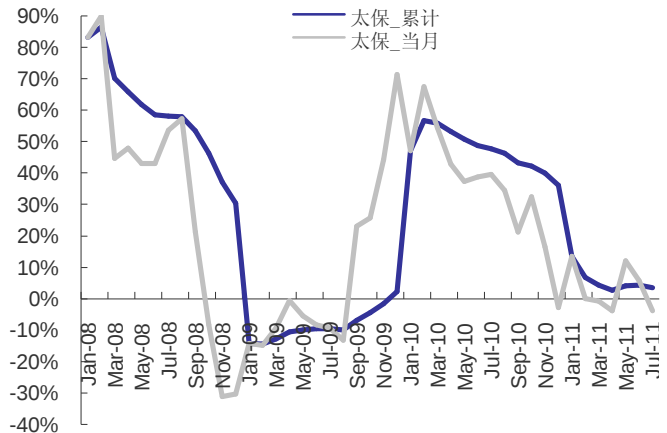


图 11 太保 2011 年前 7 个月保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

数据来源：保监会，安信证券研究中心

5.2. 财险保费

2011 年 7 月,财险行业保费收入当月的同比增速由上月的 22%下降至 15%。人保、平安和太保 7 月份保费收入同比增速分别为 9%、33%和 18%,比 6 月的同比增速分别下降 8 个、1 个和 4 个百分点。

图 12 财险市场 2011 年前 7 个月保费收入增速

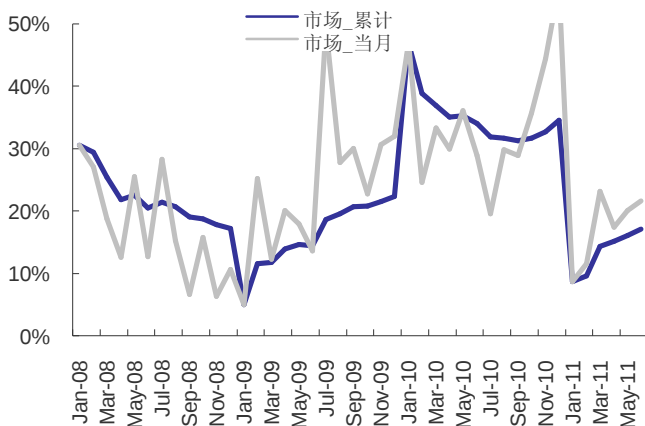
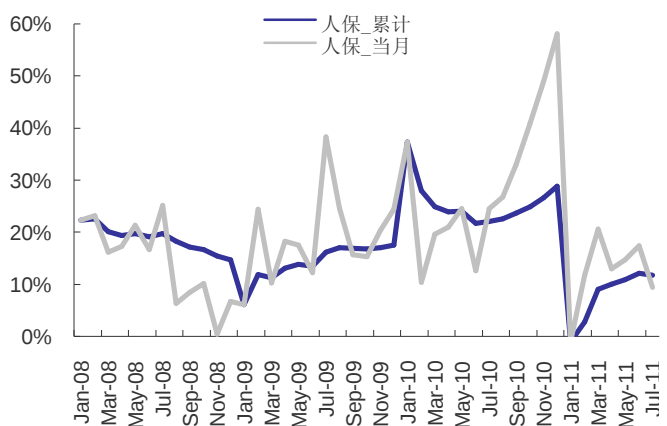


图 13 人保 2011 年前 7 个月保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 14 太保 2011 年前 7 个月保费收入增速

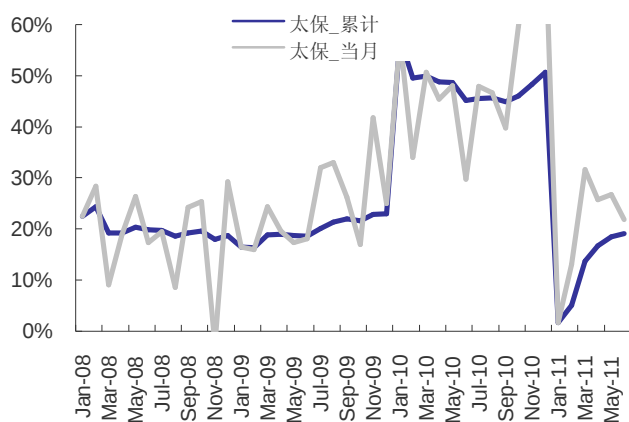
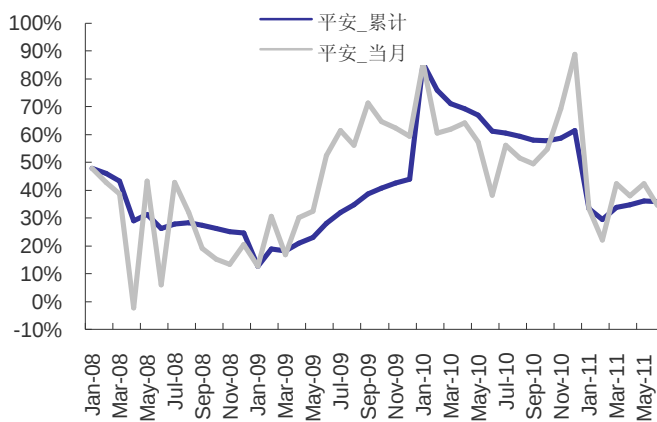


图 15 平安 2011 年前 7 个月保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

数据来源：保监会，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-08-31

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
601318	中国平安	增持-A	增持-A	2.19	2.78	3.43	22	14	12	15%	15%	17%	40.82	55.00		
601601	中国太保	增持-A	增持-A	1.00	1.23	1.41	21	17	14	11%	12%	13%	20.41	26.00		
601628	中国人寿	增持-A	增持-A	1.19	1.09	1.32	13	14	12	16%	14%	15%	16.17	20.00		

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034