

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国太保 (2601 HK)

开门红进展符合公司预期

- 开门红进展符合公司预期
- 营销员队伍数量预计保持稳定
- 估值不高；风险包括疫情反复等

公司近况更新

1) 开门红: 2021年开门红业务准备充分, 且启动较早, 现已完成第一阶段开门红, 整体情况符合预期; 目前正处于开门红业务的第二阶段, 主打更高新业务价值率的产品。**2) 新业务价值:** 公司仍将保持“价值增长”的发展战略, 但由于新冠疫情尚未结束, 部分地区疫情反复出现, 可能对线下业务和居民未来可支配收入产生持续影响, 在2020年低基数的背景下, 公司表示对2021年的新业务价值增速预期不宜过度乐观。**3) 营销员人数/产能:** 由于实施了更加严格的考核, 2020年9月末的营销员总数降至近期低点, 但11月份以来, 营销员人数有所恢复, 公司预计营销员人数将大致维持在2020年中披露的水平(76.6万)。另一方面, 营销员队伍复苏信号正在显现, 例如, 公司表示长险举绩率自2020年二季度以来环比持续好转(但同比仍未实现增长), 但营销员产能仍未恢复到疫情前水平。**4) 投资收益:** 公司将在大类资产配置策略上保持稳定, 在该框架下实施部分调整, 例如在风险可控的情况下, 增加权益类和另类资产的投资。截至2020年三季度末, 公司总投资收益率为5.60%(年化), 在同业中处于较高水平(图1), 公司对投资端收益取得较好表现有信心。

估值不高；风险包括疫情反复等

中国太保目前估值约为 0.56 倍 2021 年预测内含价值倍数, 高于新冠疫情前的历史最低内含价值倍数估值约 14%; 或 1.24 倍 2021 年预测市净率。我们的测试进一步表明, 由于市场担心寿险公司的有效业务价值(VIF)假设无法得到满足(例如, 太保的长期投资收益率为 5%), 我们假设太保的全部有效业务价值为零, 这种情况下太保的内含价值倍数仍然仅略高于 1 倍(图 6), 估值不高。基于太保的低估值, 维持买入评级。我们使用内含价值倍数估值法, 提升目标价至 37.0 港元, 相当于约 0.65 倍 2021 年预测内含价值倍数, 较过去 5 年平均内含价值倍数 0.71 倍折让约 9%, 或相当于约 1.44 倍 2021 年预测市净率。主要催化剂: 良好的资本市场, 新业务价值增长高于预期; 主要下行风险: 不利的资本市场, 低于预期的新业务价值增长, 疫情反复可能影响销售。

盈利预测及估值

12月31日年结 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	353,103	382,682	419,892	464,605	515,181
归属于母公司普通股股东净利润	18,019	27,741	24,525	28,065	31,080
普通股每股收益(人民币)	1.99	3.06	2.55	2.92	3.23
普通股每股净资产(人民币)	16.51	19.69	21.35	23.05	24.88
市盈率(x)	14.35	9.32	11.19	9.78	8.83
市净率(x)	1.73	1.45	1.34	1.24	1.15
内含价值倍数(x)	0.77	0.65	0.62	0.56	0.50
普通股加权平均净资产收益率(%)	12.55	16.92	12.78	13.14	13.48

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测 注: 基于2021年1月6日收盘价

罗磊, PhD

+852 3189 6288

felixluo@cmschina.com.hk

朱璐颖

+852 3189 6142

laurelzhou@cmschina.com.hk

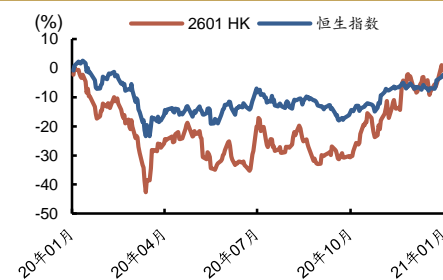
最新变动

公司情况更新; 提升目标价

买入

前次评级	买入
股价(2021年1月6日)	31.7港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	37.0港元 (+16.7%)
前次目标价	34.0港元

股价表现



资料来源: 万得

%	1m	6m	12m
2601 HK	6.9	26.0	0.2
恒生指数	4.5	6.6	(2.2)

行业: 保险

恒生指数 (2021/01/06)	27,692
国企指数 (2021/01/06)	10,900

重要数据

52周股价区间 (港元)	17.9-32.2
港股市值 (百万港元)	334,615
日均成交量 (百万股)	16.60

主要股东

香港中央结算(代理人)有限公司	28.82%
中能(集团)有限公司	13.79%
华宝投资有限公司	13.35%
Citibank, National Association	5.80%
上海国有资产经营有限公司	5.70%
自由流通股占比	32.54%
总股数 (百万股)	9,620

资料来源: 彭博、万得、公司资料

相关报告

1. 中国太保 (2601 HK) - 新冠疫情令寿险业务表现持续承压 (买入) (2020/11/19)
2. 中国太保 (2601 HK) - 新业务价值同比下降 24.8%; 基于估值维持买入评级 (买入) (2020/08/24)
3. CPIC (2601 HK) - 1Q20 sales suffered from COVID-19 (BUY) (27 April, 2020)

重点图表

图1: 2020年三季度主要寿险公司业绩情况

	中国平安 (2318 HK) *	新华保险 (1336 HK)	中国人寿 (2628 HK)	中国太保 (2601 HK)
股东净利润同比增速	-20.50%	-14.60%	-18.40%	-14.30%
ROE (非年化) **	20.90%	12.36%	11.43%	10.40%
股东全面收益同比增速	-40.20%	-17.30%	-44.20%	-27.60%
代理人渠道表现				
营销员人数增速 (年初至今)	-10.2%	n.a.	-2.0%	n.a.
营销员渠道期交首年保费同比增速	n.a.	4.8%	n.a.	-34.2%
寿险新业务价值同比增速	n.a.	n.a.	2.70%	n.a.
净投资收益率 (年化)	4.50%	n.a.	4.47%	4.60%
总投资收益率 (年化)	5.20%	5.60%	5.36%	5.50%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港); 注: *中国平安由2018年开始采用 IFRS 9准则; **: 平安数据为2020三季度年化营运ROE

图2: 投资资产分布情况

(人民币百万元)	中国平安(2318 HK) (2020 年上半年)		中国人寿(2628 HK) (2020 年上半年)		中国太保(2601 HK) (2020 年三季度)		新华保险 (1336 HK) (2020 年上半年)	
	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比	账面价值	占比
定期存款	225,429	6.5%	536,256	14.2%	188,497	11.8%	95,540	10.6%
债权型金融资产	2,258,107	65.6%	2,236,080	59.1%	1,082,399	67.7%	554,499	61.6%
股权型金融资产	441,366	12.8%	442,388	11.7%	168,946	10.6%	113,393	12.6%
其他股权型金融资产*	319,916	9.3%	182,995	4.8%	104,316	6.5%	71,040	7.9%
其他投资资产	86,055	2.5%	241,214	6.4%	8,046	0.5%	54,070	6.0%
现金和现金等价物及其他	111,162	3.2%	142,091	3.8%	47,391	3.0%	11,775	1.3%
合计	3,442,035		3,781,024		1,599,595		900,317	

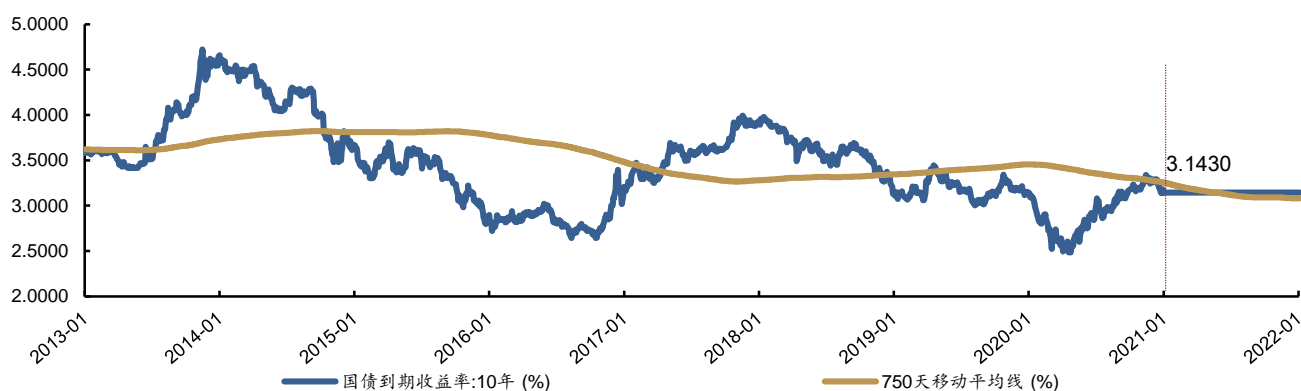
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港); 注: *其他股权资产或包含股权投资管理产品、私募股权、股权激励计划、非上市股权投资、优先股、长期股权投资等

图3: 总投资回报率及总投资回报率与10年期国债收益率的利差

代码	公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2011-19 简单平均
总投资收益率(%)												
2628 HK	中国人寿	3.51	2.79	4.86	5.36	6.24	4.56	5.16	3.28	5.23	5.36	4.55
2318 HK	中国平安**	4.00	2.90	5.10	5.10	7.80	5.30	6.00	3.70	6.90	5.20	5.20
2601 HK	中国太保	3.70	3.20	5.00	6.10	7.30	5.20	5.40	4.60	5.40	5.50	5.10
1336 HK	新华保险	3.80	3.20	4.80	5.80	7.50	5.10	5.20	4.60	4.90	5.60	4.99
总投资收益率与 10 年期国债收益率的利差(%)												
2628 HK	中国人寿	-0.36	-0.68	1.03	1.20	2.87	1.70	1.58	-0.35	2.05	2.42	1.00
2318 HK	中国平安**	0.13	-0.57	1.27	0.94	4.43	2.44	2.42	0.07	3.72	2.26	1.65
2601 HK	中国太保	-0.17	-0.27	1.17	1.94	3.93	2.34	1.82	0.97	2.22	2.56	1.55
1336 HK	新华保险	-0.07	-0.27	0.97	1.64	4.13	2.24	1.62	0.97	1.72	2.66	1.44

资料来源: 万得、招商证券 (香港); 注: *2020年投资收益率数据为季报年化数据; **中国平安2018年开始采用IFRS9

图4: 10年期国债收益率750天移动平均线



资料来源: 万得、招商证券(香港)预测; 注: 假设下一年收益率为: 3.1430% (2021年1月6日数据)

图5: 寿险代理人人数

(千人)	2017 年 *	2018 上半年 *	2018 年 *	2019 上半年 *	2019 三季度 **	2019 年 *	2020 上半年 *	2020 三季度 **
中国人寿	1,578	1,441	1,439	1,573	1,663	1,613	1,690	1,581
中国平安	1,260	1,399	1,320	1,235	1,245	1,200	1,108	1,048
中国太保	874	894	847	796	n.a.	790	766	n.a.
新华保险	348	334	370	386	460	507	526	n.a.
增速		环比	环比	环比	季比	季比	环比	年初至今
中国人寿		-8.70%	-0.10%	9.30%	5.70%	-3.00%	4.77%	-1.98%
中国平安		11.00%	-5.60%	-6.40%	0.80%	-3.60%	-7.67%	-10.15% ***
中国太保		2.30%	-5.30%	-6.00%	n.a.	n.a.	-3.04%	n.a.
新华保险		-4.00%	10.80%	4.30%	19.20%	10.20%	3.75%	n.a.

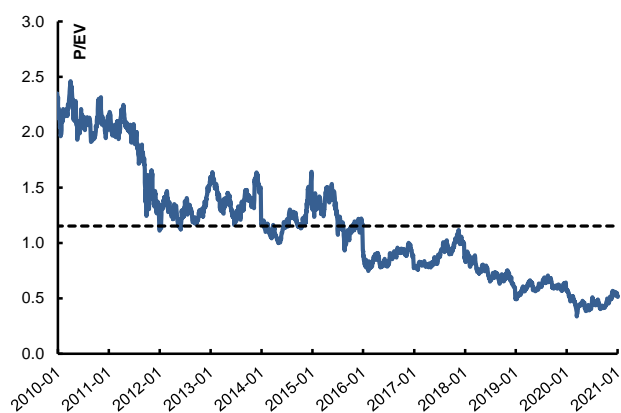
资料来源: 公司资料、招商证券(香港); 注: *中国平安和中国太保为月均代理人数据; **: 均为期末数据; ***: 按2020年三季度末时点数据(1,048千人)对比2019年末时点数据(1,167千人)计算

图6: 内含价值倍数敏感性测试 (假设有效价值为零)

(人民币百万元)	中国平安 (2318 HK)	中国人寿 (2628 HK)	中国太保 (2601 HK)	新华保险 (1336 HK)
集团调整后净资产 (2020 上半年)	745,727	520,153	232,174	132,841
扣除要求资本成本后有效价值 (2020 上半年)	511,364	495,704	198,247	91,917
内含价值倍数, 假设有效价值为零	1.91	0.77	1.09	0.59

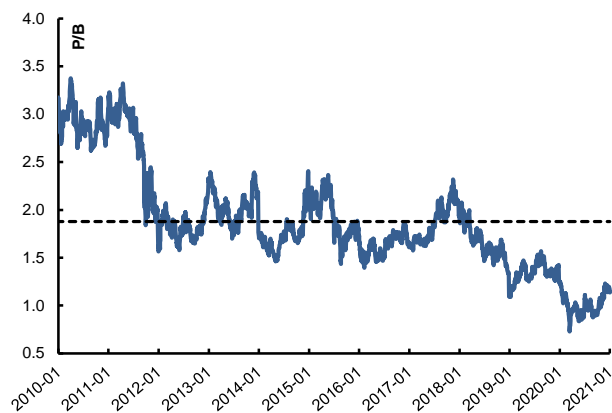
资料来源: 万得、公司资料、招商证券(香港); 注: 基于2021年1月6日收盘价

图 7: 中国太保 (集团) 内含价值倍数



资料来源: 万得、公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 8: 中国太保市净率



资料来源: 万得、公司资料、招商证券 (香港) 预测

行业估值比较

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	P/EV (x)		市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
			当地货币	(港元)	(百万美元)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
港股同业															
中国平安	2318 HK	买入	93.6	117.0	233,625	1.2	1.0	11.4	9.9	2.1	1.8	18.5	19.1	2.6	3.0
中国人寿	2628 HK	买入	17.1	23.5	142,041	0.4	0.3	8.0	7.2	1.0	0.9	13.0	13.4	4.5	5.0
中国太保	2601 HK	买入	31.7	37.0	51,775	0.6	0.6	11.2	9.8	1.3	1.2	12.8	13.1	4.3	4.9
新华保险	1336 HK	买入	30.1	39.7	21,807	0.4	0.3	6.2	5.7	0.9	0.8	15.2	15.0	5.0	5.5
中国太平 *	966 HK	未评级	14.0	n.a.	6,499	n.a.	n.a.	7.6	6.0	0.6	0.5	8.7	9.5	1.7	2.3
人保集团 *	1339 HK	未评级	2.5	n.a.	38,570	n.a.	n.a.	4.6	4.4	0.5	0.4	10.0	9.7	5.4	5.9
人保财险 *	2328 HK	未评级	6.0	n.a.	17,213	n.a.	n.a.	5.4	5.0	0.6	0.6	11.5	11.8	7.5	8.0
中国再保险 *	1508 HK	未评级	0.8	n.a.	4,566	n.a.	n.a.	4.9	4.5	0.3	0.3	7.3	7.8	9.7	10.7
众安在线 *	6060 HK	未评级	36.5	n.a.	6,910	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	2.7	3.5	5.2	0.0	0.0
友邦 *	1299 HK	未评级	95.2	n.a.	148,427	n.a.	n.a.	27.3	21.4	2.4	2.2	9.1	11.1	1.4	1.5
算数平均						0.6	0.6	9.6	8.2	1.3	1.2	11.0	11.6	4.2	4.7
加权平均						0.8	0.7	13.3	11.1	1.7	1.5	13.7	14.5	3.3	3.6
A股同业 *															
中国平安	601318 CH	未评级	85.7	n.a.	233,620	n.a.	n.a.	12.0	10.0	2.1	1.8	18.1	19.5	2.5	2.9
中国人寿	601628 CH	未评级	39.0	n.a.	142,038	n.a.	n.a.	21.7	19.3	2.5	2.3	12.0	12.1	1.7	1.8
中国太保	601601 CH	未评级	38.2	n.a.	51,774	n.a.	n.a.	14.4	12.2	1.8	1.6	13.2	14.0	3.1	3.5
新华保险	601336 CH	未评级	55.2	n.a.	21,807	n.a.	n.a.	13.3	11.3	1.8	1.6	14.2	14.6	2.2	2.4
人保集团	601319 CH	未评级	6.5	n.a.	38,569	n.a.	n.a.	14.0	12.6	1.4	1.3	11.3	11.0	1.9	2.1
算数平均								15.1	13.1	1.9	1.7	13.7	14.2	2.3	2.5
加权平均								15.3	13.2	2.1	1.9	15.1	15.8	2.3	2.5

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	P/EV (x)		市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
			当地货币	(港元)	(百万美元)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
全球同业 *															
CHINA LIFE	2823 TT	未评级	22.5	n.a.	3,796	n.a.	n.a.	6.9	7.6	0.7	0.6	10.7	9.1	2.9	2.9
GREAT-WEST LIFEC	GWO CN	未评级	30.6	n.a.	22,393	n.a.	n.a.	10.9	9.9	1.3	1.3	12.7	13.4	5.7	5.8
MUENCHENER RUE-R	MUV2 GR	未评级	246.2	n.a.	42,470	n.a.	n.a.	27.0	12.1	1.2	1.1	4.3	9.4	4.0	4.2
HANNOVER RUECK S	HNR1 GR	未评级	135.8	n.a.	20,138	n.a.	n.a.	18.9	12.4	1.5	1.4	8.1	12.0	3.5	4.1
CNP ASSURANCES	CNP FP	未评级	13.9	n.a.	11,754	n.a.	n.a.	7.4	6.9	0.5	0.5	7.0	7.3	6.7	6.9
METLIFE INC	MET US	未评级	49.4	n.a.	44,484	n.a.	n.a.	8.8	8.0	0.7	0.6	10.9	11.1	3.7	3.9
PRUDENTIAL PLC	PRU LN	未评级	1,449.5	n.a.	51,513	n.a.	n.a.	12.0	11.8	2.4	2.3	13.1	15.5	0.8	1.1
AFLAC INC	AFL US	未评级	44.9	n.a.	31,561	n.a.	n.a.	9.2	9.2	1.0	0.9	12.1	10.7	2.5	2.9
MANULIFE FIN	MFC CN	未评级	23.5	n.a.	36,032	n.a.	n.a.	8.7	7.5	0.9	0.8	10.2	11.1	4.7	4.9
ALLIANZ SE-VINK	ALV GR	未评级	205.3	n.a.	104,391	n.a.	n.a.	12.5	10.3	1.1	1.1	9.0	10.7	4.7	4.9
SAMSUNG LIFE INS	032830 KS	未评级	77,400.0	n.a.	14,658	n.a.	n.a.	13.1	12.9	0.4	0.4	3.0	3.0	3.2	3.5
AEGON NV	AGN NA	未评级	3.5	n.a.	9,043	n.a.	n.a.	8.0	6.4	0.3	0.3	3.9	4.8	3.8	4.3
AXA SA	CS FP	未评级	20.3	n.a.	60,577	n.a.	n.a.	10.9	7.5	0.7	0.7	6.4	9.2	6.9	7.4
DAI-ICHI LIFE	8750 JP	未评级	1,609.5	n.a.	19,972	n.a.	n.a.	18.6	10.4	0.5	0.5	3.0	4.7	3.6	3.6
平均								12.3	9.5	0.9	0.9	8.2	9.4	4.1	4.3

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券 (香港) 预测; 基于2021年1月6日收盘价; 注: *预测数据基于彭博一致预期

财务预测表

资产负债表

12 月 31 日 年结 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
物业、厂房及设备	19,301	19,365	17,429	19,171	21,088
投资物业	8,542	8,283	8,134	9,240	10,459
商誉及其他无形资产	3,899	4,329	4,978	5,601	6,301
于联营企业和合营企业的投资	17,472	20,442	20,442	20,442	20,442
债权金融资产(不包含定期存款、法定保证金及保单质押贷款)	840,516	930,159	1,025,865	1,166,300	1,321,009
股权金融资产	143,946	205,854	255,800	294,600	343,430
定期存款	128,396	147,756	190,553	220,437	244,314
法定保证金	6,738	6,658	6,658	6,658	6,658
保单质押贷款	49,194	57,194	61,681	70,071	79,313
买入返售金融资产款项	23,095	28,045	23,391	21,379	22,119
利息及保险应收账款	38,294	42,749	64,124	73,742	84,803
预付土地租赁款项	344	0	0	0	0
递延所得税资产	2,379	860	1,075	1,344	1,680
再保险资产	23,467	25,560	29,394	33,068	37,202
其他资产	15,053	16,207	23,613	26,811	29,732
现金及现金等价物	15,323	14,872	24,517	27,851	31,524
总资产	1,335,959	1,528,333	1,757,653	1,996,716	2,260,075
保险合同负债	919,671	1,068,021	1,225,660	1,406,424	1,609,595
投资合同负债	62,255	75,506	87,587	100,725	115,834
卖出回购金融资产款	75,075	78,366	113,631	131,812	147,629
应付保单红利	26,501	25,447	24,175	25,383	26,653
预收保费	16,384	21,000	7,350	8,085	8,894
应付分保赔款	6,233	4,543	7,950	8,745	9,620
应付债券	13,985	9,988	9,988	10,088	10,189
其他负债	53,308	58,682	63,377	69,714	76,686
当期所得税负债	7,331	549	3,940	4,531	5,211
递延所得税负债	1,168	2,911	3,057	3,362	3,698
负债总额	1,181,911	1,345,013	1,546,714	1,768,870	2,014,007
股本	9,062	9,062	9,620	9,620	9,620
储备及留存收益	140,514	169,365	195,813	212,106	229,716
股东权益	149,576	178,427	205,433	221,727	239,336
权益总额	154,048	183,320	210,939	227,846	246,068

现金流量表

12 月 31 日 年结 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流入净额	89,449	111,795	89,824	119,983	132,750
投资活动产生的现金流入净额	(91,748)	(96,855)	(98,898)	(111,197)	(117,049)
筹资活动产生的现金流入净额	11,554	(10,544)	40,077	8,181	4,118
汇率变动影响	80	29	0	0	0
现金及现金等价物的净增加	9,335	4,425	31,004	16,966	19,820
现金及现金等价物的年末余额	38,121	42,546	73,550	90,516	110,336
下列归属于:					
现金及短期存款	15,323	14,872	24,517	27,851	31,524

利润表

12 月 31 日 年结 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛承保保费及保单费收入	321,895	347,517	367,909	406,806	448,922
已赚保费	299,724	313,246	333,307	368,132	406,092
投资收益	49,999	65,730	83,498	93,259	105,739
其他营业收入	3,380	3,706	3,087	3,215	3,350
收入总额	353,103	382,682	419,892	464,605	515,181
保户给付及赔款	(215,181)	(250,073)	(286,735)	(318,277)	(355,726)
其它业务及管理费用	(93,496)	(87,844)	(85,245)	(92,484)	(99,897)
投资合同账户利息支出	(2,531)	(3,005)	(3,306)	(3,636)	(4,000)
保单红利支出	(11,263)	(10,777)	(11,855)	(13,040)	(14,344)
给付、赔款及费用合计	(322,471)	(351,699)	(387,141)	(427,437)	(473,966)
按权益法入账的投资的利润份额	335	494	494	494	494
财务费用	(2,959)	(3,511)	(3,248)	(3,499)	(3,777)
所得税前利润	28,008	27,966	29,998	34,163	37,932
所得税费用	(9,574)	388	(4,860)	(5,485)	(6,239)
年度净利润	18,434	28,354	25,138	28,678	31,693
归属于:					
母公司持有人	18,019	27,741	24,525	28,065	31,080
主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股盈利(人民币)	2.0	3.1	2.5	2.9	3.2
每股账面价值(人民币)	16.5	19.7	21.4	23.0	24.9
寿险业务每股新业务值(人民币)	3.0	2.7	2.0	2.4	2.8
寿险业务每股内含价值(人民币)	28.5	33.7	36.2	41.4	47.5
集团每股内含价值(人民币)	37.1	43.7	46.4	51.1	56.6
股本回报率(%)	12.6	16.9	12.8	13.1	13.5
毛承保保费及保单费同比增长	14.3%	8.0%	5.9%	10.6%	10.4%
新业务价值同比增长	1.5%	-9.3%	-22.1%	18.7%	17.7%
新业务价值利润率	43.7%	43.3%	36.7%	36.8%	37.5%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员进行开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828