

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

新华保險 (1336 HK)

估值吸引, 上调至买入

- 新华保險估值吸引
  - 國債收益率未来几个月仍存在上移的可能性, 驱动寿险股估值修复
  - 评级上调至“买入”; 风险因素包括A股市场波动, 疫情不确定性等
- 公司一季度产品结构显著变化

在保障型和储蓄型产品并重的策略下, 公司一季度产品结构变化较大。高价值率的10年期以上首年保费年同比下降40.4%, 低价值率的10年期以下首年保费及银保趸交保费则大幅上升。基于保费结构的变化, 预计公司一季度的新业务价值同比有双位数百分比下降。但是, 基于以下原因, 我们目前对公司股价有更正面看法: 1) 國債收益率未来几个月存在上移的可能, 驱动寿险股估值修复; 2) 公司估值吸引。

國債收益率仍存在上移可能性, 驱动估值修复

10年期國債收益率的低迷对寿险公司准备金及会计利润可能有负面影响。同时, 在低利率环境下, 寿险公司长期投资收益率的假设存疑, 有效业务价值及内含价值的可靠性下降。研究数据显示, 16年以来中国社融存量大体上增速领先10年期國債收益率大约3-4个月(新冠肺炎严重爆发时期除外)。今年3-5月份社融存量增速持续上升, 虽然国常会强调降准等货币宽松政策, 未来几个月國債收益率仍存在上移可能性(图3), 驱动寿险股估值修复。故國債收益率的低迷有望于三季度缓解。

公司估值吸引

新华保險目前股价相当于约0.31倍20年预测内含价值倍数, 或约0.8倍20年预测市净率, 估值吸引。假设新华保險有效业务价值因低利率环境而为零, 其内含价值倍数仍低于一倍(图4)。

公司业务发展近况

我们近期与公司讨论了新华保險业务发展近况。总体而言我们认为公司4-5月份新业务价值同比可能有正增长。**营销员人力:** 公司保持了50万以上的营销员人力。**营销员产能:** 公司表示在湖北地区健康险需求明显上升。全国绝大部分营销员已经复工, 但是由于面对面展业仍存在一定困难, 因此合格人力仍有一定缺口。公司下一步将重视营销员产能, 激活低产能及零单人力。**产品结构:** 除银保趸交产品外, 公司下半年将加大长期健康险及辅以较高价值率的年金险。**重疾:** 对于重疾定义及发生率的修订, 预计重疾产品的价值率保持稳定。

上调至“买入”, 目标价上调至33.55港元

基于公司估值吸引, 我们将新华保險评级由“中性”上调至“买入”, 潜在的催化剂包括10年期國債收益率上移的可能性。小幅上调20年预测净利润约4%。基于10年期國債收益率若上移可能带来估值修复, 采用0.4倍(原先采用0.32倍)20年预测内含价值倍数, 相当于新华保險过去5年平均内含价值倍数折让40%。目标价由26.4港元上调至33.55港元。另外, 二季度A股市场总体表现正面(图7), 公司可能从中受益。主要催化剂: 资本市场向好, 新业务价值增速好于预期, 國債收益率上行; 主要风险: 资本市场波动, 新业务价值增速差于预期, 國債收益率下行; 疫情不确定性等。

盈利预测及估值

12月31日年结 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入总额	151,964	172,103	208,045	227,897	250,839
净利润	7,922	14,559	14,264	15,821	17,460
每股收益(人民币)	2.54	4.67	4.57	5.07	5.60
每股净资产(人民币)	21.02	27.07	30.23	33.88	37.91
市盈率(x)	9.3	5.1	5.2	4.7	4.2
市净率(x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
内含价值倍数(x)	0.42	0.36	0.31	0.28	0.24
ROE (%)	12.3	19.4	16.0	15.8	15.6

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测 注: 基于2020年6月17日收盘价

罗磊, Ph.D

+852 3189 6288

felixluo@cmschina.com.hk

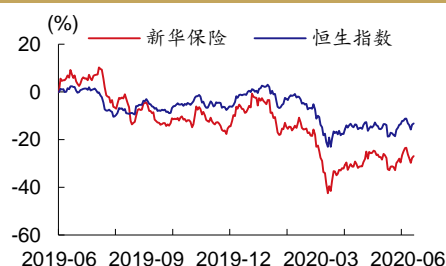
最新变动

上调至“买入”

买入

前次评级	中性
股价	HKD26.2
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HKD33.55 (+28%)
前次目标价:	HKD26.4

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1336 HK	0.6	(21.4)	(22.3)
HSI	2.9	(12.1)	(10.1)

行业:

恒生指数 (2020年6月17日)	24,481
國金指数 (2020年6月17日)	9,910

重要数据

52周股价区间 (港元)	20.45-40.0
港股市值 (百万港元)	81,916
日均成交量 (百万股)	8.74

主要股东

中央汇金投资有限责任公司	31.34%
中国宝武钢铁集团有限公司	12.09%
总股数 (百万股)	3,120
自由流通量	56.66%

资料来源: 彭博, 贝格数据, 公司资料

重点图表

图1: 20年一季度主要寿险公司业绩情况

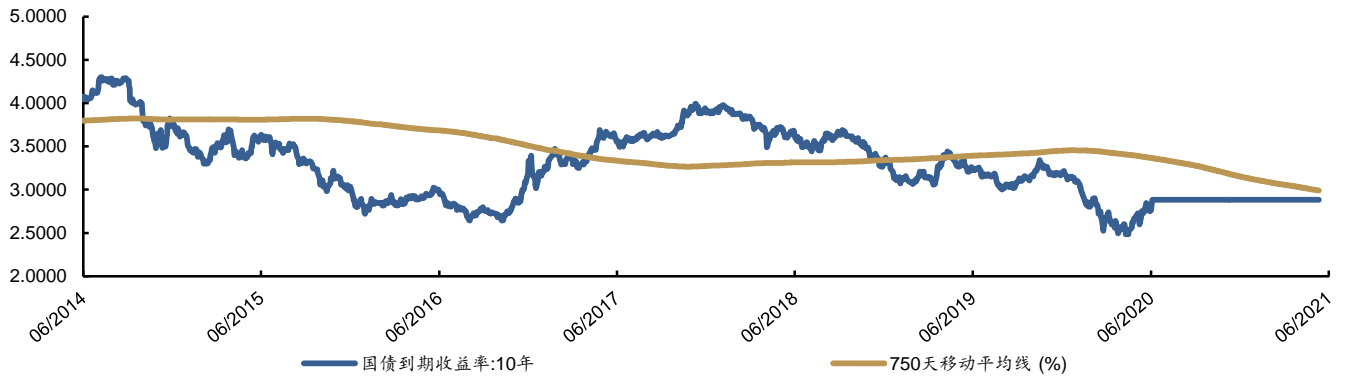
	中国平安*** (2318 HK)	中国人寿 (2628 HK)	中国太保 (2601 HK)	新华保险 (1336 HK)
股东净利润增长(同比)	-42.7%	-34.4%	53.1%	38.7%
ROE, 非年化	3.8%	4.3%	4.6%	5.4%
股东收益总额增长(同比)	-47.7%	-79.8%	-40.1%	-59.1%
营销员渠道表现情况				
营销员人数(季比)	-3.0%	正增长	n.a.	n.a.
营销员渠道期交首年保费(同比)	n.a.	n.a.	-37.7%	12.3%
20年一季度寿险业务新业务价值(同比)	-24.0%	8.3%	n.a.	n.a.
20年一季度净投资收益率, 年化	3.6%	4.3%	4.2	n.a.
20年一季度总投资收益率, 年化	3.4%	5.1%	4.5	5.1%
2019 营销员人均新业务价值(人民币)*	56,791	32,355	31,135 **	19,116

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

注: \*按销售员渠道新业务价值除以平均销售人员数计算; \*\*中国太保的营销员人均新业务价值按寿险新业务价值总额计算;

\*\*\*中国平安由2018年开始实施 IFRS 9准则

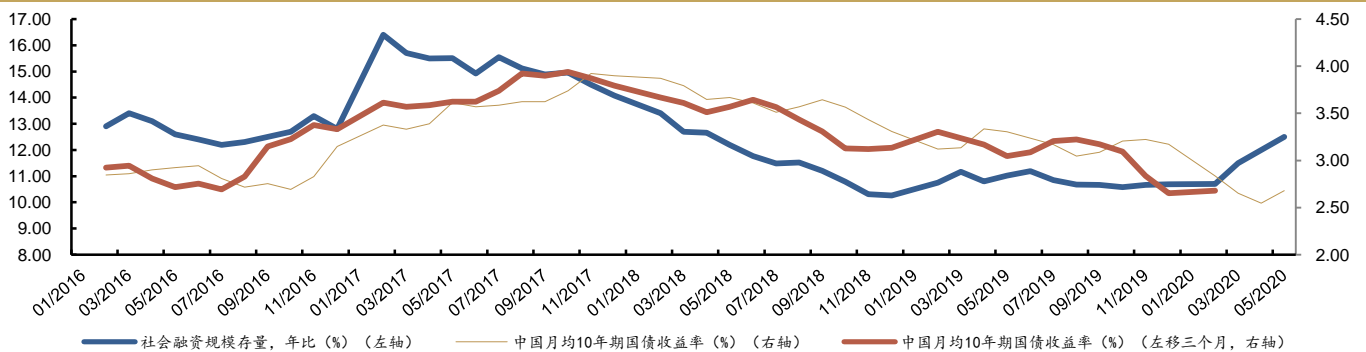
图2: 中国10年期国债收益率750天移动平均线



资料来源: 万得, 招商证券(香港)

注: 假设下一年收益率=2.8826% (2020年6月17日数据)

图3: 中国社会融资规模存量增速及10年期国债收益率



资料来源: 万得, 招商证券(香港)

注: 红线及黄线之间有小部分不一致主要由于1月社会融资规模数据调整(1月社会融资规模数据缺失)

图4：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)	中国人寿	中国太保	新华保险
集团调整后净资产 (2019)	482,793	208,402 *	122,924
扣除要求资本成本后有效价值 (2019)	459,295	187,585	82,119
内含价值倍数, 假设有效价值为零	0.84	0.83	0.60

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

\*参考中国太保集团调整后净资产数据；注：不包含有效价值，中国平安目前的内含价值倍数已经超过1倍，故不检视其数据；基于2020年6月17日收盘价

图5：预测调整

(人民币百万元)	新预测			旧预测		变化	
	2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2020 新/旧	2021 新/旧
新业务价值	9,779	9,839	10,526	9,839	10,526	0%	0%
寿险业务内含价值	205,043	234,331	267,081	233,746	265,777	0%	0%
股东年度净利润	14,559	14,264	15,821	13,688	15,170	4%	4%
潜在假设：							
新业务价值增长（年比）	-19.9%	0.6%	7.0%	0.6%	7.0%		
新业务价值/首年保费	30.3%	18.5%	18.2%	18.5%	18.2%		

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图6：投资资产分布情况

(人民币百万元)	中国平安(2019)		中国太保(1Q20)		新华保险(2019)		中国人寿(2019)	
	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	210,925	6.6%	162,871	11.0%	64,040	7.6%	535,260	15.0%
债权型金融资产	2,248,446	70.1%	1,025,782	69.2%	550,539	65.6%	2,139,001	59.9%
股权型金融资产	383,107	11.9%	134,233	9.1%	102,194	12.2%	427,694	12.0%
其他股权型金融资产*	187,807	5.9%	86,795	5.9%	54,763	6.5%	178,302	5.0%
其他投资资产	82,871	2.6%	8,202	0.6%	56,146	6.7%	235,124	6.6%
现金和现金等价物	95,680	3.0%	64,161	4.3%	11,765	1.4%	57,773	1.6%
<b>合计</b>	<b>3,208,836</b>		<b>1,482,044</b>		<b>839,447</b>		<b>3,573,154</b>	

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

注：\*其他股权资产或包含股权资产管理产品、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

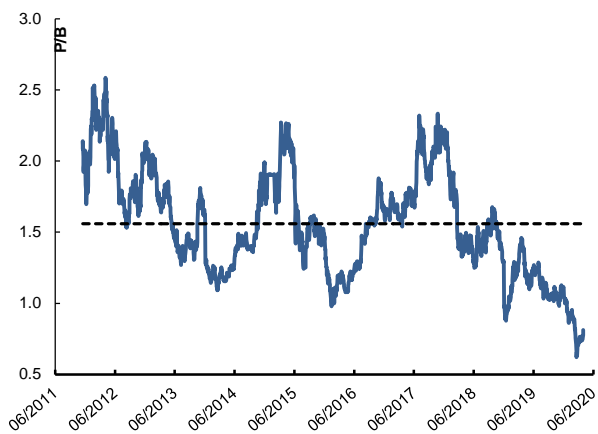
图7: 股权投资资产收益对内含价值的敏感性分析

公司	代码	股权投资 (最新数据) (人民币百万元) *	假设股权投资收益 (人民币百万元) **	2019年集团内含价值 (人民币百万元)	对集团内含价值的影响 ***
中国人寿	2628 HK	427,694	42,769	942,087	3.0%
中国平安	2318 HK	383,107	38,311	1,200,533	2.1%
中国太保	2601 HK	134,233	13,423	395,987	2.2%
新华保险	1336 HK	102,194	10,219	205,043	3.2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

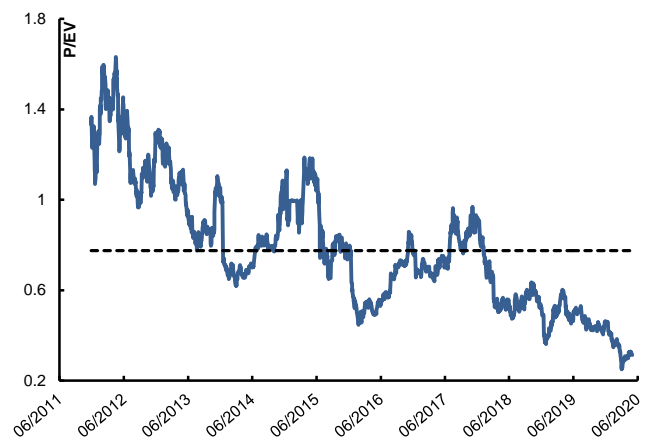
注: \*股权投资包含股票和基金(包含债券基金); \*\*假设股权投资收益率为10%; \*\*\*假设公司留存65%的股权投资收益

图8: 市净率



资料来源: 万得、招商证券(香港)预测

图9: 内含价值倍数



资料来源: 万得、招商证券(香港)预测

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	市值 (百万美元)	P/EV (x)		市盈率(x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息收益率(%)	
						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
<b>香港上市公司</b>															
中国人寿	2628 HK	买入	16.0	23.7	96,544.5	0.37	0.32	9.1	8.2	1.0	0.9	10.8	11.3	3.9	4.4
中国平安	2318 HK	买入	79.8	105.8	188,293.7	0.97	0.84	8.4	7.2	1.6	1.3	20.5	19.5	3.6	4.2
中国太保	2601 HK	买入	21.3	32.5	32,042.2	0.39	0.35	6.6	6.1	0.9	0.8	14.1	14.2	7.3	7.9
新华保险	1336 HK	买入	26.2	33.6	16,612.5	0.31	0.28	5.2	4.7	0.8	0.7	16.0	15.8	6.0	6.7
中国太平*	966 HK	未评级	12.6	n.a.	5,833.8	n.a.	n.a.	5.4	4.5	0.5	0.5	10.6	11.2	2.4	3.0
中国人保*	1339 HK	未评级	2.4	n.a.	34,155.9	n.a.	n.a.	5.3	4.8	0.5	0.5	9.9	10.1	4.5	5.2
中国财险*	2328 HK	未评级	7.3	n.a.	20,864.9	n.a.	n.a.	6.6	5.9	0.8	0.7	12.6	13.0	6.3	7.1
中国再保险*	1508 HK	未评级	0.9	n.a.	4,622.5	n.a.	n.a.	5.9	5.0	0.4	0.3	6.2	7.4	5.8	6.8
众安在线*	6060 HK	未评级	29.3	n.a.	5,556.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.6	2.5	(0.5)	4.6	-	0.0
友邦保险*	1299 HK	未评级	71.9	n.a.	112,168.1	n.a.	n.a.	22.2	15.6	1.8	1.6	8.9	11.4	1.9	2.1
<b>算术平均</b>						<b>0.51</b>	<b>0.45</b>	<b>8.3</b>	<b>6.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>10.9</b>	<b>11.8</b>	<b>4.2</b>	<b>4.7</b>
<b>加权平均</b>						<b>0.71</b>	<b>0.62</b>	<b>10.9</b>	<b>8.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>14.1</b>	<b>14.5</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>
<b>A股上市公司*</b>															
中国人寿	601628 CH	未评级	27.6	n.a.	96,544.5	n.a.	n.a.	15.7	13.6	1.8	1.7	11.3	11.8	2.1	2.3
中国平安	601318 CH	未评级	73.0	n.a.	188,293.7	n.a.	n.a.	9.2	7.6	1.7	1.5	18.5	19.8	3.1	3.6
中国太保	601601 CH	未评级	27.5	n.a.	32,042.2	n.a.	n.a.	9.4	8.3	1.3	1.2	14.4	14.6	4.6	5.1
新华保险	601336 CH	未评级	44.6	n.a.	16,612.5	n.a.	n.a.	10.8	9.6	1.5	1.4	13.6	14.3	2.4	2.6
中国人保	601319 CH	未评级	6.3	n.a.	34,155.9	n.a.	n.a.	13.5	11.6	1.4	1.3	11.2	11.7	1.8	2.2
<b>算术平均</b>								<b>11.7</b>	<b>10.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>13.8</b>	<b>14.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>
<b>加权平均</b>								<b>11.4</b>	<b>9.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>15.4</b>	<b>16.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>
<b>海外上市公司*</b>															
中国人寿	2823 TT	未评级	22.2	n.a.	3,360.2	n.a.	n.a.	7.5	7.4	0.7	0.6	9.5	9.1	2.9	3.0
GREAT-WEST LIFEC	GWO CN	未评级	24.1	n.a.	16,529.7	n.a.	n.a.	9.7	8.5	1.0	1.0	10.8	12.6	7.3	7.4
MUENCHENER RUE-R	MUV2 GR	未评级	230.0	n.a.	36,149.6	n.a.	n.a.	16.5	11.0	1.1	1.0	6.4	9.7	4.3	4.6
HANNOVER RUECK S	HNR1 GR	未评级	160.1	n.a.	21,649.4	n.a.	n.a.	18.4	14.7	1.8	1.7	9.8	12.0	3.4	3.6
CNP ASSURANCES	CNP FP	未评级	11.2	n.a.	8,449.1	n.a.	n.a.	6.0	5.6	0.4	0.4	7.1	7.3	8.5	8.9
METLIFE INC	MET US	未评级	38.7	n.a.	35,114.6	n.a.	n.a.	7.1	6.5	0.5	0.5	10.6	10.2	4.7	5.0
PRUDENTIAL PLC	PRU LN	未评级	1,192.5	n.a.	39,238.0	n.a.	n.a.	10.3	8.3	2.0	1.7	16.7	16.0	2.6	2.7
AFLAC INC	AFL US	未评级	37.4	n.a.	26,798.9	n.a.	n.a.	8.6	8.4	1.0	0.9	11.3	11.4	3.0	3.2
MANULIFE FIN	MFC CN	未评级	18.9	n.a.	27,076.0	n.a.	n.a.	7.8	6.4	0.7	0.7	9.3	10.5	5.9	6.0
ALLIANZ SE-VINK	ALV GR	未评级	181.6	n.a.	86,123.6	n.a.	n.a.	11.5	9.3	1.1	1.0	8.8	10.8	5.3	5.5
SAMSUNG LIFE INS	032830 KS	未评级	46,500.0	n.a.	7,670.0	n.a.	n.a.	8.8	8.4	0.2	0.2	2.6	2.8	5.4	5.7
AEGON NV	AGN NA	未评级	2.7	n.a.	6,473.4	n.a.	n.a.	4.0	4.9	0.2	0.2	5.1	4.9	9.5	10.3
AXA SA	CS FP	未评级	18.8	n.a.	51,628.5	n.a.	n.a.	8.8	6.8	0.7	0.7	7.4	9.5	7.6	8.0
DAI-CHI LIFE	8750 JP	未评级	1,442.5	n.a.	15,930.9	n.a.	n.a.	15.5	7.9	0.4	0.4	3.0	4.6	4.3	4.5
<b>平均</b>								<b>10.0</b>	<b>8.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>8.5</b>	<b>9.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测; 基于2020年6月17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	11,794	14,335	15,052	15,804	16,595
投资性房地产	7,044	9,051	10,078	11,117	12,261
无形资产	3,665	3,726	3,726	3,726	3,726
联营企业和合营企业投资	4,792	4,917	4,917	4,917	4,917
债权型金融资产	459,902	550,539	622,341	686,510	757,132
股权型金融资产	116,058	156,957	165,421	182,477	201,249
定期存款	64,690	64,040	71,305	78,658	86,749
存出资本保证金	1,715	1,715	1,715	1,715	1,715
保户质押贷款	31,327	35,148	38,663	42,529	46,782
买入返售金融资产	4,318	5,685	10,336	14,700	19,552
应收投资收益	8,019	8,681	8,681	8,681	8,681
应收保费	2,307	2,233	2,233	2,233	2,233
递延所得税资产	1,777	162	162	162	162
再保险资产	2,691	3,028	3,179	3,338	3,505
其他资产(含租赁资产)	4,825	6,988	7,781	8,583	9,466
现金及现金等价物	9,005	11,765	13,100	14,450	15,937
<b>资产总额</b>	<b>733,929</b>	<b>878,970</b>	<b>978,690</b>	<b>1,079,602</b>	<b>1,190,662</b>
保险负债	594,620	658,191	754,276	861,648	982,558
投资合同	40,492	46,518	48,844	51,286	53,850
应付债券	4,000	-	-	-	-
通过损益反映公允价值变动的金融负债	92	501	501	501	501
卖出回购金融资产款	12,959	68,190	59,633	39,329	14,359
应付保险给付和赔付	5,318	5,704	5,704	5,704	5,704
预收保费	1,808	4,181	4,181	4,181	4,181
再保险负债	462	220	220	220	220
预计负债	29	29	29	29	29
其他负债(含租赁负债)	7,242	10,520	10,520	10,520	10,520
当期所得税负债	1,252	157	157	157	157
递延所得税负债	59	298	298	298	298
<b>负债总额</b>	<b>668,333</b>	<b>794,509</b>	<b>884,362</b>	<b>973,874</b>	<b>1,072,377</b>
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
储备及留存收益	62,467	-	91,196	102,596	115,151
<b>股东权益</b>	<b>65,587</b>	<b>84,451</b>	<b>94,316</b>	<b>105,716</b>	<b>118,271</b>
<b>权益总额</b>	<b>65,596</b>	<b>84,461</b>	<b>94,327</b>	<b>105,728</b>	<b>118,284</b>

### 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量净额	13,768	42,102	77,527	88,648	99,810
投资活动产生的现金流量净额	(3,246)	(85,636)	(63,213)	(62,089)	(67,940)
筹资活动产生的现金流量净额	(10,443)	46,263	(12,979)	(25,208)	(30,383)
汇率变动影响	114	31	-	-	-
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>193</b>	<b>2,760</b>	<b>1,335</b>	<b>1,351</b>	<b>1,487</b>
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>9,005</b>	<b>11,765</b>	<b>13,100</b>	<b>14,450</b>	<b>15,937</b>

### 利润表

12月31日年结 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总保费收入及保单管理费收入	122,341	138,171	167,878	185,329	203,967
<b>净保费收入及保单管理费收入</b>	<b>120,002</b>	<b>135,443</b>	<b>166,200</b>	<b>183,476</b>	<b>201,927</b>
投资收益	31,185	35,842	41,028	43,603	48,094
其他收入	777	818	818	818	818
<b>收入总额</b>	<b>151,964</b>	<b>172,103</b>	<b>208,045</b>	<b>227,897</b>	<b>250,839</b>
保险给付和赔付	(109,842)	(125,928)	(158,556)	(173,611)	(191,143)
投资合同账户损益	(1,544)	(1,736)	(1,875)	(2,025)	(2,187)
手续费及佣金支出	(16,711)	(16,872)	(17,825)	(20,021)	(22,502)
管理费用	(11,968)	(13,037)	(12,385)	(13,249)	(14,181)
其他支出	(564)	(727)	(727)	(727)	(727)
<b>保险业务支出及其他费用总额</b>	<b>(140,755)</b>	<b>(158,342)</b>	<b>(191,410)</b>	<b>(209,675)</b>	<b>(230,783)</b>
联营企业和合营企业投资收益份额	404	502	502	502	502
财务费用	(1,103)	(1,042)	(1,286)	(1,144)	(1,157)
<b>税前利润</b>	<b>10,510</b>	<b>13,221</b>	<b>15,851</b>	<b>17,580</b>	<b>19,401</b>
所得税费用	(2,587)	1,339	(1,585)	(1,758)	(1,940)
<b>年度净利润</b>	<b>7,923</b>	<b>14,560</b>	<b>14,265</b>	<b>15,822</b>	<b>17,461</b>
归属于:					
<b>公司股东净利润</b>	<b>7,922</b>	<b>14,559</b>	<b>14,264</b>	<b>15,821</b>	<b>17,460</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
每股收益(人民币)	2.54	4.67	4.57	5.07	5.60
每股净资产(人民币)	21.02	27.07	30.23	33.88	37.91
每股新业务价值(人民币)	3.91	3.13	3.15	3.37	3.61
每股内含价值(人民币)	55.50	65.72	75.11	85.60	97.33
ROE (%)	12.3	19.4	16.0	15.8	15.6
总保费及保单管理费增长收入(同比)	11.9%	12.9%	21.5%	10.4%	10.1%
新业务价值增长(同比)	1.2%	-19.9%	0.6%	7.0%	7.0%
新业务价值/首年保费	46.2%	30.3%	18.5%	18.2%	17.8%

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>。

### 免责条款

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