

投资评级 **增持** 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《万事俱备，东风将至——商业养老保险深度报告》2017.07.05

《人身险保费分化加剧，财产险保费增长提速，上市公司强者恒强》2017.06.30

《“利差+死差”双提升，静待业绩验证——保险行业 2017 年中期策略》2017.06.29

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

联系人:夏昌盛

Tel:(010)56760090

Email:xcs10800@htsec.com

戴维斯双击——从友邦保险看国内寿险业的价值转型与估值提升

投资要点：友邦保险是险企价值转型的最佳学习榜样，其 P/EV 估值显著高于国内保险公司，并呈现出长期上升的趋势。高估值的原因在于 EV 的高成长性和高稳定性。参照友邦经验，国内保障型业务的发展可保证 NBV 的高速增长，死差和剩余边际的扩大可改善 EV 的稳定性，因此国内保险公司的 P/EV 亦将进入上升通道。EV 增长叠加 P/EV 提升，戴维斯双击，“增持”评级！

- **友邦保险是中国寿险行业价值经营的“传道士”，是中国寿险公司价值转型的最佳学习榜样。** 1) 业绩：2010 年独立上市以后，公司进一步推动精耕细作的价值增长之路，2010-2016 年 NBV 和 EV 年均复合增长率分别为 26.6%和 9.3%，NBV Margin 从 2010 年的 32.6%上升至 2016 年的 52.8%，其中友邦中国的提升幅度最大。2) 渠道：代理人渠道（高素质队伍为基础）和伙伴渠道（独家合作为基础）共同发展，NBV 年均复合增长率分别为 19.7%和 31.9%。3) 队伍：公司贯彻执行“最优秀代理”策略，打造精英制队伍，MDRT 会员人数年均复合增长 22.7%且冠绝全球。4) 产品：公司聚焦新业务价值率的提升，采取了主推保障型产品的蓝海战略，并推出亚太区唯一的综合健康平台“AIA Vitality”。
- **友邦保险的 P/EV 估值显著高于国内保险公司，并呈现出长期上升的趋势。** 1) 上市以来，友邦保险的静态 P/EV 由 1.45 倍上升至 2.13 倍，而 A 股 4 家保险公司估值水平则长期处于下降通道。2) P/EV 估值水平理论上应当取决于 EV 的可信度（EV 假设是否审慎）、稳定性（EV 受利率等易变因素影响是否较小）、成长性（NBV 的增速是否可持续高位）。
- **友邦保险高估值的原因：EV 的高稳定性+高成长性。** 1) 成长性好：2010-2016 年，友邦保险的 NBV 年均复合增速高达 26.6%，而中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的增速分别为 16.4%、21.9%、20.9%和 14.1%。NBV 的高速增长依赖于 ANP 和 NBV Margin 的双重提升，其背后的原因在于公司上市以来推进的“价值深化改革”，以及配套的渠道、队伍、产品、客户经营策略。2) 稳定性强：友邦保险主推保障型产品，2016 年 IFRS Operating Profit 结构中的死差（非利差）占比高达 63%，因此 EV 受到利率、投资收益率等易变因素的影响很小。3) 可信度高：EV 假设每年动态调整，EV 假设与实际经验的偏差带来的 EV 变动很小。
- **友邦保险高估值的启示：国内保险公司 P/EV 进入上升通道。** 1) 2010-2013 年的行业低谷后，上市保险公司均在以友邦为榜样，推进价值转型。2) 中国平安和中国太保开始披露重要数据，其中保障型产品的占比提升是价值转型的重要表现，而死差扩大、剩余边际摊销增长则是反映 EV 和利润稳定性的最关键指标。3) 健康险等高价率值的保障型业务进入快速增长期，可确保 EV 的高成长性；死差和剩余边际扩大可改善 EV 的稳定性。EV 高成长性+高稳定性有望推动 P/EV 仿效友邦保险，正式进入上升通道。
- **价值转型可同时带来 EV 规模与 P/EV 的长期持续提升！** 利差改善的环境下，价值转型可同时提升 EV 的成长性与稳定性，预计保险公司的 P/EV 估值水平将正式进入上升通道。目前股价对应中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 2017 年 P/EV 为 1.05、1.26、1.08、1.16 倍，未来有望根据转型效果陆续提升至 1.5 倍以上。EV 增长叠加 P/EV 提升，“增持”评级。
- **风险提示：** 权益市场下跌导致业绩估值双重压力。

目 录

投资要点	6
1. 友邦保险：价值经营的“传道士”	9
1.1 发展历程：2010 年独立上市，百年老店重获新生	9
1.2 整体业绩：2010-2016 年 NBV 和 EV 年均复合增长 26.6%、9.3%	9
1.3 业务布局：中国业务是友邦保险 NBV 增长的主要来源	10
1.4 渠道策略：代理人渠道精益求精，伙伴渠道 NBV 快速增长	12
1.5 队伍策略：打造精英制队伍，MDRT 会员人数冠绝全球	13
1.6 产品策略：聚焦新业务价值率提升	14
2. 友邦高估值的原因：EV 的高稳定性+高成长性	15
2.1 可信度高：EV 假设每年动态调整，经验差异较小	16
2.2 稳定性强：利差占比小，EV 的利率弹性低 + 投资收益率稳定	17
2.3 成长性好：NBV 增速长期稳定在 20% 以上，NBV Margin 遥遥领先	19
3. 友邦高估值的启示：国内保险公司 P/EV 进入上升通道	20
3.1 EV 成长性与稳定性改善：价值转型不断深入，重要数据开始披露	21
3.2 EV 可信度改善：风险贴现率假设过高，长期投资收益率假设被调低	23
3.3 投资建议：价值转型可带来 EV 与 P/EV 的持续提升，“增持”评级！	23

图目录

图 1	各保险公司 2017 年 7 月 14 日静态 PEV 对比（倍）	6
图 2	各保险公司的 NBV 同比增速对比	7
图 3	各保险公司的 NBV Margin 对比	7
图 4	友邦保险与友邦中国 2016 年的 IFRS Operating Profit 结构	7
图 5	平安寿险的长期保障型业务在个险新单中的占比	8
图 6	2016 年平安寿险各类产品的新业务价值率	8
图 7	平安寿险剩余边际摊销情况	8
图 8	2016 年平安寿险 NBV 的三差结构	8
图 9	太保寿险的长期保障型业务在新单保费中的占比	8
图 10	太保寿险的剩余边际余额（亿元）	8
图 11	友邦保险年化新保费（ANP）规模与增速	10
图 12	友邦保险的新业务价值率（NBV Margin）	10
图 13	友邦保险新业务价值（NBV）规模与增速	10
图 14	友邦保险内含价值（EV）规模与增速	10
图 15	友邦保险 NBV 的各市场贡献占比（各市场 NBV /NBV）	11
图 16	友邦中国 NBV 增速与友邦其他市场增速对比	11
图 17	友邦保险各个市场的新业务价值率（NBV Margin）对比	11
图 18	友邦保险 NBV 增长的贡献占比（各市场 NBV 增量/NBV 总体增量）	12
图 19	友邦保险代理人渠道与伙伴渠道的 NBV（亿美元）	12
图 20	友邦保险代理人渠道与伙伴渠道的 NBV 占比	13
图 21	友邦保险代理人渠道与伙伴渠道的 NBV Margin	13
图 22	友邦保险 MDRT 会员数量与增速	13
图 23	各险种贡献的 NBV 占比	14
图 24	友邦保险静态 PEV（倍）	15
图 25	A 股四家保险公司静态 PEV（倍）	15
图 26	各保险公司 2017 年 7 月 14 日静态 PEV 对比（倍）	15
图 27	友邦保险与友邦中国 2016 年的 IFRS Operating Profit 结构	17
图 28	死亡率/伤病率下降 10%对于友邦内含价值变动的影响	18
图 29	利率下降 50 个基点对于友邦内含价值变动的影响	18

图 30	股票价格下跌 10%对于友邦内含价值变动的影响.....	18
图 31	各保险公司的净投资收益率对比.....	19
图 32	各保险公司的大类资产配置对比.....	19
图 33	各保险公司的 NBV 同比增速对比.....	19
图 34	各保险公司的 NBV Margin 对比.....	20
图 35	友邦保险 ROEV.....	20
图 36	友邦保险 ROE.....	20
图 37	平安寿险的长期保障型业务在个险新单中的占比.....	21
图 38	2016 年平安寿险各类产品的新业务价值率.....	21
图 39	2016 年平安寿险 NBV 的产品结构.....	21
图 40	2016 年平安寿险 NBV 的三差结构.....	21
图 41	平安寿险剩余边际规模（百万元）.....	22
图 42	平安寿险剩余边际摊销情况.....	22
图 43	太保寿险的长期保障型业务在新单保费中的占比.....	22
图 44	太保寿险的产品期限结构.....	22
图 45	太保寿险剩余边际余额（亿元）.....	22
图 46	2016 年太保寿险的剩余边际结构.....	22

表目录

表 1	友邦保险在各个市场的寿险保费市场份额	10
表 2	友邦保险推出的代表性健康险产品	14
表 3	友邦保险的 EV 假设.....	16
表 4	2011-2016 年的友邦保险的 EV 变动	16
表 5	友邦中国与内地保险公司的最新 EV 假设	17
表 6	内地保险公司调整后（按友邦中国精算假设）的 EV 变动.....	17
表 7	上市保险公司估值及盈利预测	24

投资要点

友邦保险是险企价值转型的最佳学习榜样，其P/EV估值显著高于国内保险公司，并呈现出长期上升的趋势。高估值的原因在于EV的高成长性和高稳定性。参照友邦经验，国内保障型业务进入快速发展期可保证NBV的高速增长，死差和剩余边际扩大可改善EV的稳定性，因此国内保险公司的P/EV亦将进入上升通道。EV增长叠加P/EV提升，戴维斯双击，“增持”评级！

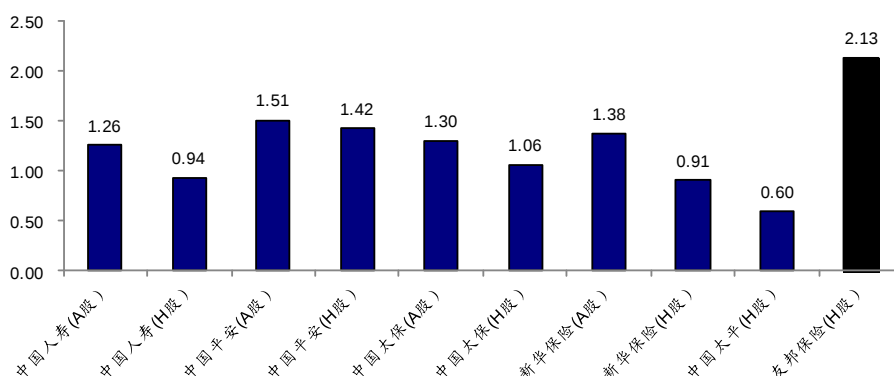
估值分析

利差改善的环境下，价值转型可同时提升内含价值的成长性与稳定性，预计保险公司的P/EV估值水平将仿效友邦保险，正式进入上升通道。目前股价对应中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险2017年P/EV为1.05、1.26、1.08、1.16倍，未来有望根据价值转型效果陆续提升至1.5倍以上。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 1、现象：友邦保险的内含价值倍数（P/EV）显著高于国内保险公司，并呈现出长期上升的趋势。2010年上市以来，友邦保险P/EV（静态PEV）由2010年10月29日的1.45倍上升至2017年7月14日的2.13倍，而A股4家保险公司估值水平则长期处于下降通道。

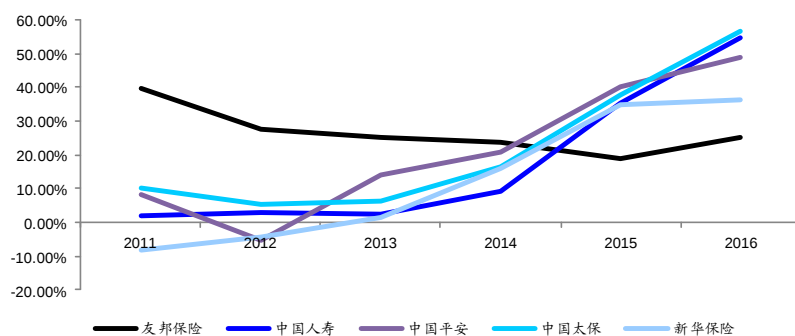
图1 各保险公司 2017 年 7 月 14 日静态 PEV 对比（倍）



资料来源：友邦保险财报，Wind，海通证券研究所

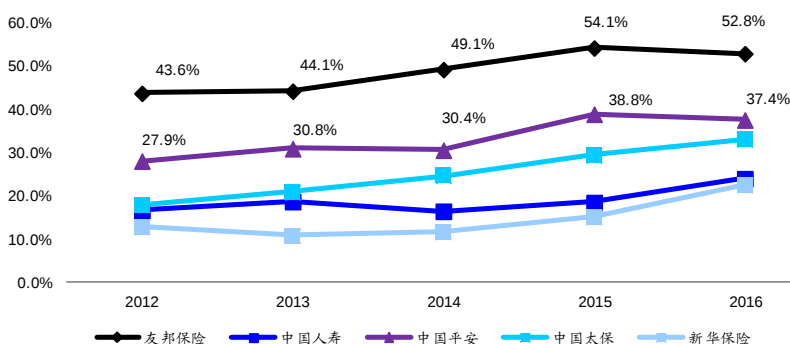
- 2、解释：友邦保险EV的高成长性+高稳定性。
 - 1) EV成长性好：2010-2016年，友邦保险的NBV年均复合增速高达26.6%，而中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的增速分别为16.4%、21.9%、20.9%和14.1%。2016年友邦NBV Margin高达52.8%，遥遥领先于所有同业。业绩的背后原因在于公司上市后进一步推动精耕细作的价值增长之路，并采取了配套的渠道策略（以个险为核心的多元化渠道发展）、队伍策略（Agency2.0、“最优秀代理”）、产品策略（主打保障型产品）和客户经营策略（定位于经济发达地区的富裕客户）。
 - 2) EV稳定性强：2016年，友邦保险IFRS Operating Profit结构中的死差（非利差）占比高达63%，因此EV受到利率、投资收益率等易变因素的影响很小。另外2011-2016年友邦净投资收益率稳定在4.0%-4.4%，波动幅度远小于A股保险公司，因此利差也相对稳定。
 - 3) EV可信度高：EV假设每年动态调整，EV假设与实际的偏差带来的EV变动很小。

图2 各保险公司的 NBV 同比增速对比



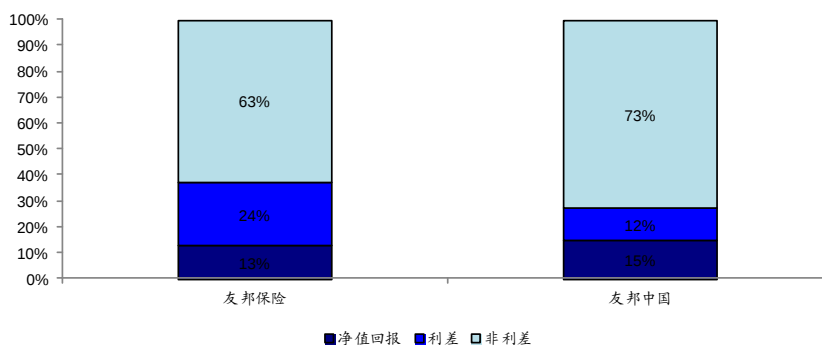
资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

图3 各保险公司的 NBV Margin 对比



资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

图4 友邦保险与友邦中国 2016 年的 IFRS Operating Profit 结构



资料来源：友邦保险财报，Wind，海通证券研究所

3、启示：国内保险公司 P/EV 进入上升通道。

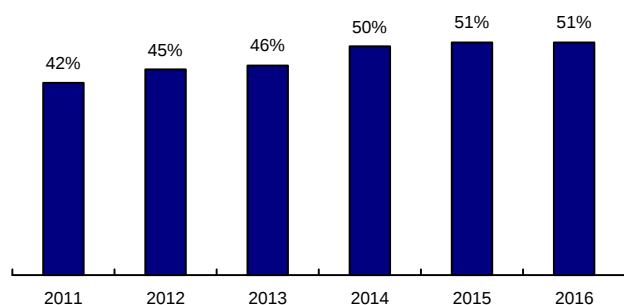
1) 2010-2013 年的行业低谷后，国内上市保险公司均在以友邦为榜样，推进价值转型。新业务价值率、渠道结构（个险保费占比）、产品结构（保障型产品保费占比）、期限结构（长期期交产品保费占比）、代理人质量（活动率、人均产能）均有显著改善。

2) 中国平安和中国太保开始披露重要数据，其中保障型产品的占比提升是价值转

型的重要表现，而死差扩大、剩余边际摊销增长则是反映EV和利润稳定性的最关键指标。

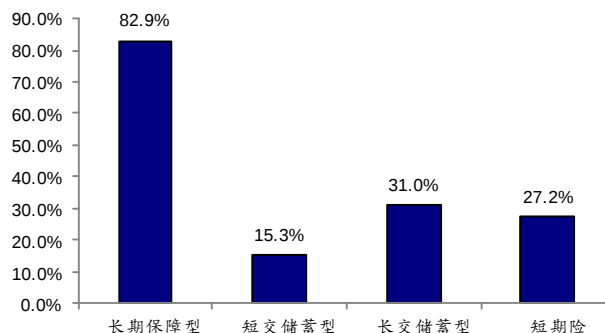
3) 健康险等高价值率的保障型业务进入快速增长期，可确保EV的高成长性；死差和剩余边际扩大可改善EV的稳定性。EV高成长性+高稳定性有望推动P/EV仿效友邦保险，正式进入上升通道。

图5 平安寿险的长期保障型业务在个险新单中的占比



资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图6 2016 年平安寿险各类产品的新业务价值率



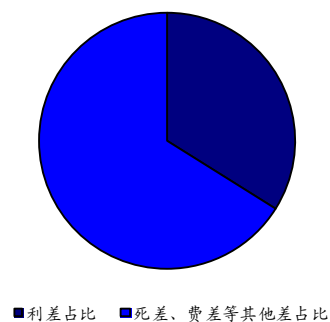
资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图7 平安寿险剩余边际摊销情况



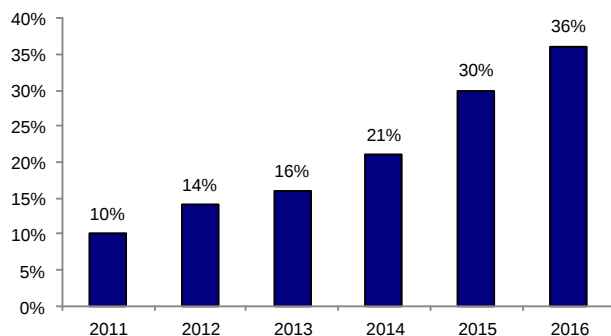
资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图8 2016 年平安寿险 NBV 的三差结构



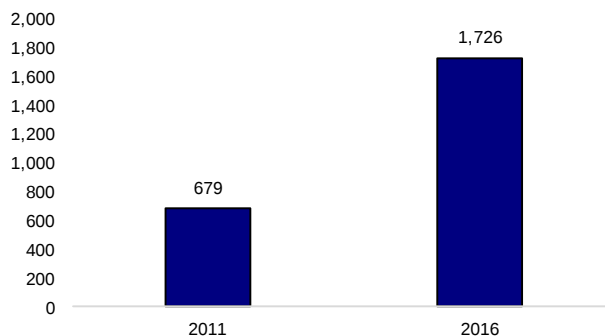
资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图9 太保寿险的长期保障型业务在新单保费中的占比



资料来源：中国太保年报，海通证券研究所

图10 太保寿险的剩余边际余额 (亿元)



资料来源：中国太保年报，海通证券研究所

1. 友邦保险：价值经营的“传道士”

友邦保险的历史可追溯至 1919 年创始人史戴于上海成立保险代理公司，公司已有接近 100 年的底蕴。2010 年在香港联交所独立上市后，友邦保险专注于亚太地区（日本除外）的寿险业务，业务覆盖了亚太区内的 18 个市场——香港、中国大陆、泰国、新加坡、马来西亚、韩国、菲律宾、澳大利亚、印尼、台湾、越南、新西兰、澳门、文莱、柬埔寨、缅甸、斯里兰卡（97%权益）、印度（49%权益）。截至 2016 年末，内含价值达 421.14 亿美元。

友邦保险是中国寿险行业价值经营的“传道士”，25 年来一直是中国寿险公司的最佳学习榜样。1992 年，友邦保险设立上海分公司恢复在中国的业务，并将寿险代理人制度（个险渠道）引入国内。作为唯一的外商独资保险公司，友邦中国一直以优秀的业务和销售队伍品质享誉行业。2010 年上市以后，公司进一步推动精耕细作的价值增长之路，并在价值增长导向下，采取了与之配套的渠道策略（以个险为核心的多元化渠道发展）、队伍策略（Agency2.0、“最优秀代理”）、产品策略（主打保障型产品）和客户经营策略（以经济发达地区富裕客户为目标的客户定位、以客户为中心的二次开发）。

1.1 发展历程：2010 年独立上市，百年老店重获新生

1) 创业初期（1919-1947 年）。1931 年，AIG 创始人史戴在上海成立四海保险公司（INTASCO），1931 年进入香港和新加坡，1938 年进入泰国。1947 年，公司总部从上海迁至香港，并正式更名为友邦保险（AIA）。

2) 东南亚扩张期（1948-1991 年）。1948 年进入马来西亚、1957 年文莱、1972 年澳大利亚、1981 年新西兰、1982 年澳门、1984 年印尼、1987 年韩国、1990 年台湾。1969 年，保险业传奇人物格林伯格开始担任 AIG 的 CEO，AIG 进入快速成长期。

3) 中国内地布局期（1992-2002 年）。1992 年进入上海，成为中国首家取得牌照的全外资寿险公司，1995 年进入广州，1999 年深圳、佛山，2002 年北京、苏州、东莞、江门。此外，公司继续扩大东南亚业务，2000 年进入越南，2001 年印度。

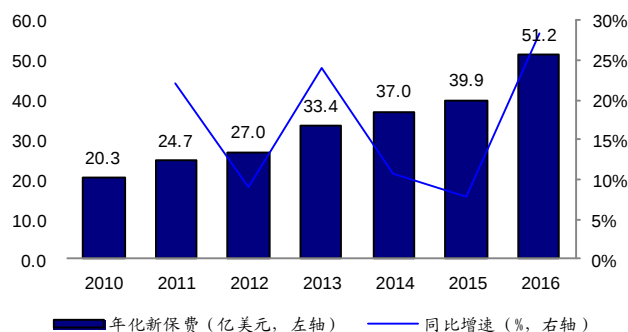
4) 独立上市期（脱离 AIG）（2009-2010 年）。金融危机后，母公司 AIG 迫于债务压力，进行资产重组并推动友邦上市。2009 年，AIG 重组亚太地区的保险企业，合并成为友邦保险集团。2010 年，英国保诚收购未果，友邦保险寻求在香港独立上市。友邦 IPO 国际配售部分获超 10 倍认购，以上限价格定价（19.68 港元）多发售 11.7 亿股，共筹资 1383 亿港元，成为香港市场 2010 年 IPO 之王。至 2012 年，AIG 陆续售清了所持友邦保险的全部股份。友邦保险脱离 AIG 激发了经营的主动性和活力，从此进入新的发展阶段。

5) 深化价值经营期（2010 年至今）。独立上市后，友邦保险进一步推动精耕细作的价值增长之路，NBV Margin 不断提升，MDRT 会员人数位列全球第一，NBV 与 EV 持续高速增长。另外，2013 年收购 ING 马来西亚、Aviva NDB Insurance 斯里兰卡，同时进入缅甸，2015 年进入柬埔寨。

1.2 整体业绩：2010-2016 年 NBV 和 EV 年均复合增长 26.6%、9.3%

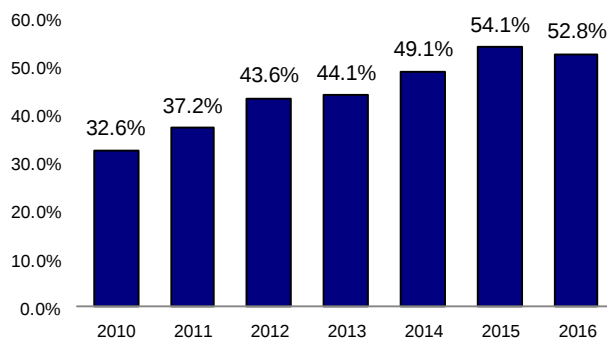
2010 年上市以来，友邦保险的保费规模稳健增长，产品结构持续优化，业务品质显著提升，“量价齐升”促进新业务价值（NBV）与内含价值（EV）持续快速增长。2010-2016 年，公司年化新保费（期交保费+10%趸交保费；ANP）年均复合增长 16.7%，而 NBV 的年均复合增长率则高达 26.6%。NBV 增速显著高于 ANP 的原因在于新业务价值率大幅提升，新业务价值率从 2010 年的 32.6% 上升至 2016 年的 52.8%。另外，NBV 呈现出非常稳定的增长态势，每年的同比增速基本均高于 20%，未出现过低谷期。受 NBV 增长和 EV 预期回报的驱动，2010-2016 年 EV 年均复合增长率为 9.3%。

图11 友邦保险年化新保费（ANP）规模与增速



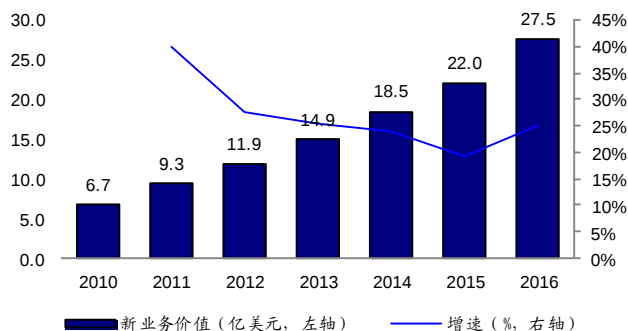
资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图12 友邦保险的新业务价值率（NBV Margin）



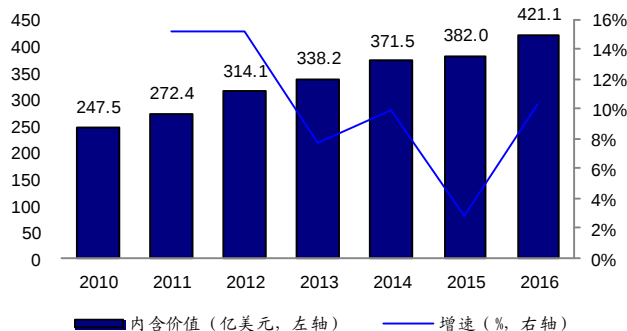
资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图13 友邦保险新业务价值（NBV）规模与增速



资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图14 友邦保险内含价值（EV）规模与增速



资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

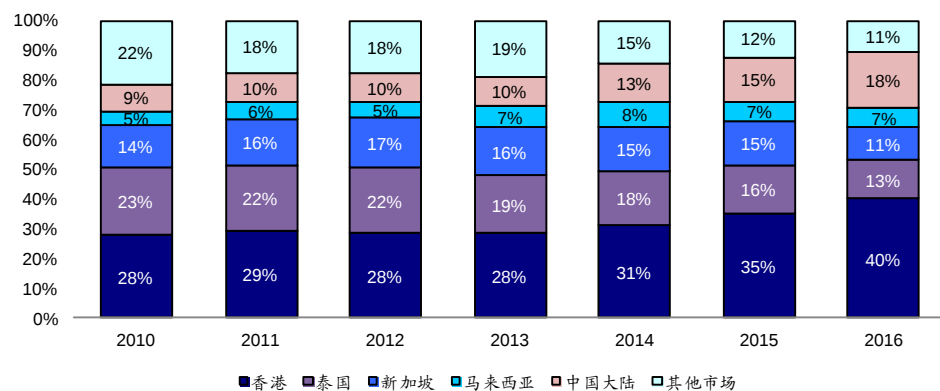
1.3 业务布局： 中国业务是友邦保险 NBV 增长的主要来源

友邦保险在香港、泰国、新加坡、马来西亚的寿险保费市场份额较高，2016 年分别为 16.3%、23.0%、20.4%、21.7%，而在中国大陆的市场份额仅为 1.0%。但友邦保险的自身业务方面，中国大陆的业务规模已超过所有东南亚国家，位列第二。2016 年，香港、中国大陆、泰国、新加坡、马来西亚的 NBV 贡献占比分别为 40%、18%、13%、11%和 7%。

表 1 友邦保险在各个市场的寿险保费市场份额

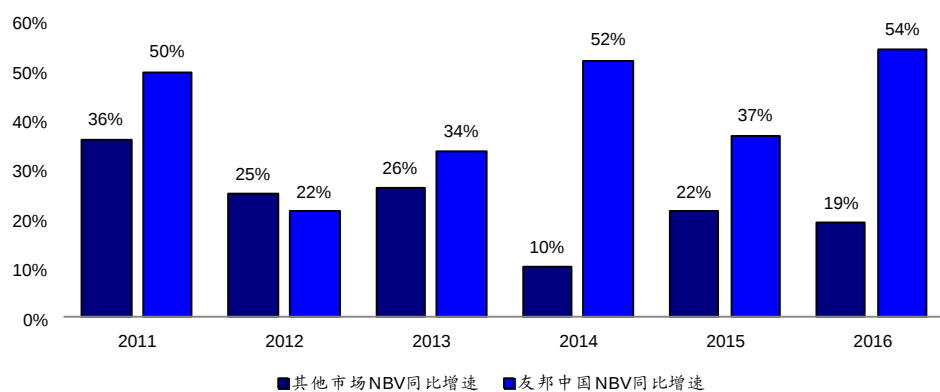
保费市场份额	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
香港	13.8%	13.4%	13.8%	13.8%	15.6%	15.6%	16.3%
泰国	35.8%	33.7%	26.0%	29.3%	24.3%	23.7%	23.0%
新加坡	20.9%	21.4%	20.1%	21.9%	23.8%	24.8%	20.4%
马来西亚	10.3%	10.8%	11.0%	22.5%	26.2%	25.9%	21.7%
中国大陆	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
其他市场	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.9%

资料来源：友邦保险财报，sigma，海通证券研究所

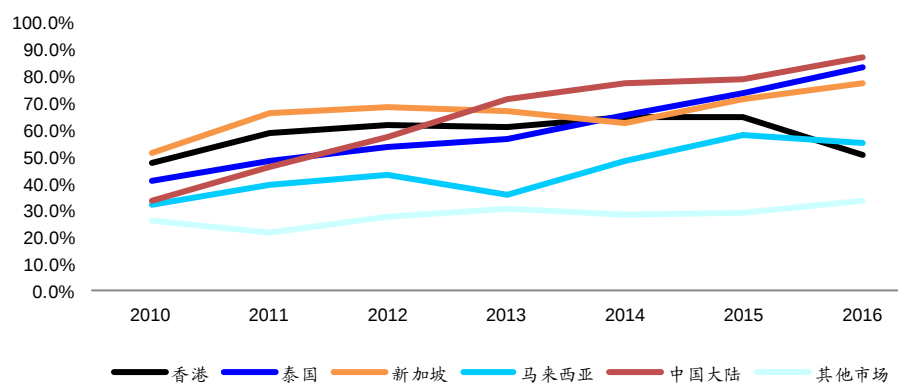
图15 友邦保险 NBV 的各市场贡献占比（各市场 NBV /NBV）


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

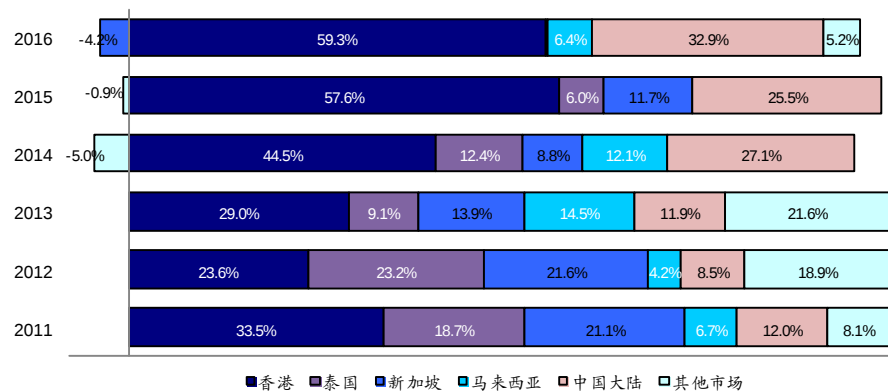
友邦中国的 NBV 增长和 NBV Margin 提升均显著优于友邦其他市场，已经成为友邦保险价值增长的主要贡献来源。2010-2016 年，友邦中国 NBV 的年均复合增长率高达 41.1%，大幅领先于友邦其他市场的 22.9%。友邦中国的 NBV Margin 则从 2010 年的 33.6% 增长至 2016 年的 86.4%，提升幅度冠绝全球！因此，2016 年友邦中国的 NBV 增长对于友邦整体 NBV 增长的贡献程度已达 32.9%，仅次于友邦香港的 59.3%。

图16 友邦中国 NBV 增速与友邦其他市场增速对比


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图17 友邦保险各个市场的新业务价值率（NBV Margin）对比


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图18 友邦保险 NBV 增长的贡献占比（各市场 NBV 增量/NBV 总体增量）


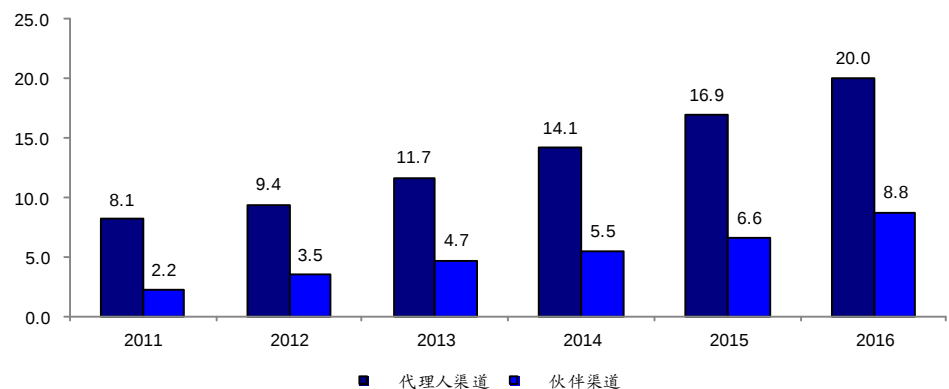
资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

2010 年以来，友邦中国取得辉煌业绩的原因在于：公司出台价值主导的费用考核政策，建立以代理人渠道为核心的多元化体系，业务上形成了保障型产品为核心、精英制队伍为基础、深度开展客户经营的发展特色。

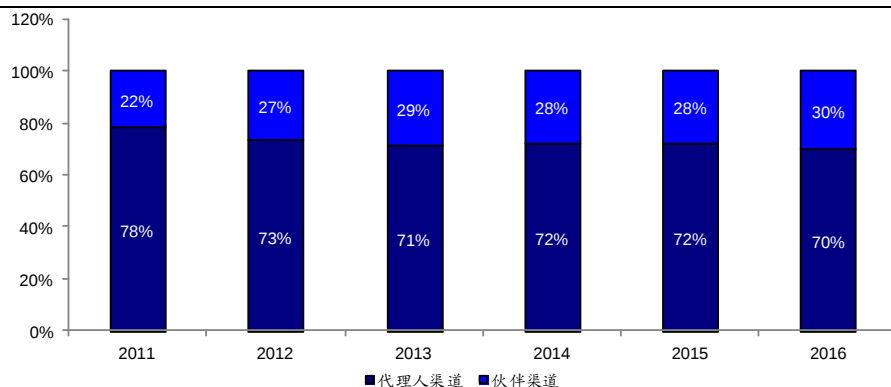
1.4 渠道策略：代理人渠道精益求精，伙伴渠道 NBV 快速增长

友邦保险坚持以代理人渠道为核心的多元化发展策略，高素质的代理人队伍始终是友邦保险成功的关键。但同时，近年来伙伴渠道（银保+中介+直销）也迎来了高速发展期，贡献的 NBV 规模快速增长。2011-2016 年，代理人渠道 NBV 年均复合增长 19.7%，而伙伴渠道 NBV 年均复合增长 31.9%，伙伴渠道在 NBV 中的占比从 2011 年的 22%提升到了 2016 年的 30%。另外，代理人渠道 NBV Margin 从 2011 年的 49.4%提升至 2016 年的 64.1%，伙伴渠道 NBV Margin 则从 2011 年的 26.4%提升至 2016 年的 43.5%，后者的提升幅度同样高于前者。

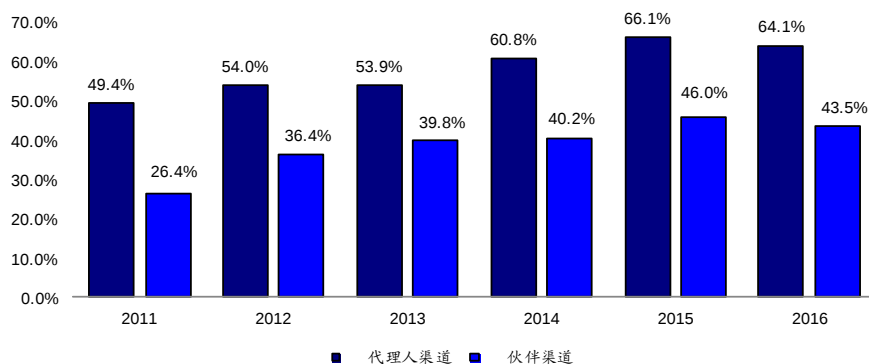
友邦保险将“以价值为导向”的理念应用至所有渠道，与各方建立深入的长期合作伙伴关系，比如与零售银行签订独家分销协议。2013 年 12 月，友邦保险与花旗银行签订了为期 15 年的独家“一对一”策略性伙伴协议，拟备多项业务计划，推出逾 80 项产品，其中个险主打的“传世经典”等高端保障型产品引入银行渠道销售。可见，银保渠道的未来在于保险公司与银行的“一对一”深度合作，在双方的共同诉求下，银行渠道具备销售长期期交的保障型产品的潜力。

图19 友邦保险代理人渠道与伙伴渠道的 NBV（亿美元）


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图20 友邦保险代理人渠道与伙伴渠道的 NBV 占比


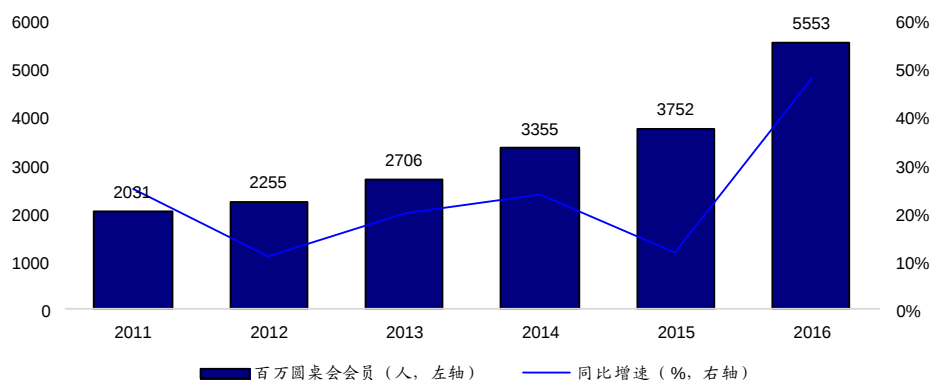
资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图21 友邦保险代理人渠道与伙伴渠道的 NBV Margin


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

1.5 队伍策略：打造精英制队伍，MDRT 会员人数冠绝全球

友邦保险战略转型的基础是精英制队伍建设，公司贯彻执行“最优秀代理”策略，2015-2016 年蝉联全球百万圆桌会（MDRT；保险业界最高荣誉）会员人数最多的公司。2010-2016 年友邦 MDRT 会员人数年均复合增长 22.7%。

图22 友邦保险 MDRT 会员数量与增速


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

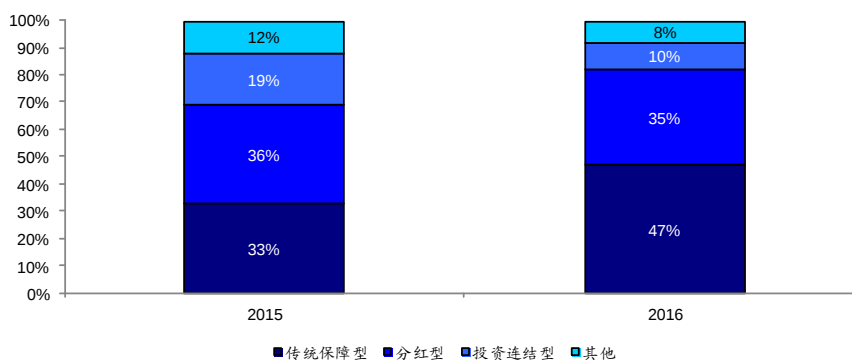
1) 理念和目标引领方面, 友邦充分发扬“自主创业”的核心理念, 让每一个代理人树立起“企业家”意识。2) 营销培训体系方面, 友邦改变传统的单纯以营销员个人经验和能力习惯传承为基础的培养模式, 建立了完善的营销培训体系, 设置 MDRT、CHFP、SAV、SUP 等实用心理学课程, 引进 LIMRA、GAMA 等国际专业管理培训系列课程, 以及为主管设计的卓越经理人培训课程。3) 代理人考核方面, 友邦中国自 Agency 2.0 开始实施严格考核, 且考核基数不断提升, 推动原来的“蚂蚁兵团”逐渐向“精兵制”发展。4) 分公司考核方面, 友邦将薪酬考核指标中的“代理人数量”变成“活动营销员人数”, 引导队伍发展从追求数量转移到追求质量。

1.6 产品策略: 聚焦新业务价值率提升

友邦保险以高价值率的保障型产品作为价值驱动战略的载体, 采取了主推保障型产品的蓝海战略。以友邦中国为例, 2010 年 7 月公司首次推出全佑系列产品“五合一”, 涵盖重疾、身故、全残、疾病终末期、老年长期护理等五项保险责任, 之后又推出保障范围更宽的其他升级产品。2014 年公司推出了高件均保费、高价值率的“传世经典”系列产品, 产品起保保额 200 万, 件均保费高于 10 万。以上两类保障型产品的推动大大促进了业务增长, 同时对整体新业务价值率的提升作用显著。

另外, 友邦自 2011 年在亚太地区推出了多款健康保障型产品, 并在新加坡、澳大利亚、菲律宾、香港、马来西亚、泰国推出了亚太区唯一的综合健康平台“AIA Vitality”。“AIA Vitality”以科学数据为依据, 为参与者提供改善健康所需的知识、工具和激励。

图23 各险种贡献的 NBV 占比



资料来源: 友邦保险财报, 海通证券研究所

表 2 友邦保险推出的代表性健康险产品

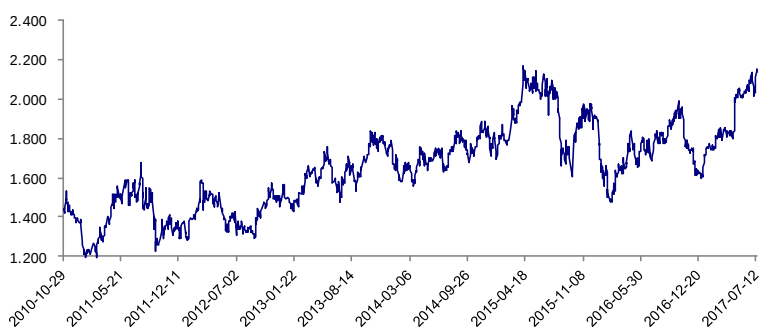
国家/地区	推出日期	产品名称	主要特征
新加坡	2017/3	AIA Diabetes Care (AIA Vitality)	提供糖尿病相关并发症的覆盖。
中国大陆	2016/11	友邦全佑一生 (倍呵护) 重疾保险计划	为儿童提供周全长远的终身健康保障; 疾病保障高达 69 种; 并涵盖老年长期护理、身故、全残、疾病终末期阶段等多项保障; 同时包含豁免保费功能。
印度	2016/7	Vital Care Pro	覆盖 15 种疾病; 每月获得额外赔偿; 同时提供将保险覆盖到配偶的灵活选择。
香港	2016/4	加裕倍安保 (加强版)	提供市场首创的癌症多重赔偿; 重新定义危疾保险; 为癌症持续、扩散、复发或新一次癌症提供多达两次的额外赔偿。
马来西亚	2015/9	A-Life Cancer360 (AIA Vitality)	完整的癌症保护计划, 从癌症早期覆盖到晚期。加入 AIA Vitality 可以获得年度奖金, 在每一个保单周年日获得基本保费 50% 的奖金。

资料来源: 友邦保险官网, 海通证券研究所

2. 友邦高估值的原因：EV 的高稳定性+高成长性

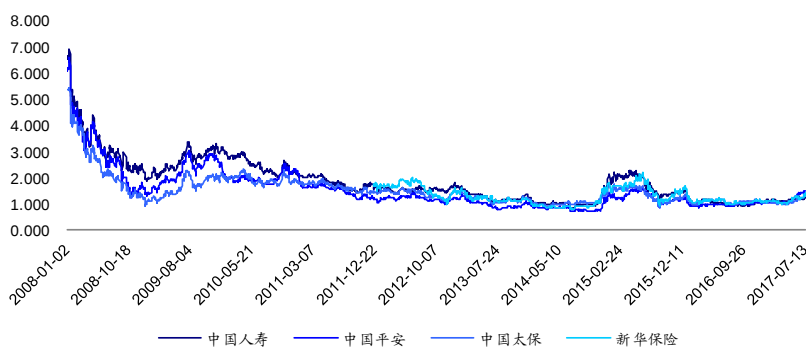
友邦保险的内含价值倍数 (P/EV) 显著高于国内保险公司，并呈现出长期上升的趋势。2010 年上市以来，友邦保险 P/EV (静态 PEV) 由 2010 年 10 月 29 日的 1.45 倍上升至 2017 年 7 月 14 日的 2.13 倍，而 A 股 4 家保险公司估值水平则长期处于下降通道。目前 A 股中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险静态 PEV 分别为 1.26、1.51、1.30 和 1.38 倍，对应的 H 股分别为 0.94、1.42、1.06、0.91 倍。

图24 友邦保险静态 PEV (倍)



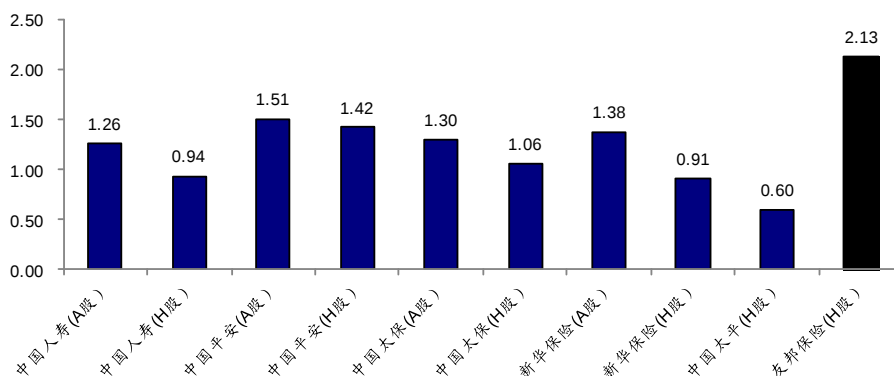
资料来源：友邦保险财报，Wind，海通证券研究所

图25 A 股四家保险公司静态 PEV (倍)



资料来源：友邦保险财报，Wind，海通证券研究所

图26 各保险公司 2017 年 7 月 14 日静态 PEV 对比 (倍)



资料来源：友邦保险财报，Wind，海通证券研究所

寿险公司的内含价值倍数 (P/EV) 理论上应当取决于 EV 和 NBV 的三大因素：可信度、稳定性、成长性。其中，可信度指 EV 假设是否审慎，稳定性指 EV 受利率或其他易变因素的影响程度是否较小，成长性指 NBV/EV 的增速水平是否可持续高位。我们判断，友邦保险 P/EV 上升的过程反映的正是其 EV 和 NBV 的 1) 持续稳健的成长性；2) 不断提升的稳定性。

2.1 可信度高：EV 假设每年动态调整，经验差异较小

友邦保险每年都会参考各市场 10 年期政府债券收益率等实际经验，对风险贴现率假设、投资回报率假设等进行调整。调整的频率远高于国内保险公司，因此友邦 EV 假设与实际情况的契合程度理应更高。2011-2016 年，EV 变动中的投资回报差异总计 1.4 亿美元，占 2011 年初 EV 比例仅为 -0.6%；营运经验差异总计 12.5 亿美元，占 2011 年初 EV 比例为 5.0%。可见，EV 假设与实际经验的偏差带来的 EV 变动很小，EV 假设的合理性强，因此 EV 规模可信度高，我们无需对保险公司披露的 EV 给予折价。

表 3 友邦保险的 EV 假设

	风险贴现率		10 年期国债收益率		股票收益率	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015
AIA 澳大利亚	7.35%	7.75%	3.00%	3.40%	7.50%	7.50%
AIA 中国	9.55%	9.75%	3.50%	3.70%	9.30%	9.50%
AIA 香港	7.00%	7.00%	2.50%	2.50%	7.60%	7.55%
AIA 印度尼西亚	13.50%	13.50%	8.00%	8.00%	12.50%	12.80%
AIA 韩国	8.60%	9.10%	2.70%	3.20%	7.20%	7.20%
AIA 马来西亚	8.75%	8.75%	4.20%	4.20%	8.80%	8.75%
Philam Life	11.00%	10.50%	4.50%	4.00%	9.70%	9.20%
AIA 新加坡	6.90%	6.90%	2.50%	2.50%	7.00%	7.00%
AIA 斯里兰卡	15.70%	15.70%	10.00%	10.00%	12.00%	11.70%
AIA 台湾	7.85%	7.85%	1.60%	1.60%	6.60%	6.60%
AIA 泰国	8.60%	8.80%	3.20%	3.40%	9.00%	9.20%
AIA 越南	12.80%	13.80%	7.00%	8.00%	12.30%	13.80%

资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

表 4 2011-2016 年的友邦保险的 EV 变动

	规模 (百万美元)	占比
2011 年初内含价值	24748	100.0%
+内含价值的预计回报	14797	59.8%
+新业务价值	10403	42.0%
+营运经验差异	1246	5.0%
+投资回报差异	-140	-0.6%
+股息	-3922	-15.8%
+汇率变动的影响	-3291	-13.3%
+其他	-1727	-7.0%
2016 年内含价值	42114	170.2%

资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

若按照友邦中国的精算假设来测算内地上市保险公司的 EV，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的 2016 年末 EV 将分别变动 -3.72%、+0.57%、-1.15% 和 +1.80%。2016 年友邦中国的风险贴现率假设为 9.55%，低于内地保险公司的 10%-11.5%；投资收益率假设约为 4.66%，同样低于内地保险公司的 5%。综上，目前内地保险公司的精算假设审慎程度与友邦中国基本相当。

表 5 友邦中国与内地保险公司的最新 EV 假设

	风险贴现率假设	投资收益率假设
中国人寿	10.00%	5.00%
中国平安	11.00%	5.00%
中国太保	11.00%	5.00%
新华保险	11.50%	5.00%
AIA 中国	9.55%	4.66%

资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

表 6 内地保险公司调整后（按友邦中国精算假设）的 EV 变动

	EV（百万元）	调整后 EV（百万元） （按友邦中国精算假设）	EV 变动
中国人寿	652,057	627,800	-3.72%
中国平安	637,703	641,325	0.57%
中国太保	245,939	243,102	-1.15%
新华保险	129,450	131,779	1.80%

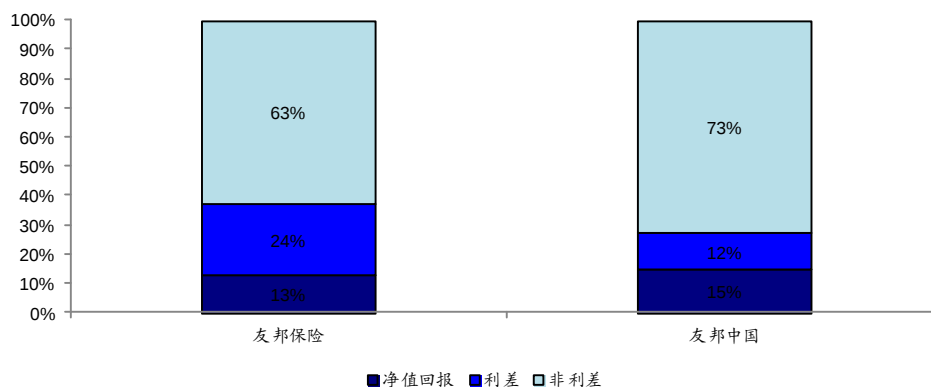
资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

2.2 稳定性强：利差占比小，EV 的利率弹性低 + 投资收益率稳定

寿险公司的利润与价值可分为利差、死差、费差及其他差，其中利差受到利率、投资收益率等资本市场因素的影响巨大。由于利率、投资收益率的波动性远大于死亡率、发病率等社会因素，因此利差占比高的寿险公司的 EV 稳定性必然差，相反主要依靠死差的公司 EV 稳定性强。

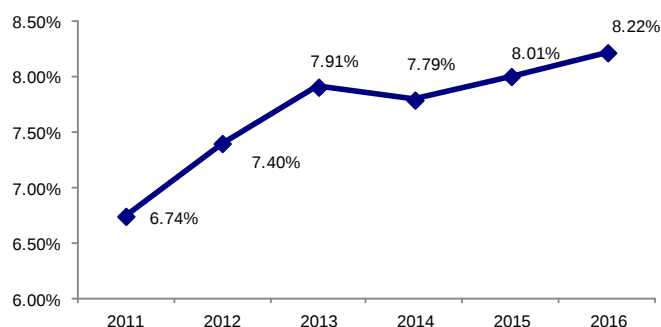
友邦保险主推保障型产品，而保障型产品的占比与死差占比紧密正相关（一般规律：保障型产品越多，死差越多；理财型产品越多，利差越多），因此友邦的利润和价值结构必然均以死差为主。2016 年，友邦保险 IFRS Operating Profit 结构中，死差等（非利差）占 63%（利差仅占 24%）；而友邦中国 IFRS Operating Profit 中的死差占比高达 73%。

图 27 友邦保险与友邦中国 2016 年的 IFRS Operating Profit 结构

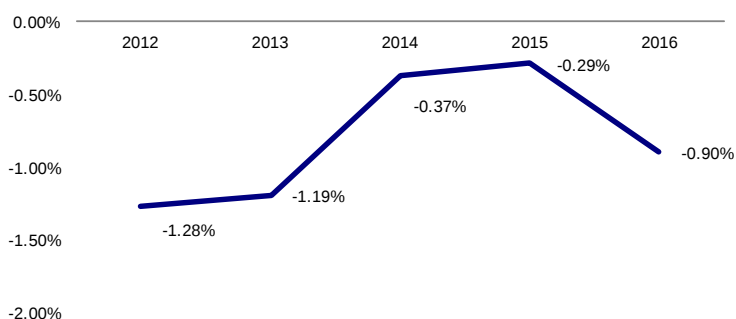


资料来源：友邦保险财报，Wind，海通证券研究所

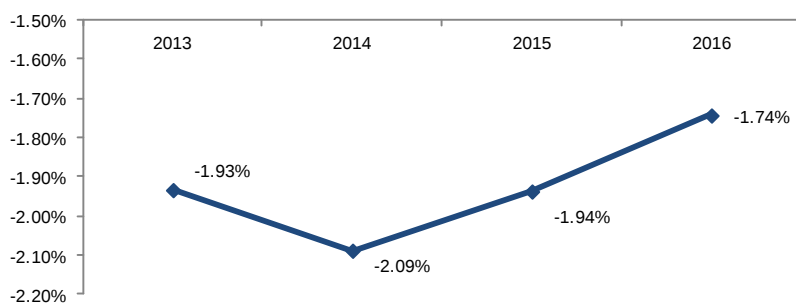
友邦保险内含价值的敏感性分析数据表明，死亡率/伤病率下降对 EV 的影响程度逐年增大，而利率下降、股票价格下降对 EV 的冲击力度则呈现出下降的趋势。这验证了我们对于友邦保险死差占比在长期提升的判断。

图28 死亡率/伤病率下降 10%对于友邦内含价值变动的影响


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图29 利率下降 50 个基点对于友邦内含价值变动的影响


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

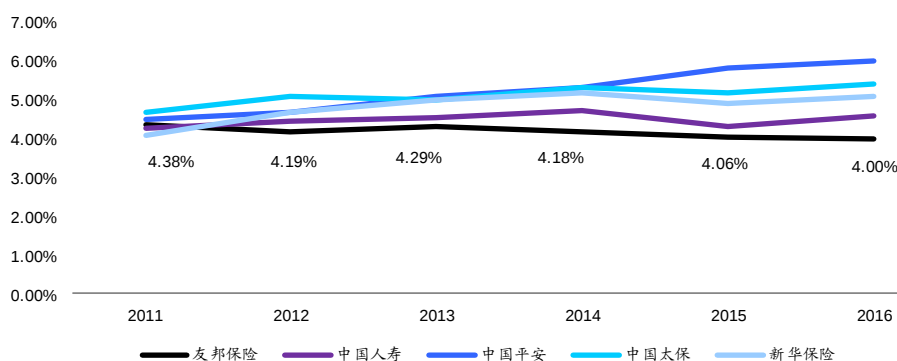
图30 股票价格下跌 10%对于友邦内含价值变动的影响


资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

另外，友邦保险的投资收益率更加平稳，因此利差水平较为稳定，更有助于 EV 的稳定性。2011-2016 年，公司净投资收益率稳定在 4.0%-4.4%，波动幅度远小于 A 股保险公司。波动幅度小的原因在于：1）固定收益类资产占比更高。不考虑投连独立账户，“保单持有人及股东投资大类资产配置”中，2016 年固收类资产、权益类资产、现金及等价物、投资性物业占比分别为 84%、11%、1%和 4%。其中固收类占比显著高于境内保险公司。2）友邦保险的投资资产遍布亚太区域，不同市场带来的分散效应能够有效减少整体收益率的波动。

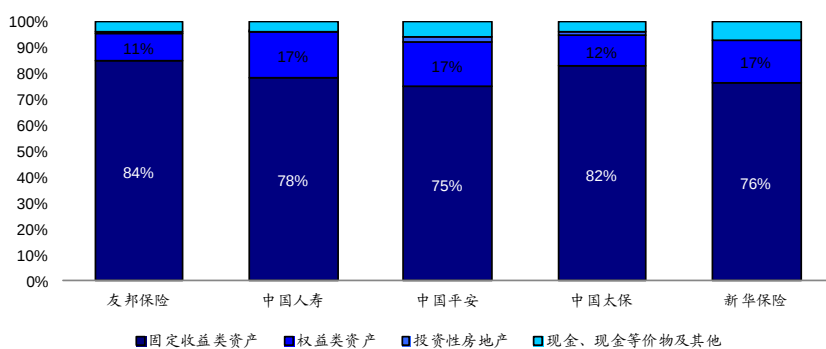
综上，友邦保险的利差占比持续降低，利差水平相对稳定，EV 的稳定性不断增强，因此基于 EV 的估值指标（P/EV）可有更强的表现。

图31 各保险公司的净投资收益率对比



资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

图32 各保险公司的大类资产配置对比

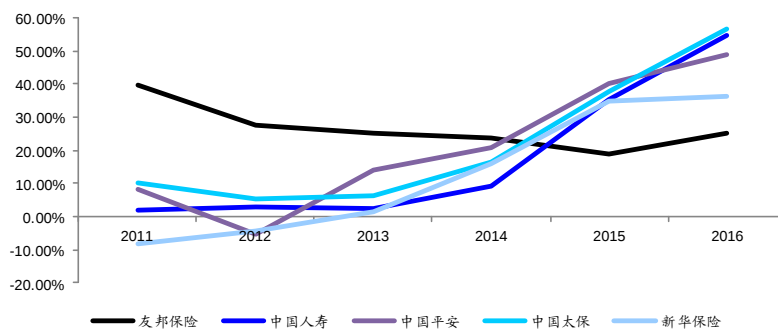


资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

2.3 成长性好：NBV 增速长期稳定在 20%以上，NBV Margin 遥遥领先

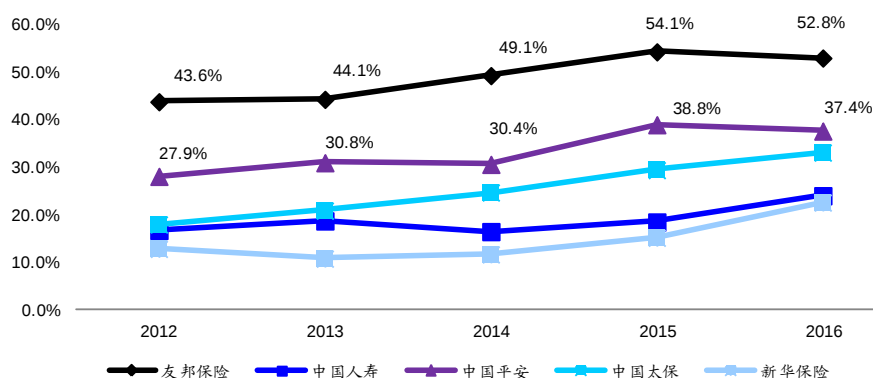
友邦保险高估值的核心原因在于 NBV 能长期保持在 20%以上的增速水平，价值的成长性卓越。2010-2016 年，友邦保险的 NBV 年均复合增速高达 26.6%，而中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的增速分别为 16.4%、21.9%、20.9%和 14.1%。友邦增速更高的原因在于 2010-2013 年的行业低谷期中，公司始终保持着高于 25%的 NBV 增速。NBV 的高速增长依赖于年化新保费（ANP）和 NBV Margin 的双重提升，其中后者的提升作用更大，2016 年友邦 NBV Margin 高达 52.8%，遥遥领先于所有同业。这些现象背后的原因在于公司上市以来推进的“价值深化改革”，以及配套的渠道、队伍、产品、客户经营策略（详见报告第一部分）。

图33 各保险公司的 NBV 同比增速对比



资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

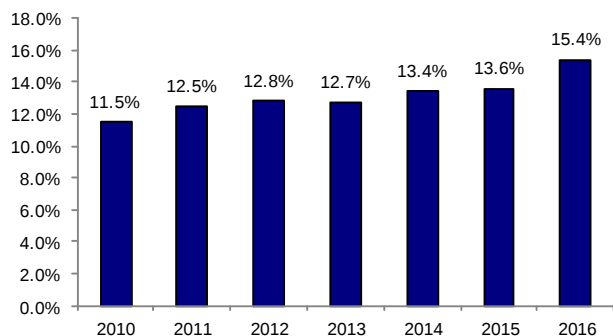
图34 各保险公司的 NBV Margin 对比



资料来源：上市保险公司财报，海通证券研究所

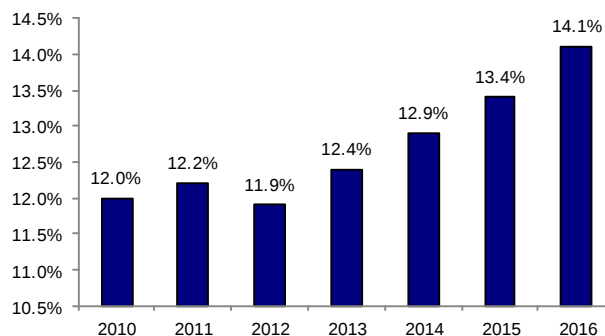
友邦保险的价值深化之路同时带来了 ROEV 和 ROE 的平稳增长，同样可以催化估值水平的提升。

图35 友邦保险 ROEV



资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

图36 友邦保险 ROE



资料来源：友邦保险财报，海通证券研究所

3. 友邦高估值的启示：国内保险公司 P/EV 进入上升通道

友邦保险一直是国内保险公司的学习对象，四家上市保险公司均正在以友邦为榜样，推进价值经营。2010-2013 年行业低谷期后，上市保险公司全部确立了以价值为导向（而非保费导向）的转型路径，新业务价值从 2014 年开始进入高速增长长期，同时新业务价值率、渠道结构（个险保费占比）、产品结构（保障型产品保费占比）、期限结构（长期期交产品保费占比）、代理人质量（活动率、人均产能）全部有显著改善。其中，中国平安是价值转型的先行者，中国太保全面的价值转型始于 2010 年，新华保险 2016 年开始大力推进转型，中国人寿的业务品质也在不断改善。

价值转型（叠加保障型市场空间广阔）一定会带来 NBV 的快速增长（“量价齐升”），以及 EV 稳定性的持续提升（死差占比扩大），但 2014 年至今的估值水平（P/EV）并未反映出价值转型的成果。其原因或许在于 1）此前价值转型尚处于初级阶段，需要时间的验证；2）保险公司以前尚未披露反映价值转型的相关数据；3）利率此前长期低预期破坏了 EV 的可信度，极大压低了估值水平。

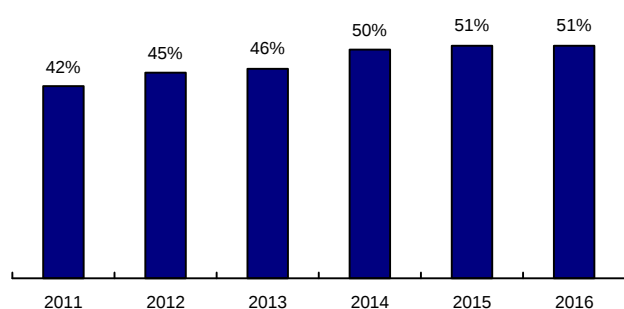
因此，在利率预期改善的环境下，随着中国平安、中国太保已开始加大价值转型相关数据的披露，价值转型的深入必然会带来估值水平的长期提升，国内保险公司的 P/EV 与友邦保险之间的差距必将缩小。综上，我们预计国内保险公司 P/EV 将进入上升通道。

3.1 EV 成长性与稳定性改善：价值转型不断深入，重要数据开始披露

保险公司此前的常规信息披露并不足以支撑价值转型逻辑，而 2016 年 12 月 9 日、2017 年 6 月 26 日，中国平安和中国太保分别召开了大型投资者交流会，首次披露了长期保障型产品占比、利差占比、剩余边际等重要数据。长期保障型产品（高 NBV Margin）的占比提升是价值转型的最重要的表现形式，可带来死差提升与剩余边际快速积累。而死差扩大、剩余边际摊销稳健增长则是反映 EV 稳定性与会计利润成长性的最关键指标。这些指标将成为中国平安和中国太保未来常规披露的数据，同时我们预计新华保险和中国人寿同样有望加强相关披露。

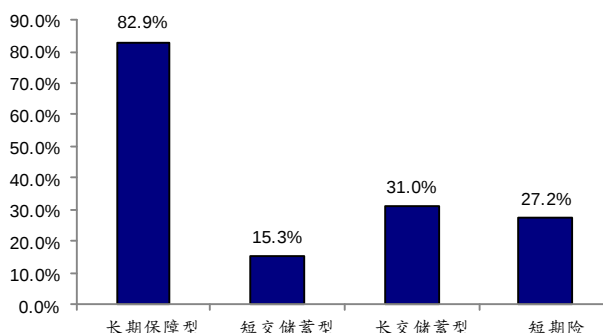
中国平安：1）长期保障型产品在个险新单中的占比从 2011 年的 42% 升至 2016 年的 51%。2016 年长期保障型的新业务价值率高达 82.9%，而长交储蓄型、短交储蓄型的新业务价值率分别仅 31.0% 和 15.3%。因此，长期保障型业务占比的上升能够提升整体新业务价值率，从而有利于 NBV 增长。2）2016 年 NBV 的利差占比仅为 34%，因此 NBV 和 EV 对投资收益率的敏感性较低。3）2016 年底，平安寿险剩余边际余额 4546.77 亿元，较 2015 年底增长 37.4%。2016 年剩余边际摊销为 381.98 亿元，同比增长 30.5%。近年，剩余边际摊销规模逐年递增，且同比增速逐年提升，能够在资本市场波动可控的情况下，保证利润的稳定快速增长。

图37 平安寿险的长期保障型业务在个险新单中的占比



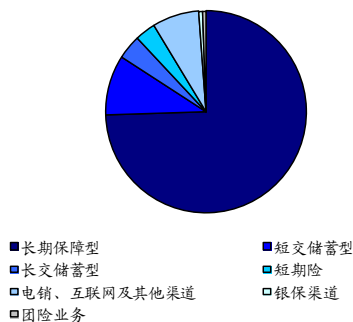
资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图38 2016 年平安寿险各类产品的新业务价值率



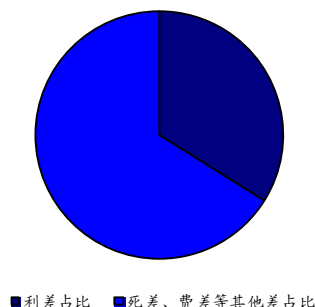
资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图39 2016 年平安寿险 NBV 的产品结构



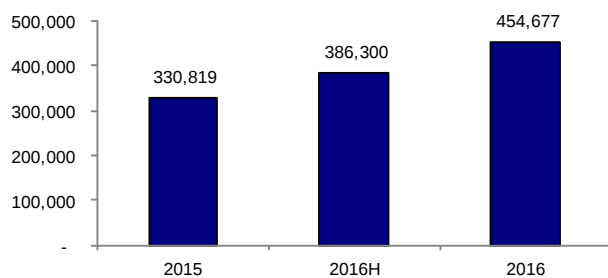
资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图40 2016 年平安寿险 NBV 的三差结构



资料来源：中国平安 2016 年报，海通证券研究所

图41 平安寿险剩余边际规模（百万元）



资料来源：中国平安年报，海通证券研究所

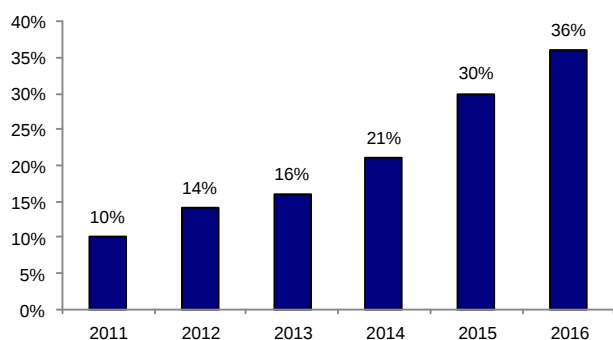
图42 平安寿险剩余边际摊销情况



资料来源：中国平安年报，海通证券研究所

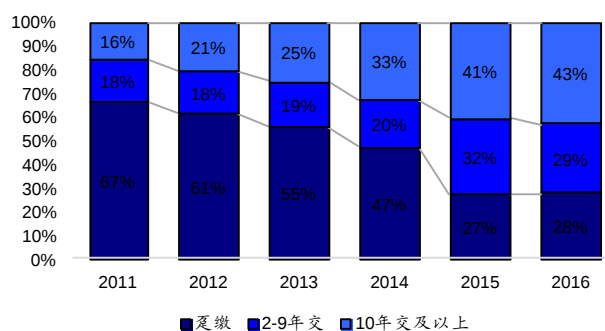
中国太保：1）长期保障型新单保费占比从 2011 年的 10% 提升至 2016 年的 36%。2）10 年及以上期交业务的新单保费占比从 2011 年的 16% 提升至 2016 年的 43%。3）剩余边际近 5 年的复合增长率是 21%。截至 2016 年末，剩余边际余额 1726 亿元。长期险新保剩余边际增长迅速，新保利润率（剩余边际/首年保费）逐年提升。

图43 太保寿险的长期保障型业务在新单保费中的占比



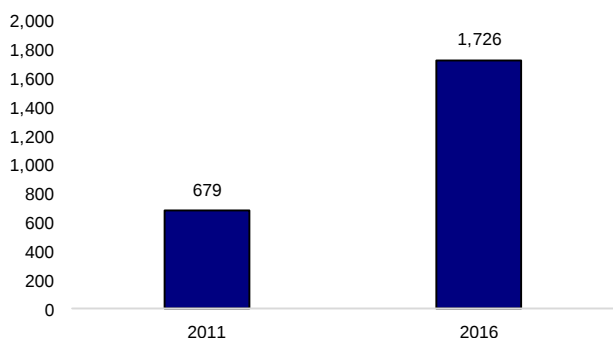
资料来源：中国太保年报，海通证券研究所

图44 太保寿险的产品期限结构



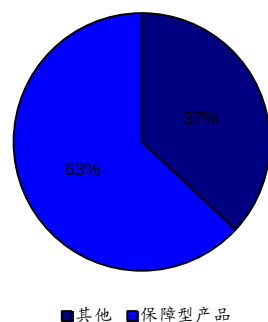
资料来源：中国太保年报，海通证券研究所

图45 太保寿险剩余边际余额（亿元）



资料来源：中国太保年报，海通证券研究所

图46 2016 年太保寿险的剩余边际结构



资料来源：中国太保年报，海通证券研究所

随着价值转型的深入，健康险等保障型业务规模进入快速增长期，高 NBV Margin 业务的激增可确保 EV 未来的高成长性。同时，保障型业务增加能够提升死差占比，积累剩余边际，从而显著改善 EV 和利润的稳定性。以上关键数据的持续披露可让市场充分关注到保险公司 EV 成长性与稳定性的改善，从而长期提升 P/EV 估值水平。

3.2 EV 可信度改善：风险贴现率假设过高，长期投资收益率假设被调低

2016 年保险公司出于审慎性，下调了长期投资回报率假设。其中中国人寿、中国平安、新华保险将长期投资回报率假设从 5.5% 调至 5.0%，中国太保长期投资回报率假设从 5.2% 调至 5.0%。长期投资回报率假设的下调能够加强保险公司内含价值的可信度，从而提升估值水平。

另外，中国人寿 2016 年将风险贴现率假设从 11% 下调至 10%，从而抵消了长期投资回报率假设下调对于内含价值规模的负面影响。而中国平安、中国太保、新华保险没有调整风险贴现率假设。目前中国平安和中国太保的风险贴现率假设为 11%，而中国人寿和新华保险的风险贴现率假设分别为 10% 和 11.5%，均处于过高的水平。

未来即使出现长期投资回报率假设再次下调的压力，保险公司可通过同时下调风险贴现率假设进行对冲，因此国内保险公司 EV 可信度高。

3.3 投资建议：价值转型可同时带来 EV 规模与 P/EV 的长期持续提升，“增持”评级！

利差改善的环境下，价值转型可同时提升内含价值的成长性与稳定性，预计保险公司的 P/EV 估值水平将仿效友邦保险，正式进入上升通道。目前股价对应中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 2017 年 P/EV 为 1.05、1.26、1.08、1.16 倍，未来有望根据价值转型效果陆续提升至 1.5 倍以上。EV 稳健增加，叠加 P/EV 开始提升，“增持”评级。

风险提示：权益市场下跌导致业绩估值双重压力。

表 7 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国平安-A	52.77	30.17	34.88	41.86	48.13	2.10	2.78	3.75	4.88
中国人寿-A	29.05	19.82	23.07	27.68	31.84	1.12	1.74	2.00	2.30
新华保险-A	57.67	35.46	41.49	49.79	57.26	2.46	3.35	3.85	4.43
中国太保-A	35.30	22.69	27.14	32.57	37.45	1.33	2.10	2.84	3.69
证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国平安-A	52.77	1.75	1.51	1.26	1.10	10.76	6.44	2.91	0.95
中国人寿-A	29.05	1.47	1.26	1.05	0.91	8.27	3.44	0.68	-1.21
新华保险-A	57.67	1.63	1.39	1.16	1.01	9.03	4.83	2.05	0.09
中国太保-A	35.30	1.56	1.30	1.08	0.94	9.48	3.89	0.96	-0.58
证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国平安-A	52.77	2.98	3.50	4.24	5.95	18.28	20.98	22.99	28.09
中国人寿-A	29.05	1.22	0.66	0.73	0.85	11.41	10.74	10.77	11.37
新华保险-A	57.67	2.76	1.58	1.72	2.11	18.54	18.95	20.65	22.73
中国太保-A	35.30	1.96	1.33	1.48	1.66	14.71	14.54	14.86	16.75
证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中国平安-A	52.77	17.71	15.08	12.43	8.86	2.89	2.52	2.30	1.88
中国人寿-A	29.05	23.81	44.02	39.79	34.18	2.55	2.70	2.70	2.55
新华保险-A	57.67	20.89	36.50	33.53	27.33	3.11	3.04	2.79	2.54
中国太保-A	35.30	18.01	26.54	23.85	21.27	2.40	2.43	2.38	2.11

资料来源：保险公司历年财报，WIND，海通证券研究所（基于 2017 年 7 月 14 日收盘价）

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 广发证券,长江证券,中原证券,宝硕股份,中国人寿,五矿资本,兴业证券,华安证券,晨鸣纸业,越秀金控,国金证券,中国太保,第一创业,安信信托,同花顺,焦点科技,国泰君安,浙商证券,东吴证券,光大证券,新华保险,五矿资本,中国银河,中国平安,华泰证券,招商证券,国元证券,东方证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sx11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 (021) 23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com
李 影(021)23154147 ly11082@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科 (021) 23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 (021) 23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云琨(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiaty@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com	煤炭行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	电力设备及新能源行业 杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com 联系人 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 鲁 立 ll11383@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 洪 琳 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	纺织服装行业 唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com 联系人 马 榕(021)23219431 mr11128@htsec.com
建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 联系人 周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com	机械行业 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 联系人 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
军工行业 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com 张宇轩 zyx11631@htsec.com	银行行业 林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 lj11126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李 阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	造纸轻工行业 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com