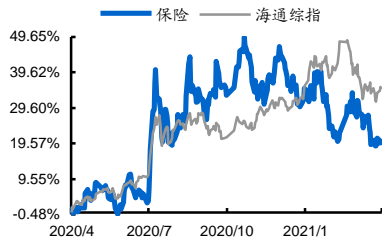


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

### 相关研究

《保险行业2月月报：受同期低基数影响，产寿保费均呈高增长，车险单月增速回正》2021.03.30

《上市险企2月保费点评：寿险新单增速维持高位，车险同比显著回暖》2021.03.15

《保险行业1月月报：开门红带动1月寿险保费高增长，健康险同比+28%》2021.03.08

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

## 保险行业 2020 年报回顾：寿险保费与价值均承压，产险综合成本率有待改善

**投资要点：**受疫情影响、准备金多计提与上年同期基数较高等影响，2020 年上市险企净利润同比-7.4%，EV 与净资产增速亦低于上年同期。各险企新单保费及 NBV 普遍承压，国寿整体表现优于同业。预计 2021 年受同期基数较低影响，有望实现高增长。资产端、负债端持续改善中，估值仍低，“优于大市”评级。

- **受累于疫情影响、750 均线下行致准备金多计提、上年同期基数较高等因素，净利润合计同比下降 7.4%。**1) 2020 年国寿、平安、太保、新华、人保归母净利润分别同比-13.8%、-4.2%、-11.4%、-1.8%和-10.4%。2) 2018 年税收调减一次性转回导致 2019 年利润基数较高，若剔除该因素，国寿、平安、太保、新华、人保净利润分别同比-5%、+3%、+8%、+12%、+13%。3) 受长端利率下行影响，750 曲线下移致准备金多计提，2020 年国寿、平安、太保、新华、人保会计估计变更占税前利润比重分别为-71%、-10%、-40%、-72%、-26%。4) 2020 年长端利率 V 型反转，下半年权益市场走高，导致险企全年投资收益相比前三季度有明显改善。5) 上市险企净资产合计较年初+15%、EV+13%，增速弱于上年。NBV 及投资偏差对 EV 贡献度均下降。
- **寿险：保费与价值普遍承压，中国人寿整体表现优于同业。**1) 新单保费：受疫情反复和销售节奏影响，险企保费增速显著分化。国寿、平安、太保、新华、人保首年期交保费分别同比+5%、-12%、-33%、+8%、-2%。其中 Q4 太保、国寿首年期交有所改善，平安、新华降幅继续扩大。2) 新业务价值增速普遍承压：平安、国寿、太保、新华、人保的 NBV 分别同比-34.7%、-0.6%、-27.5%、-6.1%和+9.7%。除新华外，各险企下半年增速均弱于上半年。平安、国寿、太保、新华 NBV Margin 分别同比分别-14.6pct、-2.3pct、-4.4pct 和-10.6pct。3) 人力：上市险企合计人力-6.6%，新华同比+20%创历史新高。国寿、平安、太保、新华、人保代理人分别较年初-14.6%、-12.2%、-5.2%、+19.5%、+5.9%。
- **产险：上市险企保费同比+3.6%，非车险占比提升，综合成本率有待改善。**1) 2020 年龙头产险公司保费合计同比+3.6%，合计市占率 66%，较 2019 年有所提升。Q4 产险保费同比负增长，人保、平安、太保产险保费同比增速分别为-12%、-10%、-1%，预计主要是车险综改导致车均保费下降影响。2) 车险占比持续下滑，信用保证保险规模压降，非车险占比提升，人保、平安、太保意健险保费分别同比+15%、+32%、+73%。3) 人保、平安、太保 2020 年全年综合成本率分别同比持平、+2.7pct、+0.7pct，综合赔付率上升，但综合费用率有所改善。分险种看，车险综合成本率基本稳定，信用保证保险则显著提升，人保、平安信用保证险综合成本率分别+23.1pct、+17.4pct。
- **投资：权益市场上涨带动收益率提升，险企综合投资收益率均值为 6.6%。**2020 年平安、国寿、太保、新华、人保综合投资收益率分别为 5.2%、6.3%、7.5%、7.7%和 6.4%，平均同比-0.5pct，总、净投资收益率平均同比+0.2pct、-0.2pct。具体资产结构上，上市险企股票+基金占比平均+1.4pct，受下半年权益市场走强影响，带动浮盈增加，推动全年投资收益率提升。
- **投资建议：负债端和资产端持续改善中，估值低位，维持“优于大市”评级。**1) 险企在产品升级、费用投放等营销活动方面持续发力，2021 年新单保费和 NBV 未来有望持续显著改善。考虑保险年金类产品吸引力提升、2020 年同期基数较低、新老重疾定义产品切换等因素，2021 年一季度保费有望高增长。2) 十年期国债收益率降至 3.2%左右。我们认为，未来伴随经济持续复苏，长端利率有望持续上行。3) 2021 年 4 月 2 日上市险企股价对应 2021E P/EV 仅为 0.55-0.93 倍，估值仍低。行业维持“优于大市”评级，公司推荐中国平安、中国太保、新华保险等。
- **风险提示：长端利率趋势性下行；保障型产品增长不及预期。**

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 1. 2020 年险企利润合计-7.4%，净资产+15%，内含价值+13%.....                      | 5  |
| 1.1 利润：受累于疫情影响、750 均线下行致准备金多计提、上年同期基数较高等因素，净利润合计同比下降 7.4% ..... | 5  |
| 1.1.1 750 曲线下行导致准备金多计提，对利润产生明显负面影响.....                         | 6  |
| 1.1.2 剩余边际余额增长放缓，平安剩余边际摊销比例进一步降低.....                           | 7  |
| 1.1.3 2020 年下半年权益市场走高，长端利率 V 型反转 .....                          | 8  |
| 1.2 净资产与 EV 增速低于上年同期，NBV 及投资偏差贡献度下降 .....                       | 10 |
| 2. 寿险：保费与 NBV 普遍承压，国寿整体表现优于同业 .....                             | 11 |
| 2.1 保费：受疫情反复和销售节奏影响，险企保费增速显著分化.....                             | 11 |
| 2.2 新业务价值及价值率：NBV 增速普遍承压，平安、新华 NBV margin 降幅超过 10pct .....      | 12 |
| 2.3 人力：上市险企合计人力-6.6%，新华同比+20%创历史新高 .....                        | 15 |
| 3. 产险：保费同比+3.6%，非车险占比提升，综合成本率承压 .....                           | 15 |
| 4. 投资：权益市场上涨带动收益率提升，险企综合投资收益率均值为 6.6% .....                     | 19 |
| 4.1 股票+基金合计占比+1.4pct，预计权益类收益率明显提升 .....                         | 20 |
| 4.2 非标投资占比下滑，但收益率仍维持 5%-6%的较高水平 .....                           | 21 |
| 5. 2021 年展望与投资策略 .....  | 23 |
| 5.1 2021 年开局顺利，低基数下保费有望实现高增长 .....                              | 23 |
| 5.2 看好商业健康险与养老险长期发展.....  | 23 |
| 5.3 投资建议：负债端、资产端持续改善中，估值低位，“优于大市”评级 .....                       | 24 |

## 图目录

|      |  |    |
|------|--|----|
| 图 1  | 2020 年险企 ROE 普遍下降.....                       | 6  |
| 图 2  | 2020 年末上市保险公司的剩余边际余额及其增速.....                | 8  |
| 图 3  | 中国平安的剩余边际摊销规模占期初余额的比例 .....                  | 8  |
| 图 4  | 2019-2020 年沪深 300 指数、上证 50、上证综指涨跌幅 (%) ..... | 9  |
| 图 5  | 2019-2020 年十年期国债收益率走势 (%) .....              | 9  |
| 图 6  | 2020 年上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速 .....              | 12 |
| 图 7  | 中国太保 Q4 单季首年期交保费同比降幅收窄 .....                 | 12 |
| 图 8  | 中国平安 Q4 单季个险首年期交保费同比下降 39%.....              | 12 |
| 图 9  | 2020 年上市保险公司 NBV 及其增速 .....                  | 13 |
| 图 10 | 2020 年上半年和下半年的 NBV 同比增速 .....                | 13 |
| 图 11 | 五大上市保险公司 2007-2020 年 NBV 增速情况 .....          | 13 |
| 图 12 | 2020 年中国平安 Q1-4 单季 NBV 增速持续下滑 .....          | 14 |
| 图 13 | 2011-2020 年上市保险公司的 NBV Margin .....          | 14 |
| 图 14 | 上市寿险公司的长期保障型业务（或健康险）占新单保费的比例 .....           | 15 |
| 图 15 | 2020 年四季度产险保费均负增长 .....                      | 16 |
| 图 16 | 龙头产险公司市占较为稳定 .....                           | 16 |
| 图 17 | 平安、太保综合成本率上升，人保同比持平 .....                    | 18 |
| 图 18 | 产险公司综合赔付率上行.....                             | 18 |
| 图 19 | 产险公司综合费用率明显改善 .....                          | 18 |
| 图 20 | 2020 年上市险企总投资收益率情况 .....                     | 20 |
| 图 21 | 2020 年上市险企综合投资收益率平均值为 6.6%左右 .....           | 20 |
| 图 22 | 上市保险公司的大类资产配置 .....                          | 20 |
| 图 23 | 上市险企可供出售金融资产公允价值变动余额（百万元） .....              | 21 |
| 图 24 | 国寿、太保非标资产规模增加，多数险企非标占比均下滑 .....              | 22 |
| 图 25 | 非标投资中 AAA 评级占比 .....                         | 23 |
| 图 26 | 平安人寿个人业务新单保费月度增速情况 .....                     | 23 |
| 图 27 | 2018 年以来健康险保费累计增速 .....                      | 24 |

## 表目录

|      |                                       |    |
|------|---------------------------------------|----|
| 表 1  | 上市保险公司 2020 年全年及四季度单季净利润（百万元） .....   | 5  |
| 表 2  | 2017-2020 上市险企会计估计变更对税前利润影响金额 .....   | 7  |
| 表 3  | 750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动（%） ..... | 7  |
| 表 4  | 保险公司 2020 年的净资产（百万元） .....            | 10 |
| 表 5  | 保险公司 2020 年的 EV .....                 | 10 |
| 表 6  | 2020 年上市保险公司的 EV 变动贡献表 .....          | 11 |
| 表 7  | 上市险企代理人数量及增速预测 .....                  | 15 |
| 表 8  | 人保财险各险种保费增速、保费占比情况 .....              | 16 |
| 表 9  | 平安产险各险种保费增速、保费占比情况 .....              | 17 |
| 表 10 | 太保产险各险种保费增速、保费占比情况 .....              | 17 |
| 表 11 | 人保财险各险种综合成本率及变化 .....                 | 18 |
| 表 12 | 平安产险各险种综合成本率及变化 .....                 | 19 |
| 表 13 | 中国太保各财产险险种综合成本率及变化 .....              | 19 |
| 表 14 | 中国太保大类资产年化总投资收益率 .....                | 21 |
| 表 15 | 中国平安 2020 年非标投资行业及收益率分布 .....         | 22 |
| 表 16 | 中国太保 2020 年非标投资行业及收益率分布 .....         | 22 |
| 表 17 | 上市保险公司估值及盈利预测 .....                   | 25 |

# 1. 2020 年险企利润合计-7.4%，净资产+15%，内含价值+13%

## 1.1 利润：受累于疫情影响、750 均线下行致准备金多计提、上年同期基数较高等因素，净利润合计同比下降 7.4%

2020 年上市险企归母净利润合计 2523 亿元，同比-7.4%。2020 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润 503 亿元、1431 亿元、246 亿元、143 亿元和 201 亿元，分别同比-13.8%、-4.2%、-11.4%、-1.8%和-10.4%。中国平安和中国太保的营运利润同比增速分别为+4.9%和+11.7%。受利润下滑影响，上市险企 2020 年 ROE 均出现明显下降。

保险公司 2020 年净利润负增长，主要是受累于疫情对代理人展业产生负面影响、750 日均线下行导致准备金多计提，以及 2019 年税收调减转回致同期基数较高等因素。1) 受新冠疫情影响，传统代理人渠道线下展业、增员及管理培训受阻，导致一季度以来各险企新单期缴增速持续承压，对于险企保费收入及利润表现造成明显负面影响。2) 2020 年长端利率呈现“V”型走势，利率下行致 750 日均线向下移动，导致各险企准备金计提增多，2020 年上市险企准备金计提对利润影响在-10%到-72%之间。3) 受手续费及佣金税前列支比例提高影响，2018 年税收调减一次性转回导致 2019 年利润基数较高。2019 年上市险企税收调减转回金额占当年净利润比重为 7%-21%。根据测算，若剔除 2019 年税收调减转回因素，上市险企利润合计同比+3%；中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保归母净利润分别同比-5%、+3%、+8%、+12%、+13%。

2020 年第四季度上市险企净利润合计同比+89%，增幅较前三季度的-18%有大幅提升，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保 Q4 归母净利润分别同比+445%、+102%、+2%、+105%、+29%。我们认为主要原因可能包括：①四季度疫情防控管制放松，在业绩压力下保险公司展业投入力度加大。②四季度权益市场涨幅优于前三季度，投资收益涨幅或同步提升。

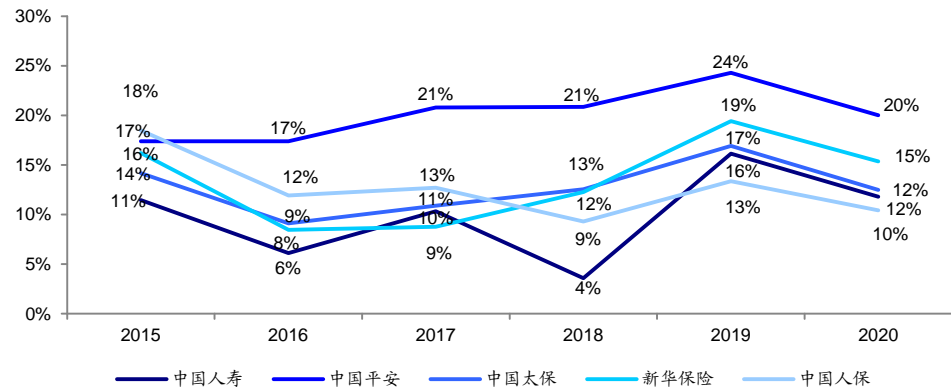
表 1 上市保险公司 2020 年全年及四季度单季净利润（百万元）

|      | 2020 前三季度    |              |      | 2020 全年 |        |      | 2020 全年(剔除税收调减转回) |            |           | 2020 四季度单季 |        |      |
|------|--------------|--------------|------|---------|--------|------|-------------------|------------|-----------|------------|--------|------|
|      | 1-3Q2019 净利润 | 1-3Q2020 净利润 | 同比增速 | 2019    | 2020   | 同比增速 | 所得税调减转回           | 2019 剔除转回后 | 剔除转回后同比增速 | 2018Q4     | 2019Q4 | 同比增速 |
| 中国人寿 | 57702        | 47078        | -18% | 58287   | 50268  | -14% | 5154              | 53133      | -5%       | 585        | 3190   | 445% |
| 中国平安 | 129567       | 103041       | -20% | 149407  | 143099 | -4%  | 10453             | 138954     | 3%        | 19840      | 40058  | 102% |
| 中国太保 | 22914        | 19648        | -14% | 27741   | 24584  | -11% | 4881              | 22860      | 8%        | 4827       | 4936   | 2%   |
| 新华保险 | 13003        | 11105        | -15% | 14559   | 14294  | -2%  | 1850              | 12709      | 12%       | 1556       | 3189   | 105% |
| 中国人保 | 21368        | 18736        | -12% | 22401   | 20069  | -10% | 4705              | 17696      | 13%       | 1033       | 1333   | 29%  |
| 合计   | 244554       | 199608       | -18% | 272395  | 252314 | -7%  | 27043             | 245352     | 3%        | 27841      | 52706  | 89%  |

资料来源：保险公司 2019、2020 年三季报及 2019、2020 年年报，海通证券研究所



图1 2020 年险企 ROE 普遍下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.1.1 750 曲线下行导致准备金多计提，对利润产生明显负面影响

关于会计估计变更：

1) 保险公司确定各项保险合同准备金时，首先需要确定折现率、死亡率和发病率、费用率、退保率、保单红利假设等精算假设。这些精算假设的调整（即“会计估计变更”）会直接导致准备金的多提或少提，从而导致利润的减少或增加。可见，“会计估计变更”是当年会计利润的一个不确定性来源。

2) 准备金计提的规模受到“传统险准备金折现率假设”的影响，同等情况下，折现率假设的下调会导致准备金的多提。“传统险准备金折现率假设”=“750 天移动平均国债收益率曲线（调整后）”+综合溢价，因此利率的趋势性下降（即 750 天曲线的下移）会导致此后准备金的多提，从而降低税前利润。

2019 年，750 天曲线较年初上移了 6-11bps 左右，但预计受险企出于审慎原则上调疾病发生率等因素影响，使得 2019 准备金计提为负，但整体规模不大，对税前利润的影响在-4%至-47%之间。而 2020 年 750 曲线下行 16-22 bps 左右，主要是由于进入 2020 年后，750 天移动平均国债收益率的计算基础不再是以 2017、2018 年利率为主，而是以 2018、2019、2020 年利率为主，因而 750 天移动平均国债收益率曲线受低利率影响，在 2020 年有明显下行，可能导致准备金多提，利润增速因而受到影响。

2020 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保会计估计变更对税前利润的影响分别为-385 亿元、-191 亿元、-117 亿元、-112 亿元和-82 亿元，占税前利润比重分别为-71%、-10%、-40%、-72%、-26%，显著超过 2019 年同期。我们认为，各公司会计估计变更的最主要因素即为上述分析的 750 曲线下行带来的准备金多提。但部分险企会计估计变更的影响规模比我们之前预估的要小，可能的原因或包括：1) 个别产品所属类型重新划分，使得部分精算假设也有所调整，从而对准备金计提压力有所缓解。2) 我们认为终极利率对基础利率曲线有拉平作用。因各家产品久期不同，准备金的提取规模受终极利率拉平作用的影响有强有弱。

值得注意的是，2020 年 4 月初利率相对低位时，我们预计 2020 年全年 750 天曲线下移幅度或高达 32-35bps。而当前利率有所回升，750 天曲线全年下移幅度仅为 16-22bps，较前有所收窄，准备金多提引致的利润增长压力也相应有所缓和。

**表 2 2017-2020 上市险企会计估计变更对税前利润影响金额**

| 会计估计变更对税前利润的影响(百万元) | 2017   | 2018  | 2019   | 2020   |
|---------------------|--------|-------|--------|--------|
| 中国人寿                | -9023  | 3074  | -2402  | -38543 |
| 中国平安                | -32193 | 3002  | -20774 | -19141 |
| 中国太保                | -9024  | 497   | -8077  | -11733 |
| 新华保险                | -8282  | -5038 | -6249  | -11164 |
| 中国人保                | -2885  | 142   | -1486  | -8186  |
| 占当期税前利润比重           | 2017   | 2018  | 2019   | 2020   |
| 中国人寿                | -22%   | 22%   | -4%    | -71%   |
| 中国平安                | -24%   | 2%    | -11%   | -10%   |
| 中国太保                | -43%   | 2%    | -29%   | -40%   |
| 新华保险                | -113%  | -48%  | -47%   | -72%   |
| 中国人保                | -9%    | 1%    | -5%    | -26%   |

资料来源：上市险企 2017-2020 年年报及会计估计变更公告，海通证券研究所。

**表 3 750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动(%)**

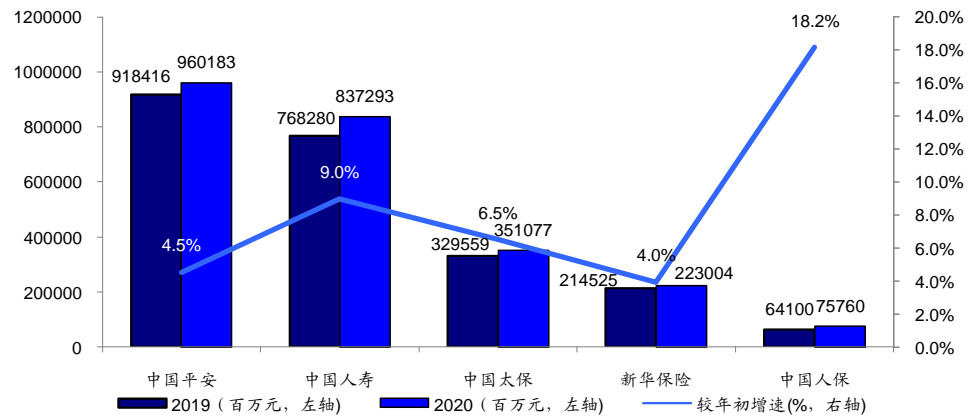
| 实际  | 2018Q1 | 2018Q2  | 2018Q3 | 2018Q4 | 2018 全年 |
|-----|--------|---------|--------|--------|---------|
| 10y | 3.14%  | 0.87%   | 1.35%  | 3.47%  | 8.84%   |
| 20y | 1.97%  | -0.99%  | 0.85%  | -0.44% | 1.39%   |
| 实际  | 2019Q1 | 2019Q2  | 2019Q3 | 2019Q4 | 2019 全年 |
| 10y | 2.33%  | 3.09%   | 3.12%  | 2.23%  | 10.75%  |
| 20y | 0.11%  | 1.67%   | 2.57%  | 2.27%  | 6.61%   |
| 实际  | 2020Q1 | 2020Q2  | 2020Q3 | 2020Q4 | 2020 全年 |
| 10y | -3.91% | -6.90%  | -5.31% | -5.18% | -21.29% |
| 20y | -4.37% | -4.86%  | -3.89% | -3.26% | -16.39% |
| 预测  | 2021Q1 | 2021Q2  | 2021Q3 | 2021Q4 | 2021 全年 |
| 10y | 6.31%  | -4.72%  | -3.27% | -1.52% | -3.20%  |
| 20y | 3.27%  | -11.09% | -1.87% | -0.15% | -9.55%  |

资料来源：中债网，海通证券研究所

### 1.1.2 剩余边际余额增长放缓，平安剩余边际摊销比例进一步降低

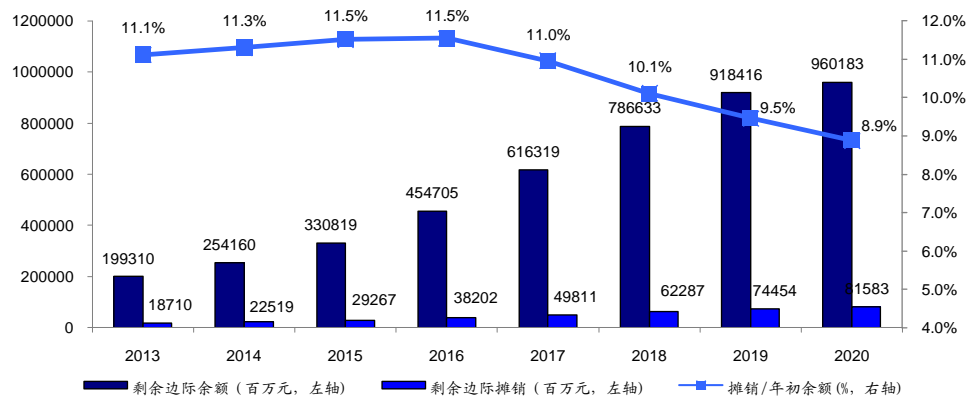
2020 年末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保的剩余边际余额分别为 9602 亿、8373 亿、3511 亿、2230 亿和 758 亿元，分别较年初增长 4.5%、9%、6.5%和 4%和 18.2%，较 2019 年明显下滑，分别-12.2pct、-3.3pct、-8.9pct、-5.7pct、-11.8pct。目前只有中国平安披露了剩余边际摊销的数据。2020 年平安寿险剩余边际摊销 816 亿元，同比增长 19.5%。期末剩余边际=期初剩余边际+新业务贡献+预期利息增长+营运偏差-剩余边际摊销，其中“新业务贡献”是首要增量。因此，在新业务稳健增长的情况下，剩余边际余额将持续增长，利润增长的稳定性会逐年加强。2020 年平安剩余边际摊销余额占年初剩余边际比重仅为 8.9%，为 2013 年以来最低，主要是受新单保费增速承压影响，剩余边际摊销速度放缓也是导致公司营运利润增速放缓的重要原因。

图2 2020年末上市保险公司的剩余边际余额及其增速



资料来源：上市保险公司 2019-2020 年年报，中国人保 2020 年度业绩材料，海通证券研究所

图3 中国平安的剩余边际摊销规模占期初余额的比例



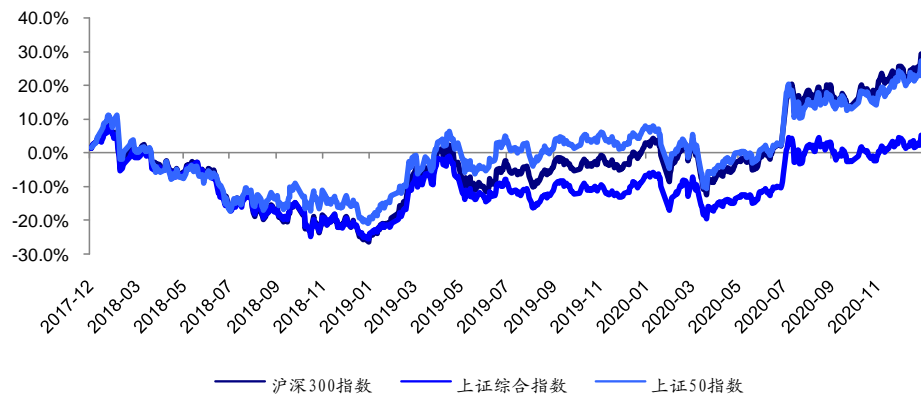
资料来源：中国平安 2013-2020 年报，海通证券研究所

### 1.1.3 2020年下半年权益市场走高，长端利率V型反转

2020年全年沪深300指数、上证综指、上证50指数分别累计上涨27.2%、13.9%、18.9%，表现弱于2019年的36.1%、22.3%、33.6%。但是四季度单季分别+13.6%、+7.9%、+12.6%，表现明显优于2019年同期的+7.4%、5.0%、5.7%，险企全年投资收益相比前三季度有明显改善。



图4 2019-2020 年沪深 300 指数、上证 50、上证综指涨跌幅 (%)

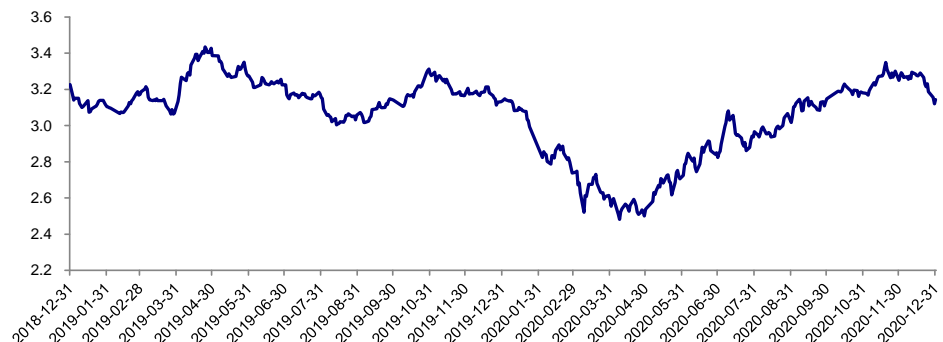


资料来源: Wind, 海通证券研究所

债券市场方面, 2020 年十年国债收益率较年初的 3.137% 下行 65bps 至 4 月 8 日的 2.482%, 又逐步回升 66bps 至年末的 3.143%, 全年整体及四季度单季变动很小, 全年上行 0.64bps, 小于 2019 年的下行 9bps。保险公司的债券大部分计为“持有至到期投资”, 我们预计险企净投资收益率维持平稳, 固收类资产投资收益率维持在 4.5%-6%, 属险企可接受范围, 因此债市波动对利润和净资产的影响相对有限。

2020 年, 债市走势整体可以分为三大阶段: **1) 1 月至 4 月, 疫情来势汹汹, 债市大牛市开启。**1 月至 2 月, 国内疫情集中爆发, 年初国内疫情快速爬坡。为应对疫情对国内经济造成的影响, 国内宽财政+宽货币联手, 降准、降息、增加再贷款再贴现额度等多政策并举, 降低实体经济融资利率。相比于年初, 2020 年 4 月 8 日 10 年国债利率下行 65bps, 下行至本轮债牛最低点 2.48%。**2) 4 月中旬至 7 月份, 政策逐渐转向宽信用、防空转, 经济重启中, 债市牛熊转换。**4 月底北京下调应急响应级别, 而国内降息持续落空, 央行连续 37 个交易日暂停逆回购操作, 资金利率中枢明显抬升, 5 月份利率债净供给创历史新高, 6 月制造业景气改善, 社融增速持续上行, 长端利率受到财政部 2900 亿元特别国债公开发售、政策从宽货币转向宽信用、防止资金空转套利表态、新冠疫情反复等因素影响, 波动幅度加大, 利率显著上行。**3) 8 月至年末, 政策常态化, 经济持续复苏, 债市熊平走势。**8 月货币政策维持中性, 超储率偏低、缴税缴款因素导致资金面偏紧, 10Y 国债震荡下跌, 利率上行 5bps。9 月基本面利好增多, 以及货币政策中性延续下无新增利空因素, 债市供需格局改善。12 月, 海外疫情继续肆虐, 国内资金面宽松延续, 公开市场净投放 3500 亿元, 存单发行利率持续下行。2020 年末 10 年期国债利率回落至 3.14%。

图5 2019-2020 年十年期国债收益率走势 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 1.2 净资产与 EV 增速低于上年同期, NBV 及投资偏差贡献度下降

由于 2020 年负债端与资产端表现均相对弱于 2019 年同期, 保险公司 2020 年净资产和 EV 增速低于 2019 年。但 2020 年四季度受益于股市大幅上涨, 我们预计保险公司浮盈增加, 其他综合收益/投资正偏差会对净资产/内含价值 (EV) 增长产生积极贡献, 因此全年增速较前三季度有明显提升。

2020 年上市险企净资产合计 17317 亿元, 同比增长 15%, 较三季度末增长 8%。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保 2020 年年末净资产分别较年初增长 8%、13%、21%、20%、10%, 较 3 季末分别增长 8%、9%、6%、12%和 5%。

表 4 保险公司 2020 年的净资产 (百万元)

| 净资产 (单位: 百万元) | 2019Q3  | 2020Q3  | 2020Q3 较年初 | 2019    | 2020    | 2020 较年初 | 2020 较 Q3 末 |
|---------------|---------|---------|------------|---------|---------|----------|-------------|
| 中国人寿          | 403764  | 417502  | 3%         | 417502  | 450051  | 8%       | 8%          |
| 中国平安          | 673161  | 701,972 | 4%         | 673161  | 762560  | 13%      | 9%          |
| 中国太保          | 178427  | 202750  | 14%        | 178427  | 215224  | 21%      | 6%          |
| 新华保险          | 84451   | 91165   | 8%         | 84451   | 101667  | 20%      | 12%         |
| 中国人保          | 183133  | 192244  | 5%         | 183133  | 202194  | 10%      | 5%          |
| 合计            | 1507926 | 1605633 | 6%         | 1507926 | 1731696 | 15%      | 8%          |

资料来源: 保险公司 2019-2020 年年报、三季报, 海通证券研究所

EV 方面, 2020 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保的 2020 年年末 EV 分别为 10721 亿元、13281 亿元、4593 亿元、2406 亿元、1023 亿元, 较年初分别增长 14%、11%、16%、17%、15%, 较中期分别增长 6%、6%、7%、7%、1%。

表 5 保险公司 2020 年的 EV

| EV (单位: 百万元) | 2019    | 2020H1  | 2020H1 较年初 | 2020    | 2020 较年初 | 较中期 |
|--------------|---------|---------|------------|---------|----------|-----|
| 中国人寿         | 942087  | 1015856 | 8%         | 1072140 | 14%      | 6%  |
| 中国平安         | 1200533 | 1257092 | 5%         | 1328112 | 11%      | 6%  |
| 中国太保         | 395987  | 430420  | 9%         | 459320  | 16%      | 7%  |
| 新华保险         | 205043  | 224757  | 10%        | 240604  | 17%      | 7%  |
| 中国人保         | 89086   | 100966  | 13%        | 102297  | 15%      | 1%  |
| 合计           | 2832736 | 3029091 | 7%         | 3202473 | 13%      | 6%  |

资料来源: 保险公司 2019-2020 年年报、中报, 海通证券研究所

由于负债端与资产端均弱于 2019 年同期, 2020 年 NBV 及投资偏差对 EV 贡献度均下降。1) EV 预期回报占比较 2019 年变动不大, 对 EV 贡献在 5%-10%。2) 上市险企 EV 贡献中, NBV 贡献仍较高, 占比 4.5%-7.6%。上市险企 NBV 贡献占比下滑 1-7pct 左右, 主要受 2020 年大部分险企 NBV 负增长影响。3) 投资偏差贡献度占比-0.8%至 4.3%, 较 2019 年有明显下滑, 其中平安集团及寿险分别为-0.5%、-0.8%, 主要因为权益市场全年表现整体弱于 2019 年。4) 市场价值调整与营运偏差占比偏小, 其中市场价值调整变化不大, 营运偏差除国寿持平、新华+1pct 外, 其余均出现下降, 降幅在 1.3pct-2.1pct 之间。

表 6 2020 年上市保险公司的 EV 变动贡献表

| EV (单位: 百万元)        | 中国平安 (集团)    | 中国人寿         | 中国太保 (集团)    | 新华保险         | 平安寿险         | 太保寿险         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1、EV 预期回报/期初 EV     | 5.5%         | 8.1%         | 6.9%         | 8.8%         | 8.7%         | 9.1%         |
| 2、NBV (分散效应)/期初 EV  | 4.8%         | 6.2%         | 5.0%         | 4.5%         | 7.6%         | 6.7%         |
| 3、投资偏差/期初 EV        | -0.5%        | 2.6%         | 1.6%         | 4.3%         | -0.8%        | 2.1%         |
| 4、市场价值调整/期初 EV      | 0.2%         | -0.1%        | -0.1%        |              | -0.2%        | -0.1%        |
| 5、营运偏差/期初 EV        | -0.9%        | 0.1%         | -0.2%        | 1.9%         | -1.5%        | -0.2%        |
| 6、假设、模型与估计变更/期初 EV  | -0.2%        | 0.1%         | -0.2%        | -2.4%        | -0.4%        | -0.3%        |
| 7、资本注入及股东红利分配/期初 EV | -3.6%        | -3.0%        | -6.8%        | -2.1%        | -6.7%        | -5.5%        |
| 8、非寿险业务及其他/期初 EV    | 4.6%         | 0.1%         | 9.8%         | 0.5%         | 1.1%         | -0.1%        |
| <b>EV 增速</b>        | <b>13.6%</b> | <b>13.8%</b> | <b>16.0%</b> | <b>17.3%</b> | <b>13.5%</b> | <b>11.7%</b> |

资料来源: 上市保险公司 2020 年年报, 海通证券研究所

## 2. 寿险: 保费与 NBV 普遍承压, 国寿整体表现优于同业

### 2.1 保费: 受疫情反复和销售节奏影响, 险企保费增速显著分化

2020 年, 国寿、平安、太保、新华、人保首年期交保费分别同比+5%、-12%、-33%、+8%、-2%。

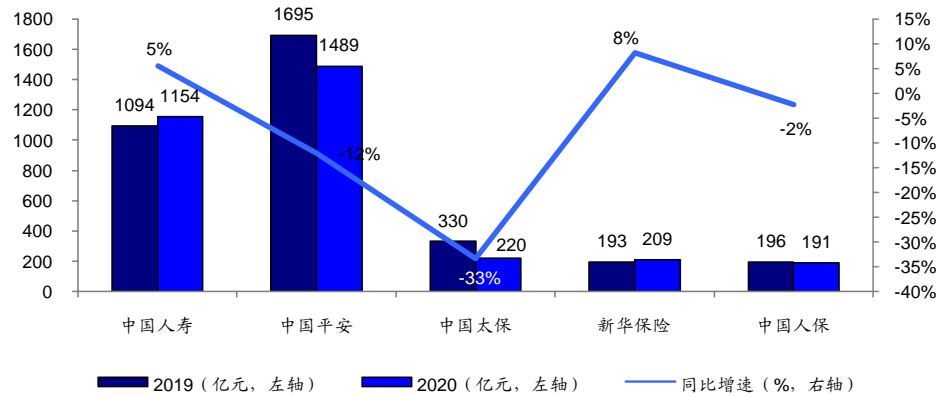
回顾一季度, 受疫情爆发影响, 上市险企新单期缴普遍承压。国寿 (首年期交)、平安 (个人业务新单)、太保 (个险新单期缴)、新华 (个险新单期缴)、人保 (长险新单期缴) 一季度分别同比+14%、-19%、-38%、+12%、-6%, 平安、太保新单期缴下滑幅度较大, 我们预计与疫情影响下增员与展业困难有关; 国寿新单增速领先。

二季度以来, 随着疫情影响减弱和经济复苏, 新单增速有明显恢复。国寿 (首年期交)、平安 (个人业务新单)、太保 (个险新单期缴)、新华 (个险新单期缴)、人保 (长险新单期缴) 二季度分别同比+11%、-8%、-30%、+2%、+51%。从单季期缴增速来看, 人保、平安、太保 Q2 较 Q1 增速有明显改善, 新华、国寿有所下滑, 我们预计这与新华、国寿一季度增速较为理想、二季度压力较小有关。

三季度受疫情持续反复影响, 各险企新单增速未能延续改善趋势。国寿 (首年期交)、太保 (个险新单期缴)、新华 (个险新单期缴) 三季度分别同比-25%、-31%、-5%, 增速较二季度分别-36pct、-0.3pct、-3pct。

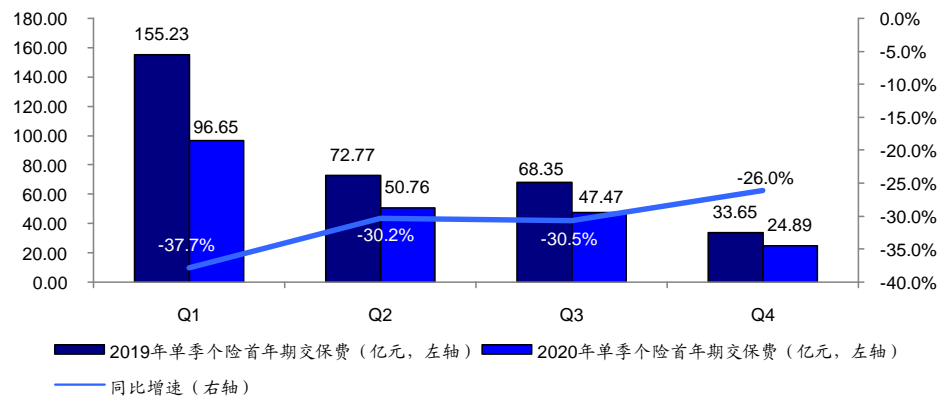
四季度为收官季, 各险企经营策略不一, 太保、国寿首年期交有所改善, 平安、新华降幅继续扩大。1) 平安 Q4 个险首年期交保费为 210 亿元、同比-39%, 较 Q3 增速下降 27pct。平安 12 月单月个人业务新单同比-56%, 降幅较 11 月扩大 39pct, 全年同比-20%, 预计主要原因是公司上年同期基数较高和全力备战“开门红”。2) 太保全年个险新单保费同比-27%、个险新单期缴同比-33%。Q1-Q4 新单期缴保费降幅分别为-38%、-30%、-31%、-26%。3) 国寿 Q4 首年期交增速降幅收窄至-9.6%, 我们预计主要是由于公司前三季度保费与价值增速已大幅领先行业, 因而四季度重点精力放在开门红准备工作上, 对四季度保费规模不做过多关注。4) 新华 Q4 新单增速同比-60%, 预计主要原因为 2019 年银保渠道趸缴型产品热销导致基数较高。

图6 2020年上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速



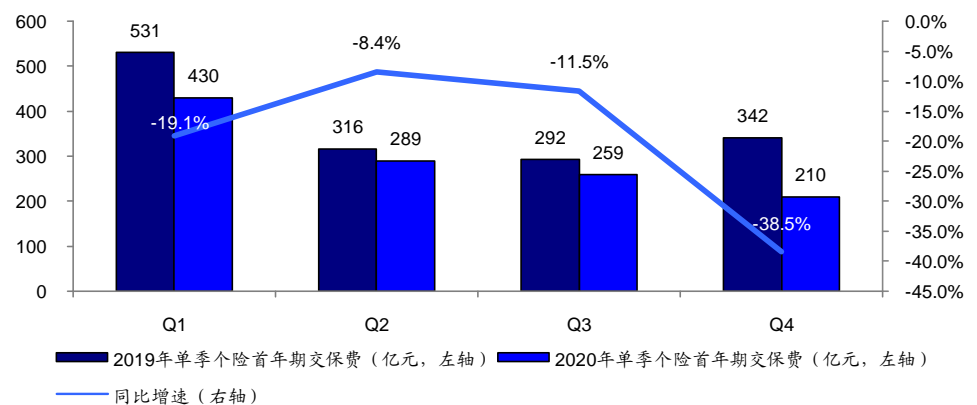
资料来源：上市保险公司 2019、2020 年年报，海通证券研究所。备注：中国平安采用首年保费口径，中国太保采用个险首年期交保费口径。

图7 中国太保 Q4 单季首年期交保费同比降幅收窄



资料来源：中国太保 2019、2020 年一季报、半年报、三季报、年报、定期保费公告，海通证券研究所

图8 中国平安 Q4 单季个险首年期交保费同比下降 39%

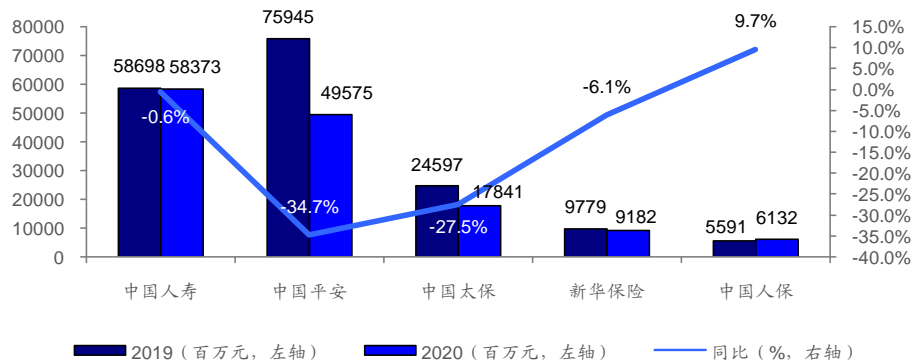


资料来源：中国平安 2019、2020 年一季报、半年报、三季报、年报、月度保费公告，海通证券研究所

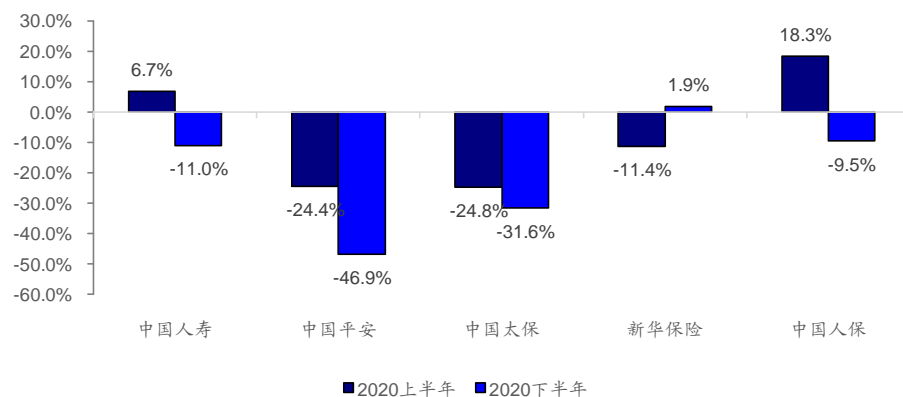
## 2.2 新业务价值及价值率：NBV 增速普遍承压，平安、新华 NBV margin 降幅超过 10pct

2020 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保的 NBV 分别

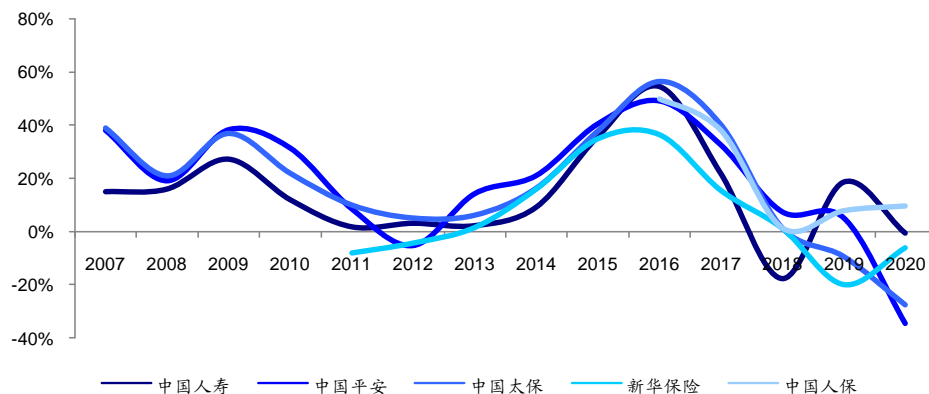
为 496 亿元、584 亿元、178 亿元、92 亿元和 61 亿元，分别同比-34.7%、-0.6%、-27.5%、-6.1%和+9.7%。上半年国寿、人保 NBV 增速领先同业，平安、太保均为负增长；下半年，中国平安、中国人寿、中国太保、中国人保的 NBV 同比增速分别为-46.9%、-11.0%、-31.6%和-9.5%，较上半年均有下滑。而新华 2020 年将风险贴现率由 11.5%下调至 11%，新口径下全年 NBV 同比-6.1%，下半年同比+1.9%。可比口径下全年 NBV 同比-11%，下半年同比-2.9%，表现明显好于上半年。

**图9 2020 年上市保险公司 NBV 及其增速**


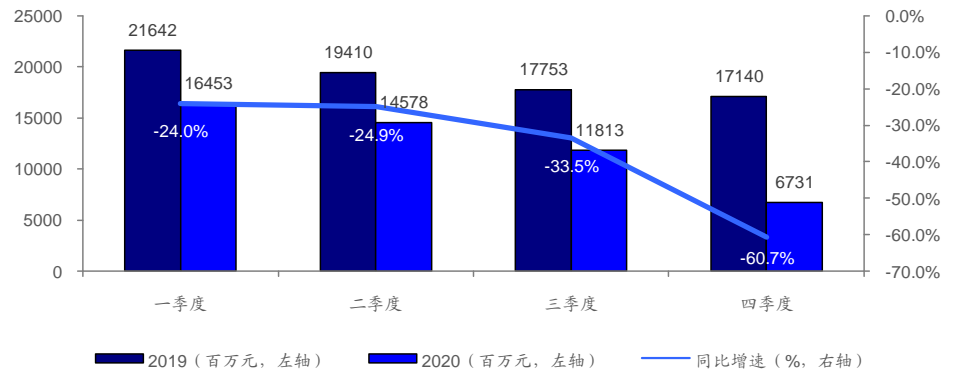
资料来源：上市保险公司 2019、2020 年年报，海通证券研究所

**图10 2020 年上半年和下半年的 NBV 同比增速**


资料来源：上市保险公司 2020 年中报和年报，海通证券研究所

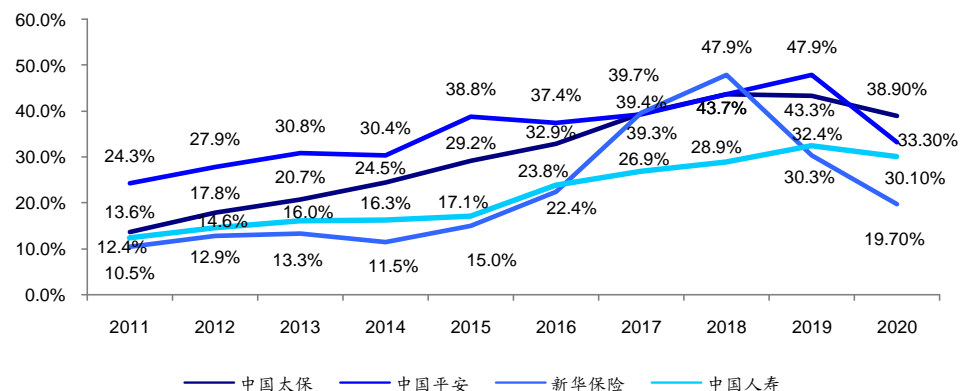
**图11 五大上市保险公司 2007-2020 年 NBV 增速情况**


资料来源：上市保险公司 2007-2020 年年报，海通证券研究所

**图12 2020 年中国平安 Q1-4 单季 NBV 增速持续下滑**


资料来源：平安 2019、2020 年一季报、半年报、三季报、年报，海通证券研究所

2020 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 NBV Margin 分别为 33.3%、30.1%、38.9%和 19.7%，分别-14.6pct、-2.3pct、-4.4pct 和-10.6pct。1) 中国平安降幅最大，主要是受疫情影响，代理人线下展业受阻，叠加客户对长期保障产品的消费支出暂时放缓，公司高价值的长期保障型业务受到一定冲击，并加大易于销售但价值率相对较低的线上简单产品推广力度所致。2) 新华保险 NBV margin 降幅达 10.6pct，主要是由于：①个险渠道 NBV margin 同比-6.6pct 降至 42.7%；②价值率较低的银保渠道首年保费同比+125%，占首年保费比重同比+18pct 提升到 50%。银保渠道 NBV margin 同比-1.4pct 降至 1.4%。

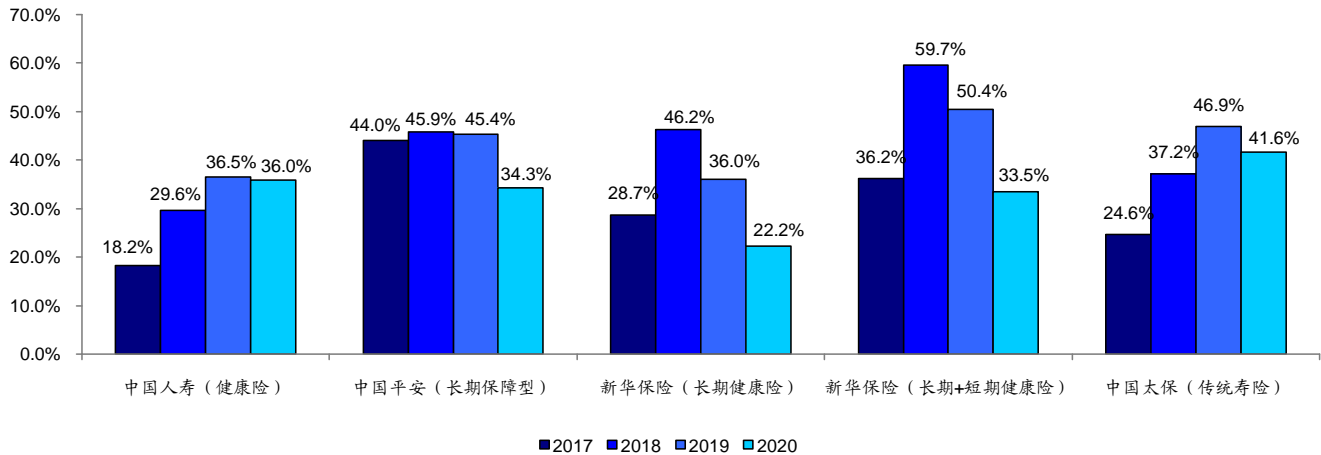
**图13 2011-2020 年上市保险公司的 NBV Margin**


资料来源：上市保险公司历年年报，海通证券研究所

寿险保费结构方面，各险企长期保障型产品占比均出现下降。国寿、平安、新华、太保长期保障型（或健康险）占新单的比重分别-0.6pct、-11.1pct、-13.8pct 和-5.3pct，新华若考虑短期健康险，则占比-16.9pct。1) 平安 2020 年长期保障型业务在个险新单中的占比为 34.3%，同比-11.1pct，贡献 NBV 的比例由 2019 年的 65.8%下降至 52.0%，同比-13.9pct。2) 国寿十年及以上首年期交保费同比-5%，占首年期交比重-5.2pct 至 49%；特定保障型占首年期交比重较上年 +0.6pct。3) 新华保险健康险占新单比重下滑主要是受银保保费大幅攀升拉高新单基数影响。公司个险长险首年期交保费同比+0.5%、短期险同比+15%。险种结构上看，分红险、健康险、传统险长险首年保费分别同比+175%、-11%、+48%。



图14 上市寿险公司的长期保障型业务（或健康险）占新单保费的比例



资料来源：上市保险公司 2017-2020 年年报，海通证券研究所

### 2.3 人力：上市险企合计人力-6.6%，新华同比+20%创历史新高

2020 年全行业人力增速持续承压，原因包括：疫情影响下代理人展业与增员困难、新单增速放缓、代理人基数较大、行业对代理人数量及质量考核趋严、险企主动清虚等。上市险企人力合计同比-6.6%。国寿、平安、太保、新华、人保代理人分别较年初-14.6%、-12.2%、-5.2%、+19.5%、+5.9%。1) 国寿受疫情影响代理人队伍规模出现一定波动，但队伍质态有所提升，月均有效销售人力同比增长 9.7%，此外银保渠道季均实动人力和人均产能均实现较大幅度增长。2) 平安在 2020 年下半年，恢复了代理人考核机制，淘汰低产能代理人，还维持严格的代理人招募标准，预计随着代理人展业和管理培训的正常化，平安代理人队伍质态将迎来回升。3) 太保代理人队伍月均举绩率同比-1pct 至 57.8%，月人均首年保险业务收入同比-23%，但月人均寿险新保长险件数同比增长 4.6%。4) 新华 2020 年公司优化增员选才标准，推行新版基本法管理队伍，人力规模达 60.6 万人，同比+19.5%，创历史新高。5) 人保寿险坚定推进“大个险”战略与“磐石计划”，人力规模同比+5.9%，月均有效人力同比+8.8%。

表 7 上市险企代理人数量及增速预测

|            | (万人) | 2019  | 2020Q3 末  | 较年初    | 2020  | 较年初    | 较 Q3 末 |
|------------|------|-------|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 中国人寿       |      | 161.0 | 166.2     | 3.0%   | 137.8 | -14.6% | -17.1% |
| 中国平安       |      | 116.7 | 104.8     | -10.2% | 102.4 | -12.2% | -2.3%  |
| 中国太保       |      | 79.0  | 75.9 (预测) | -3.9%  | 74.9  | -5.2%  | -1.4%  |
| 新华保险       |      | 50.7  | 58.1 (预测) | 14.6%  | 60.6  | 19.5%  | 4.3%   |
| 中国人保(寿险部分) |      | 39.1  | 40.8 (预测) | 4.4%   | 41.4  | 5.9%   | 1.4%   |
| 合计         |      | 446.5 | 445.9     | 8.0%   | 417.1 | -6.6%  | -6.5%  |

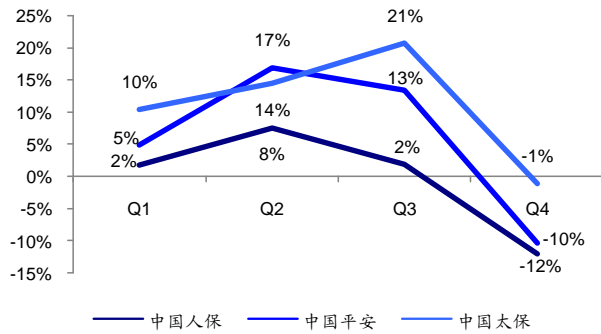
资料来源：上市险企 2019 年年报、2020 年三季报、年报，海通证券研究所。

### 3. 产险：保费同比+3.6%，非车险占比提升，综合成本率承压

2020 年龙头产险公司保费合计同比+3.6%，人保、平安、太保保费同比增速分别为+0.1%、+5.5%、+11.1%，较 2019 年增速分别下滑 11.1pct、4pct、1.5pct。三大龙头险企合计市占 66%，较 2019 年有所提升。

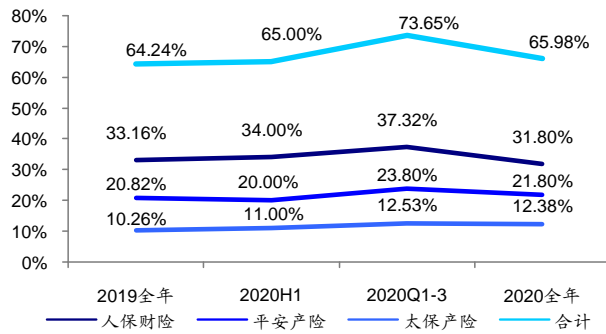
2020 年第四季度产险保费同比负增长，预计主要是车险综改影响。2020 年第四季度人保、平安、太保产险保费同比增速分别为-12%、-10%、-1%，较三季度分别-14pct、-23pct、-22pct，预计主要原因为车险综改造成的车险保费增速下降。2020 年 9 月，银保监会下发《关于实施车险综合改革的指导意见》，车险综改正式落地实施。我们认为，车险综改的实施或将导致车均保费的下降，并在短期内对险企综合成本率构成压力，改革对费用率的限制加强，将倒逼盈利能力较差的中小险企向专业化转型，促进市场优胜劣汰，预计中长期行业集中度将进一步提升，利好龙头。

图15 2020 年四季度产险保费均负增长



资料来源：上市险企 2019-2020 年半年报、季报、年报，海通证券研究所

图16 龙头产险公司市占较为稳定



资料来源：上市险企 2019-2020 年半年报、季报、年报，海通证券研究所

从险种结构来看，车险增速普遍承压，非车险占比提升，其中意健险、农险增速较高，因而占比提升幅度较大。而由于疫情影响下社会整体信用风险水平上升，为控制风险各险企均主动缩减信用保证保险业务规模。1) 人保：车险保费同比+1%，信用保证险保费同比大幅下降 77%，占比同比-4.1pct，而农险、意健险保费分别同比+17%、+15%，占比提升 1.2pct、2.0pct。2) 平安：车险、非车险、意健险全年保费分别同比+0.9%、+14%、+32.1%。3) 太保：2020 年公司车险保费同比+2.6%，非车险保费同比+31%。非车险占比提升 5.3pct 至 35.2%，其中健康险、农险、责任险保费分别同比+73%、+45%、+44%。

表 8 人保财险各险种保费增速、保费占比情况

| 百万元      | 保费     |        |         | 占比      |         |        |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
|          | 2019   | 2020   | 同比增速    | 2019    | 2020    | 占比变化   |
| 机动车辆险    | 262927 | 265651 | 1.04%   | 60.90%  | 61.49%  | 0.59%  |
| 意外伤害及健康险 | 57633  | 66187  | 14.84%  | 13.35%  | 15.32%  | 1.97%  |
| 农险       | 30454  | 35754  | 17.40%  | 7.05%   | 8.28%   | 1.22%  |
| 责任险      | 27220  | 28467  | 4.58%   | 6.30%   | 6.59%   | 0.28%  |
| 信用保证险    | 22763  | 5283   | -76.79% | 5.27%   | 1.22%   | -4.05% |
| 企业财产险    | 14227  | 14258  | 0.22%   | 3.30%   | 3.30%   | 0.00%  |
| 货运险      | 3970   | 3807   | -4.11%  | 0.92%   | 0.88%   | -0.04% |
| 其他险种     | 12530  | 12612  | 0.65%   | 2.90%   | 2.92%   | 0.02%  |
| 合计       | 431724 | 432019 | 0.07%   | 100.00% | 100.00% | 0.00%  |

资料来源：中国人保 2019、2020 年年报，海通证券研究所

备注：中报披露为保险业务收入口径

**表 9 平安产险各险种保费增速、保费占比情况**

| 百万元    | 保费     |        |        | 占比      |         |        |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
|        | 2019   | 2020   | 同比增速   | 2019    | 2020    | 占比变化   |
| 车险     | 194315 | 196151 | 0.94%  | 74.99%  | 72.56%  | -2.43% |
| 保证保险   | 34708  | 37429  | 7.84%  | 13.40%  | 13.85%  | 0.45%  |
| 责任保险   | 11981  | 15311  | 27.79% | 4.62%   | 5.66%   | 1.04%  |
| 意外伤害保险 | 11750  | 14312  | 21.80% | 4.53%   | 5.29%   | 0.76%  |
| 企业财产保险 | 6356   | 7118   | 11.99% | 2.45%   | 2.63%   | 0.18%  |
| 合计     | 259110 | 270321 | 4.33%  | 100.00% | 100.00% | 0.00%  |

资料来源：中国平安 2019、2020 年年报，海通证券研究所

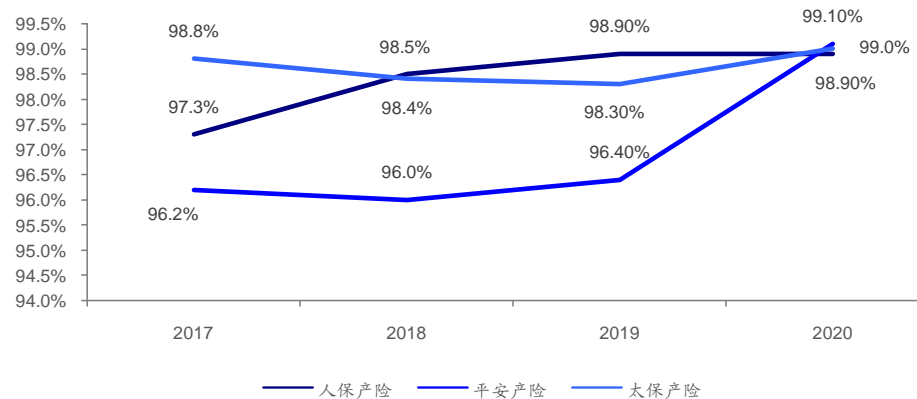
**表 10 太保产险各险种保费增速、保费占比情况**

| 百万元   | 保费     |        |        | 占比      |         |        |
|-------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
|       | 2019   | 2020   | 同比增速   | 2019    | 2020    | 占比变化   |
| 机动车辆险 | 93218  | 95670  | 2.63%  | 70.10%  | 64.76%  | -5.34% |
| 责任险   | 6097   | 8784   | 44.07% | 4.58%   | 5.95%   | 1.36%  |
| 农业险   | 5975   | 8649   | 44.75% | 4.49%   | 5.85%   | 1.36%  |
| 健康险   | 5146   | 8886   | 72.68% | 3.87%   | 6.01%   | 2.15%  |
| 保证险   | 5616   | 6682   | 18.98% | 4.22%   | 4.52%   | 0.30%  |
| 其他    | 16927  | 19063  | 12.62% | 12.73%  | 12.90%  | 0.17%  |
| 合计    | 132979 | 147734 | 11.10% | 100.00% | 100.00% | 0.00%  |

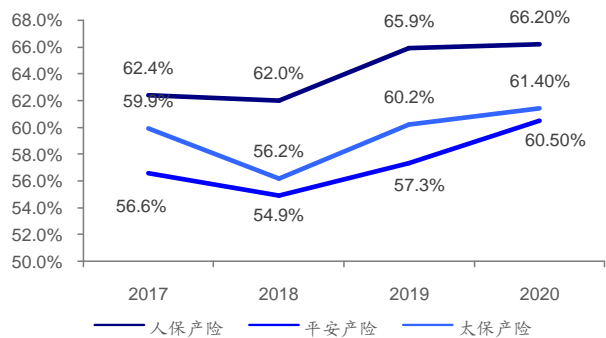
资料来源：中国太保 2019、2020 年年报，海通证券研究所

人保、平安、太保 2020 年全年综合成本率 98.9%、99.1%、99.0%，分别同比持平、+2.7pct、+0.7pct；综合赔付率 66.2%、60.5%、61.4%，分别同比 +0.3pct、+3.2pct、+1.2pct；综合费用率 32.7%、38.6%、37.6%，分别同比 -0.3pct、-0.5pct、-0.5pct

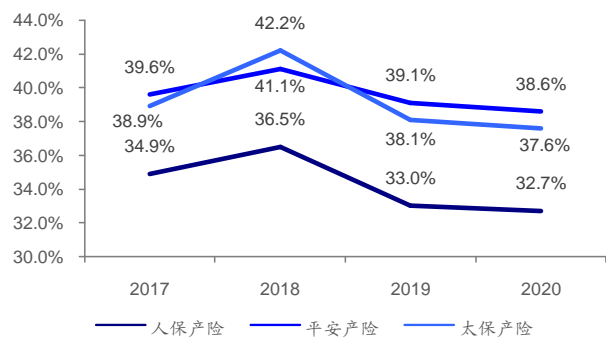
车险综合成本率基本稳定，信用保证保险则显著提升。1) 2020 年平安产险综合成本率为 99.1%，同比+2.7pct，较三季度末基本持平。其中，保证保险、意外险、企财险的综合成本率分别同比+17.4pct、+4.5pct、+6.7pct。2) 中国人保综合成本率 98.9%，同比持平。除信用保证险、农险综合成本率同比+23.1pct、+1.9pct 外，其他各险种综合成本率均下行。①受疫情影响社会信用风险水平提高，叠加融资性信用保证险业务收紧，整体信用保证险赔付率同比+46.6pct。②因人伤赔付标准提高，涉人伤险种赔付率上升，责任险整体赔付率同比+1.8pct。③受洪涝等重大赔案及疫情影响，企财险赔付率同比+1.7pct。3) 太保综合成本率 99%，同比+0.7pct；赔付率同比+1.2pct 至 61.4%，费用率同比-0.5pct 至 37.6。其中车险综合成本率为 97.9%，同比持平，非车险综合成本率+2pct 至 101.9%。

**图17 平安、太保综合成本率上升，人保同比持平**


资料来源：上市险企 2017-2020 年年报，海通证券研究所

**图18 产险公司综合赔付率上行**


资料来源：上市险企 2017-2020 年年报，海通证券研究所

**图19 产险公司综合费用率明显改善**


资料来源：上市险企 2017-2020 年年报，海通证券研究所

**表 11 人保财险各险种综合成本率及变化**

|            | 2018          | 2019          | 2020          | 同比           |
|------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 机动车辆险      | 98.40%        | 96.70%        | 96.5%         | -0.20%       |
| 意外伤害及健康险   | 99.50%        | 101.80%       | 101.3%        | -0.50%       |
| 农险         | 95.20%        | 97.90%        | 99.8%         | 1.90%        |
| 责任险        | 94.00%        | 99.70%        | 97.3%         | -2.40%       |
| 信用保证险      | 96.90%        | 121.70%       | 144.8%        | 23.10%       |
| 企业财产险      | 109.60%       | 105.80%       | 104.1%        | -1.70%       |
| 货运险        | 90.60%        | 87.50%        | 82.9%         | -4.60%       |
| 其他险种       | 105.60%       | 109.90%       | 92.2%         | -17.70%      |
| <b>全险种</b> | <b>98.50%</b> | <b>98.90%</b> | <b>98.90%</b> | <b>0.00%</b> |

资料来源：中国人保 2018-2020 年年报，海通证券研究所

表 12 平安产险各险种综合成本率及变化

|        | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    | 同比     |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 车险     | 97.50% | 97.40% | 97.20% | 98.20%  | 1.00%  |
| 保证保险   | 88.60% | 88.60% | 93.60% | 111.00% | 17.40% |
| 责任保险   | 91.20% | 89.90% | 97.60% | 94.60%  | -3.00% |
| 意外伤害保险 | 78.20% | 82.30% | 84.30% | 88.80%  | 4.50%  |
| 企业财产保险 | 82.80% | 94.40% | 83.60% | 90.30%  | 6.70%  |
| 合计     | 96.20% | 96.00% | 96.40% | 99.10%  | 2.70%  |

资料来源：中国平安 2017-2020 年年报，海通证券研究所

表 13 中国太保各财产险险种综合成本率及变化

|       | 2016    | 2017    | 2018   | 2019  | 2020    | 同比    |
|-------|---------|---------|--------|-------|---------|-------|
| 机动车辆险 | 97.20%  | 98.70%  | 98.30% | 97.9% | 97.90%  | 0.0%  |
| 健康险   | -       | -       | -      | -     | 113.80% | -     |
| 责任险   | 116.80% | 90.70%  | 94.90% | 90.7% | 101.10% | 10.4% |
| 企财险   | 116.50% | 109.20% | 98.70% | -     | -       | -     |
| 农业险   | 96.80%  | 96.60%  | 95.00% | 99.8% | 99.90%  | 0.1%  |
| 意外险   | 94.90%  | 91.00%  | -      | -     | -       | -     |
| 保证险   | -       | -       | 84.20% | 95.5% | 98.10%  | 2.6%  |
| 合计    | 99.20%  | 98.80%  | 98.40% | 98.3% | 99.00%  | 0.7%  |

资料来源：中国太保 2016-2020 年年报，海通证券研究所

#### 4. 投资：权益市场上涨带动收益率提升，险企综合投资收益率均值为 6.6%

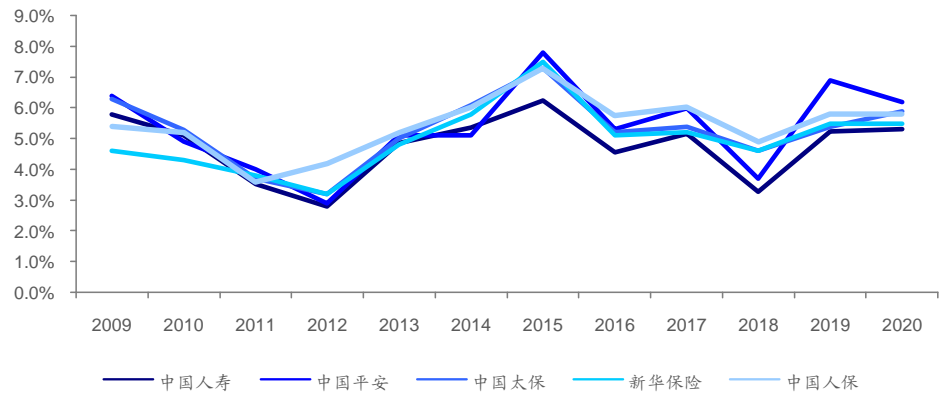
2020 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保的净投资收益率分别为 5.1%、4.3%、4.7%、4.6%和 5.0%，分别下降 0.1pct、0.3pct、0.2pct、0.2pct 和 0.3pct，5 家上市险企平均降幅为 0.2pct。

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保总投资收益率分别为 6.2%、5.3%、5.9%、5.5%和 5.8%，分别同比-0.7pct、+0.1pct、+0.5pct、+0.6pct 和 +0.4pct，5 家上市险企平均较上年+0.2pct。

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保综合投资收益率分别为 5.2%、6.3%、7.5%、7.7%和 6.4%，分别同比-1.5pct、-1pct、+0.2pct、+0.2pct 和 -0.3pct，5 家平均同比-0.5pct。

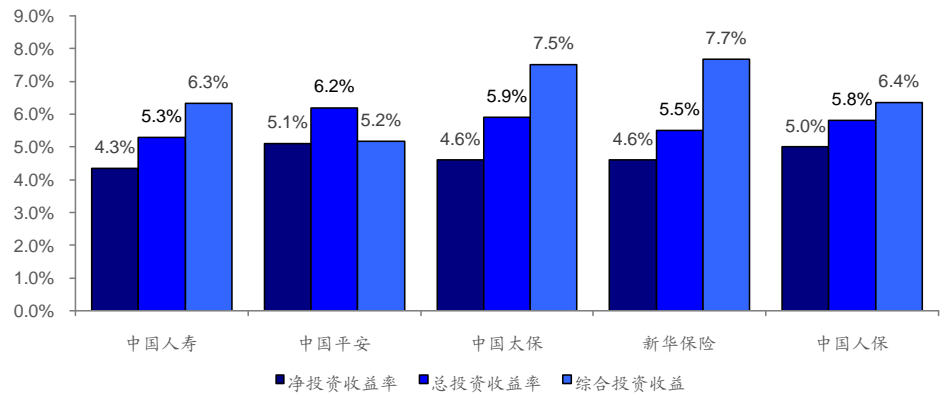
总投资收益率和综合投资收益率变化幅度明显大于净投资收益率变化幅度，我们分析主要是由于受权益市场影响，投资资产公允价值变动（含买卖价差、未实现公允价值变动）和浮盈（亏）变动较大，而利息、股息收入波动较小。

图20 2020 年上市险企总投资收益率情况



资料来源：上市保险公司历年年报，海通证券研究所

图21 2020 年上市险企综合投资收益率平均值为 6.6%左右

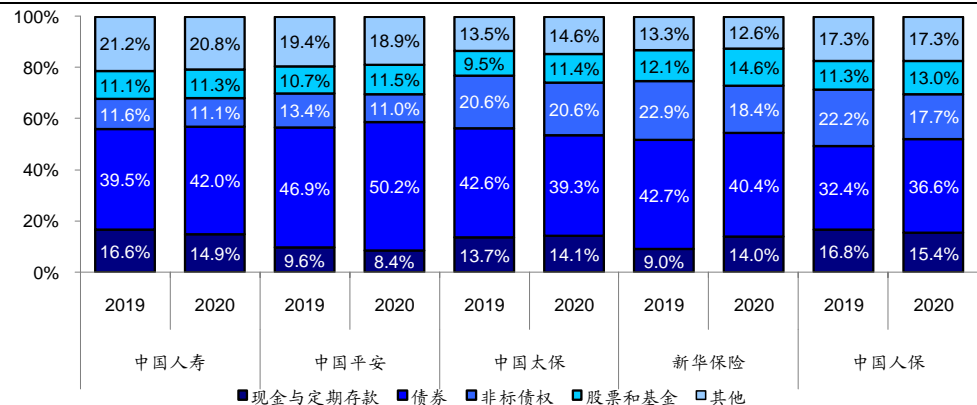


资料来源：上市保险公司 2020 年年报，海通证券研究所

#### 4.1 股票+基金合计占比+1.4pct，预计权益类收益率明显提升

具体各类型大类资产配置方面：上市险企固收类、权益类和现金及其他资产占比平均同比-0.9pct、+1.2pct、-0.2pct。其中股票+基金占比平均+1.4pct，国寿、平安、太保、新华、人保分别+0.3pct、+0.8pct、+1.8pct、+2.5pct、+1.7pct，我们认为与权益市场公允价值变动，以及各公司主动应对市场变化、增加权益资产配置比重皆有关系。上市险企平均现金及定期存款占比+0.2pct、债券占比+0.9pct、非标债权占比-2.4pct。

图22 上市保险公司的大类资产配置

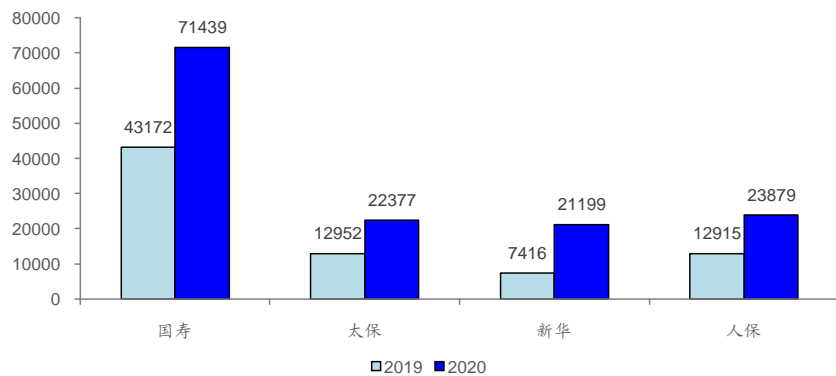


资料来源：上市保险公司 2019、2020 年年报，海通证券研究所



保险公司 2020 年抓住市场机会及时增配权益类资产，预计股票和基金收益较高，带动浮盈明显增加，缓解综合投资收益率压力。中国太保披露了大类资产年化总投资收益率，其中权益投资类（含股票、基金、理财产品等）收益率同比 +3.8pct 至 10.1%，我们认为权益类资产收益率上行是 2020 年险企投资端的普遍现象。整体来看，2020 年全年利率变动幅度仅为 +0.6bp，远小于 2019 年全年（2019 年十年国债收益率下降 9bp），且整体走势呈现止跌回升的 V 型，我们预计固收类资产投资收益率维持在 4.5%-6%，属险企可接受范围，因而险企净投资收益率大体维持平稳。

图23 上市险企可供出售金融资产公允价值变动余额（百万元）



资料来源：上市保险公司 2019-2020 年年报，海通证券研究所

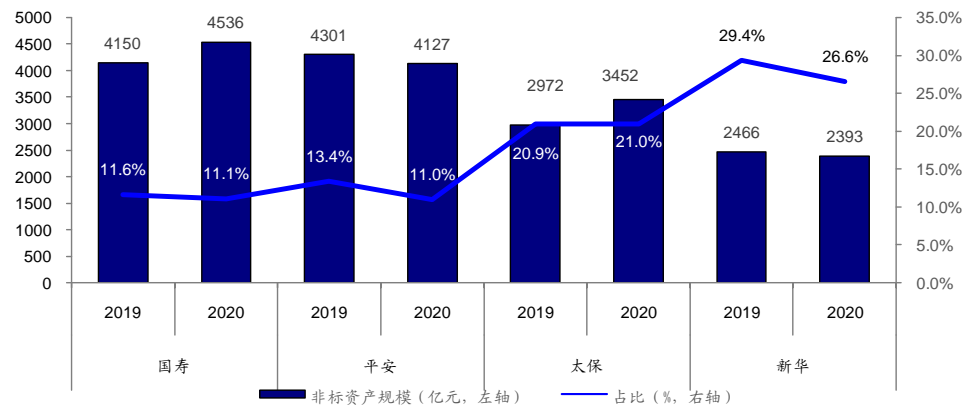
表 14 中国太保大类资产年化总投资收益率

| 大类资产        | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 同比变动     |
|-------------|------|------|------|------|-------|----------|
| 合计          | 5.2% | 5.4% | 4.6% | 5.4% | 5.9%  | 0.5pct   |
| 固定收益类       | 5.2% | 5.0% | 5.2% | 5.1% | 4.9%  | -0.2 pct |
| 权益投资类       | 4.7% | 7.6% | 1.1% | 6.3% | 10.1% | 3.8 pct  |
| 投资性房地产      | 8.8% | 8.4% | 9.0% | 9.3% | 9.6%  | 0.3 pct  |
| 现金、现金等价物及其他 | 1.8% | 2.4% | 1.9% | 1.7% | 1.3%  | -0.4 pct |

资料来源：中国太保 2016-2020 年年报，海通证券研究所

## 4.2 非标投资占比下滑，但收益率仍维持 5%-6% 的较高水平

保险行业非标资产规模同比增长，但占比较上年有一定下滑。1) 2020 年保险行业非标及另类等资产规模为 81677 亿元，同比上升 14%；占总投资规模的 37.7%，较 2019 年 -1pct。2) 从公司层面看，2020 年国寿、平安、太保、新华的非标资产规模分别为 4536 亿元、4127 亿元、3452 亿元和 2393 亿元，国寿、太保非标规模同比增长 9.3%、16.1%，平安、新华同比下降 4.0%、3.0%。2020 年国寿、平安、太保、新华非标资产占比分别为 11.1%、11.0%、21.0%、26.6%，同比 -0.5pct、-2.4pct、+0.1pct、-2.8pct。整体来看，非标投资仍维持 10%-30% 的比重，但占比呈小幅下滑趋势。3) 我们认为非标占险企投资资产比重有所下滑，主要与全市场非标融资规模压缩有关，但我们预计未来随着消费金融等产业的发展，非标资产仍有望保持一定供给规模，且提供较为可观的差异化资金溢价。

**图24 国寿、太保非标资产规模增加，多数险企非标占比均下滑**


资料来源：上市保险公司 2019、2020 年报，海通证券研究所

高质量的非标资产使险企从拉长久期、提高收益率两方面受惠。2020 年平安、太保非标类投资名义收益率分别为 5.49% 和 5.3%，虽然较 2019 年有所下降，但仍高于平安、太保的净投资收益率 5.1%、4.7%，高收益率的非标资产对险企未来几年净投资收益率保持稳定起到重要作用。平安、太保非标投资的平均期限均在四年以上，较同等收益率的各类信用债投资期限更长，平安当前非标资产剩余期限在 2-6 年左右。

**表 15 中国平安 2020 年非标投资行业及收益率分布**

|      | 2020 投资占比 | 2019 投资占比 | 同比变动    | 2020 投资收益率 | 2019 投资收益率 | 同比变动     | 2020 期限 | 2020 剩余到期期限 |
|------|-----------|-----------|---------|------------|------------|----------|---------|-------------|
| 基建   | 38.10%    | 33.50%    | +4.6pct | 5.46%      | 5.75%      | -0.29pct | 8.32 年  | 5.09 年      |
| 非银金融 | 26.90%    | 36.30%    | -9.4pct | 5.69%      | 5.74%      | -0.05pct | 5.79 年  | 2.48 年      |
| 不动产  | 17.50%    | 18.30%    | -0.8pct | 5.62%      | 5.90%      | -0.28pct | 4.42 年  | 2.34 年      |
| 煤炭开采 | 0.90%     | 1.50%     | -0.6pct | 5.74%      | 5.90%      | -0.16pct | 9.01 年  | 3.86 年      |
| 其他   | 16.60%    | 10.40%    | +6.2pct | 5.10%      | 5.48%      | -0.38pct | 6.87 年  | 5.48 年      |
| 合计   | 100.00%   | 100%      | -       | 5.49%      | 5.75%      | -0.26pct | 6.72 年  | 3.96 年      |

资料来源：中国平安 2019、2020 年年报，海通证券研究所

**表 16 中国太保 2020 年非标投资行业及收益率分布**

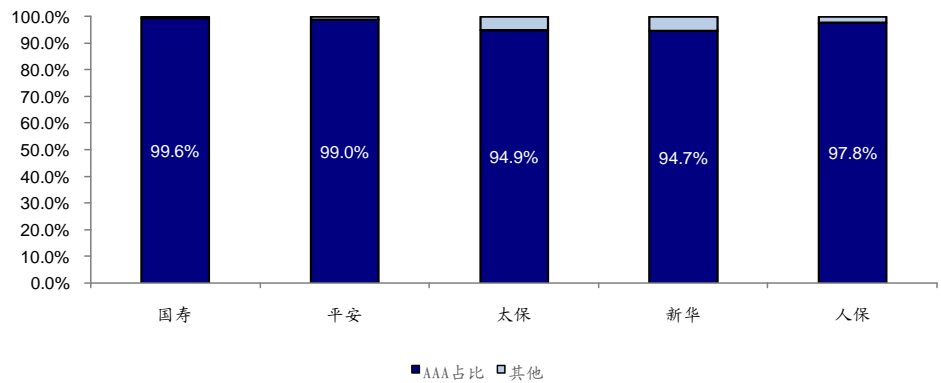
|        | 投资占比  | 名义投资收益率 | 期限( 年) | 剩余期限( 年) |
|--------|-------|---------|--------|----------|
| 基础设施   | 37.2% | 5.3%    | 7.1    | 5.4      |
| 不动产    | 18.4% | 5.3%    | 6.4    | 4.6      |
| 非银金融   | 17.8% | 4.9%    | 5.1    | 3.7      |
| 交通运输   | 12.8% | 5.4%    | 9.2    | 6.5      |
| 能源、制造业 | 7.2%  | 5.4%    | 6.3    | 3.9      |
| 其他     | 6.6%  | 5.9%    | 8.0    | 5.6      |
| 总计     | 100%  | 5.3%    | 6.9    | 5.0      |

资料来源：中国太保 2020 年年报，海通证券研究所

非标投资信用风险可控，多数险企 AAA 评级占比在 95% 以上。国寿、平安、太保、新华、人保的 AAA 级投资占非标资产比重分别为 99.6%、99.0%、94.9%、94.7% 和 97.8%。同时，各险企对于绝大多数非标资产都采取了抵质押担保、连带责任保证、一般保证、回购协议、差额支付承诺、共管资产等措施进行增信安

排，以提升非标资产的质量，降低信用风险。

图25 非标投资中 AAA 评级占比



资料来源：保险公司 2020 年报，海通证券研究所

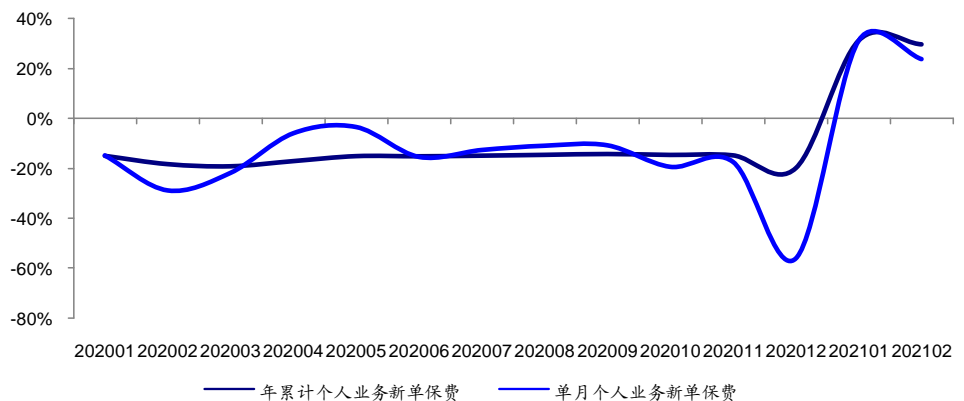
## 5. 2021 年展望与投资策略

### 5.1 2021 年开局顺利，低基数下保费有望实现高增长

受疫情影响逐渐消退、开门红如期而至及新旧重疾定义切换影响，2021 年 1-2 月保费迎来高增长。由于 2021 年开门红筹备节奏普遍提前、营销投入力度加大，以及根据监管要求旧重疾定义产品切换，导致旧定义产品停售前迎来销售热潮，多因素共同推动 1 月新单高增长。平安人寿、中国人寿、太保人寿、新华保险、人保寿险、太平人寿 1 月单月原保费同比分别-5.2%、+13.1%、+8.8%、+12.8%、+3.9%、+3.9%，平安 1 月单月个人业务新单同比+31.0%，较上年同期+45.9pct。考虑到重疾险产品普遍价值率较高，因此预计 1 月各公司新单价值亦实现较高增长。

2 月份新单维持高增速，预计与上年同期基数较低，以及 1 月部分老重疾产品保费延迟确认有关。平安人寿、中国人寿、太保人寿、新华保险、人保寿险 1-2 月累计同比分别-4.1%、+11.4%、+8.2%、+11.5%、-0.1%，负债端向好趋势明显。目前各公司均已发布新定义产品，我们预计 2021 年 3 月开始各公司将开展新产品的推广的营销活动，同时考虑到上年同期基数较低，预计一季度新单保费和价值增速将维持高位。

图26 平安人寿个人业务新单保费月度增速情况



资料来源：中国平安定期保费公告，海通证券研究所

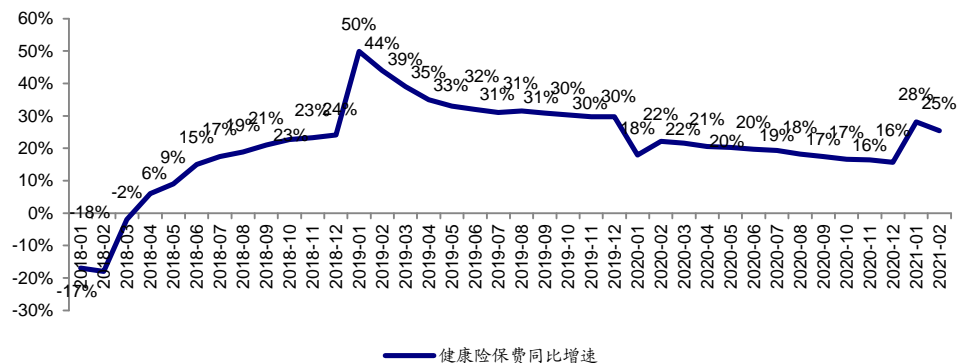
### 5.2 看好商业健康险与养老险长期发展

**健康险维持高增速+养老政策关注，健康险与养老险迎来发展机遇，预计将强化人身险公司增长动能。**

**健康险有望持续高增速。**截至 2019 年末，行业健康险保费规模 7066 亿元；若按照 2025 年达到 2 万亿元的目标，则年复合增速为 19%。四家上市险企健康险收入五年复合增速在 30%以上、占总保费比重达 15%-35%、健康险对新单保费的贡献度已普遍接近 50%。2021 年 1-2 月健康险保费同比+25%，显著高于寿险及产险增速。2 月单月健康险保费同比+21%，2 月末健康险占比为 17%，较 1 月末提升 3pct。我们预计在政策鼓励下，商业健康险将加速成为中国特色医疗保障体系的重要组成部分。

**2020 年以来商业养老险被多次提及，受关注度明显提高。**2020 年 1 月银保监会国新办新闻发布会上，银保监会副主席黄洪表示将加快养老保障“第三支柱”改革的顶层设计，把“第三支柱”的发展作为国家重点战略，纳入到“十四五”规划之中。7 月中国银保监会 2020 年年中工作座谈会则提出要推动养老保险第三支柱建设扩大试点。12 月 9 日，国务院常务会议部署促进人身保险扩面提质稳健发展的措施，提及“按照统一规范要求，将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设。”12 月 16 日，中央经济工作会议首次提出“要规范发展第三支柱养老保险”，这意味着第三支柱体系建设已在顶层设计视野获得重视，补齐养老保障短板将迎来重要机遇。在此背景下，预计商业养老保险市场将获得快速发展。根据中国保险网数据，2020 年一季度，商业养老年金保险保费收入 325 亿元，有效保单 6883 万件，期末有效承保人次 6758 万，积累了超过 5320 亿元的保险责任准备金，较年初增长 11.7%，未来仍有很大发展空间。

图27 2018 年以来健康险保费累计增速



资料来源：银保监会官网，海通证券研究所

### 5.3 投资建议：负债端、资产端持续改善中，估值低位，“优于大市”评级

**负债端和资产端持续改善中。**1) 险企在产品升级、费用投放等营销活动方面持续发力，2021 年新单保费和 NBV 未来有望持续显著改善。考虑保险年金类产品吸引力提升、2020 年同期基数较低、新老重疾定义产品切换等因素，2021 年一季度保费有望高增长。2) 十年期国债收益率降至 3.2%左右。我们认为，未来伴随经济持续复苏，长端利率有望持续上行。

**保险股估值低位，维持“优于大市”评级。**2021 年 4 月 2 日上市险企股价对应 2021E P/EV 仅为 0.55-0.93 倍，估值仍低。负债端和资产端均在持续改善中，预计未来保险板块估值空间将进一步打开。行业维持“优于大市”评级。公司推荐中国平安、中国太保、新华保险等。

**风险提示：长端利率趋势性下行；保障型产品增长不及预期。**

表 17 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    | 2019     | 2020  | 2021E | 2022E  | 2019       | 2020  | 2021E  | 2022E  |
| 中国平安-A | 78.88  | 65.67    | 72.65 | 85.13 | 99.40  | 4.15       | 2.71  | 3.08   | 3.51   |
| 中国人寿-A | 32.27  | 33.33    | 37.93 | 42.23 | 47.96  | 2.08       | 2.07  | 1.95   | 2.15   |
| 新华保险-A | 48.60  | 65.72    | 77.12 | 88.16 | 100.89 | 3.13       | 2.94  | 3.09   | 3.40   |
| 中国太保-A | 38.05  | 41.16    | 47.75 | 54.30 | 62.13  | 2.56       | 1.85  | 2.00   | 2.17   |
| 中国人保-A | 5.93   | 7.16     | 5.72  | 6.61  | 7.41   | 0.14       | 0.15  | 0.18   | 0.20   |
| 证券简称   | 价格     | P/EV (倍) |       |       |        | VNBX (倍)   |       |        |        |
| A 股    | 人民币    | 2019     | 2020  | 2021E | 2022E  | 2019       | 2020  | 2021E  | 2022E  |
| 中国平安-A | 78.88  | 1.20     | 1.09  | 0.93  | 0.79   | 3.18       | 2.30  | -2.03  | -5.84  |
| 中国人寿-A | 32.27  | 0.97     | 0.85  | 0.76  | 0.67   | -0.51      | -2.74 | -5.10  | -7.30  |
| 新华保险-A | 48.60  | 0.74     | 0.63  | 0.55  | 0.48   | -5.46      | -9.69 | -12.79 | -15.40 |
| 中国太保-A | 38.05  | 0.92     | 0.80  | 0.70  | 0.61   | -1.22      | -5.23 | -8.12  | -11.09 |
| 中国人保-A | 5.93   | 0.83     | 1.04  | 0.90  | 0.80   | -9.00      | 1.37  | -3.73  | -7.25  |
| 证券简称   | 价格     | EPS (元)  |       |       |        | BVPS (元)   |       |        |        |
| A 股    | 人民币    | 2019     | 2020  | 2021E | 2022E  | 2019       | 2020  | 2021E  | 2022E  |
| 中国平安-A | 78.88  | 8.17     | 7.83  | 9.33  | 11.22  | 36.83      | 41.72 | 48.50  | 56.45  |
| 中国人寿-A | 32.27  | 2.06     | 1.78  | 2.05  | 2.58   | 14.29      | 15.92 | 17.48  | 19.49  |
| 新华保险-A | 48.60  | 4.67     | 4.58  | 5.06  | 5.65   | 27.07      | 32.59 | 33.05  | 34.47  |
| 中国太保-A | 38.05  | 2.88     | 2.56  | 2.94  | 3.41   | 18.55      | 22.37 | 24.02  | 25.77  |
| 中国人保-A | 5.93   | 0.50     | 0.45  | 0.57  | 0.65   | 4.15       | 4.58  | 5.11   | 5.59   |
| 证券简称   | 价格     | P/E (倍)  |       |       |        | P/B (倍)    |       |        |        |
| A 股    | 人民币    | 2019     | 2020  | 2021E | 2022E  | 2019       | 2020  | 2021E  | 2022E  |
| 中国平安-A | 78.88  | 9.65     | 10.08 | 8.46  | 7.03   | 2.14       | 1.89  | 1.63   | 1.40   |
| 中国人寿-A | 32.27  | 15.65    | 18.14 | 15.78 | 12.52  | 2.26       | 2.03  | 1.85   | 1.66   |
| 新华保险-A | 48.60  | 10.42    | 10.61 | 9.60  | 8.60   | 1.80       | 1.49  | 1.47   | 1.41   |
| 中国太保-A | 38.05  | 13.20    | 14.89 | 12.92 | 11.15  | 2.05       | 1.70  | 1.58   | 1.48   |
| 中国人保-A | 5.93   | 11.85    | 13.09 | 10.36 | 9.17   | 1.43       | 1.30  | 1.16   | 1.06   |

资料来源：保险公司历年财报，WIND，海通证券研究所（基于 2021 年 04 月 02 日收盘价）

# 信息披露

## 分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业  
李芳洲 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: 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 重庆银行, 苏州银行, 上海银行, 兴业证券, 招商证券, 常熟银行, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 工商银行, 平安银行, 中国财险, 中金公司

## 投资评级说明

| <p><b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br/>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) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;</p> <p><b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br/>A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|--|--------|------|--------------------------------|
|  | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;         |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
|  | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

## 法律声明

。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

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

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

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

宋潇 (021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华 (021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴 (021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢 (021)23154658 hh13288@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  
罗蕾 (021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼 (021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青 (021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石 (021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗 (021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟 (021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜 (021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇 (021)23212231 zgy13303@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  
唐洋运 (021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵 (021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红 (021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫 (021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺 (021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋 (021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏 (021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右 (021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇 (021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛 (021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞 (021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珮珊 (021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆 (021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿 (021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍 (021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根 (021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上 (021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影 (021)23154117 ly11082@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知 (021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋 (021)23219733 zpx12149@htsec.com  
刘溢 (021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
吴信坤 (021)23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣 (021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜 (021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练 (021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜 (021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 (021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮 (021)23219434 lml@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  
朱军军 (021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆 (021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇 (021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心 (0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴 (021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌 (010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 (021)23154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷 (010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 (010)56760096 ml13172@htsec.com  
周航 (021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明 (021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭婷 (010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛 (021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 (0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩 (021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 (021)23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 (021)23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

戴元灿 (021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆 (021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光 (021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰 (021)23154113 wj10521@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科 (021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜 (021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭 (021)23219399 wanglt@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉 (010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪 (010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光 (021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯 (021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川 (021)23212208 kbc13683@htsec.com

### 有色金属行业

施毅 (021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航 (021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧 (021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 (021)23219480 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊 (021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐 (021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶 (021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡 (010)58067828 yf11127@htsec.com

## 电子行业

周旭辉 zzh12382@htsec.com  
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

## 煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

## 基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

## 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com  
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
联系人  
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

## 非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
联系人  
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

## 交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

## 纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

## 建筑材料行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

## 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
周 丹 zd12213@htsec.com  
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com  
联系人  
赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

## 建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
联系人  
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

## 军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com  
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
联系人  
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

## 银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
解巍巍 xww12276@htsec.com  
林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com  
联系人  
董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

## 社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com  
联系人  
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

## 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

## 造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
联系人  
柳文韬(021)23219389 lwt13065@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  
辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
滕雪竹 txz13189@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
李唯佳(021)23219384 jiwj@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  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
董晓梅 dxm10457@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
张钧博 zjb13446@htsec.com  
高 瑞 gr13547@htsec.com  
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@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