

投资评级 **增持** 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

人身险需求究竟有多大？

——保险行业深度剖析系列报告之二

投资要点：中国是世界寿险业的增长引擎，经历了近 25 年的快速发展，**2016 年寿险深度仍仅为全球平均水平的 67%，2016 年人身险保障缺口总保额达到 38 万亿美元。**我们预计 35-54 岁人口占比的提升、人均 GDP 的向上突破、居民杠杆率的高位将在未来 5 年内进一步提升人身险需求，医疗支出的持续扩大将在长期促进健康险的发展。人身险保费的短期增长和“前一年险资投资收益率 - 当年银行理财收益率”强正相关。人身险保费的短期调整不改长期需求扩张的趋势，“增持评级”。

相关研究

《保费调整即将结束，利润释放仍会持续——保险行业一季报回顾与展望》

2018.04.30

《商业养老保险登场，千亿蓝海市场启动——保险行业深度剖析系列报告之一》

2018.04.18

《寿险龙头保费逆势增长 20%，估值触底、NBV 拐点将至》2018.04.06

- **中国是世界寿险业的增长引擎，2016 年寿险深度仍仅为全球平均水平的 67%。** 1) 根据瑞再 sigma 数据，2001-2016 年中国寿险保费收入的年均复合增速高达 20.7%，远高于 4.1% 的全球平均水平，是世界保险增长的首要引擎。同期，美国、日本、欧洲、亚洲、南美洲、非洲、大洋洲的年均保费复合增速分别为 1.6%、-0.1%、4.2%、5.4%、11.5%、5.5% 和 4.2%。2) 中国人身险行业经历了近 25 年的快速发展，根据中国银保监会数据，2017 年人身险深度已从 2000 年的 0.99% 攀升至 3.23%，人身险密度从 2000 年的 61 元/人大幅增至 1543 元/人。2016 年中国寿险深度仍仅为全球平均水平的 67.4%，仅为日本的 32.7% 和欧洲的 58.6%，中国的人身险深度依然有较大的提升空间。
- **长期因素 1：人口结构——35-54 岁人口规模与占比的提升能够扩大人身险需求。** 1) 35-54 岁的人群既有保障需求，又能获得优质供给，基本决定了人身险市场的需求规模。美国主要挣钱人年龄在 45-54 岁的家庭的保障程度最高，数据表明美国 35-54 岁人口占比与其寿险深度的变化趋势完全一致。中国 2011-2016 年的人身险深度与 35-54 岁人口占比也存在着非常契合的关系。2) 我们预计未来 5 年内人身险深度能够持续提升，因为未来 5 年内 35-54 岁的人口占比大概率会进一步增加，而 5-10 年后人口因素或将对人身险深度造成负面影响，届时寿险需求可能会相对减少，而养老与医疗服务的需求将激增。
- **长期因素 2：经济发展——人均 GDP 的攀升能够提高人身险深度。** 1) 人身险产品属于档次较高的消费品，需求的收入弹性较高，世界银行的研究表明，实际人均收入每上升 10%，有效寿险保费会上升 19%。人身险产品的销售对象一般是中产阶级，人身险深度会与中产阶级人群的占比正相关。2) 多国数据显示人均 GDP 在突破 5000-15000 美元时，会带来人身险深度的攀升。2017 年中国人均 GDP 约为 8836 美元，正处于向上突破的区间，人身险深度未来 5 年有望在 3.23% 的基础上进一步提升。
- **长期因素 3：医疗支出——医疗支出/GDP 的增加能够提高健康险深度。** 1) 近年来，全球主要国家的医疗支出占 GDP 的比重均在不断上升，其中高收入国家的占比远高于其他国家。医疗费用过高的主要原因在于医疗通胀、过度医疗、第三方付费制度和人口老龄化趋势。我们预计医疗费用增长持续较快的趋势不会改变。2) 2016 年中国医疗支出/GDP 仅为 4.95%，但上升趋势明显。此外，中国的个人医疗费用支出远高于发达国家水平，因此商业健康险（重疾险+医疗险）作为重要支付方式必然将伴随着医疗支出持续发展。
- **长期因素 4：居民负债——居民杠杆率的增加能够扩大人身险需求。** 保障型人身险的首要功能在于收入补偿，保额应当至少不低于自身负债。住房抵押贷款是最重要的一项居民负债，因此当居民房贷增加时，人身险保额的需求会随之扩大，美国和中国的数据均支撑了我们的观点。中国“去杠杆”的主要着力点在于企业部门杠杆，目前居民杠杆率仍相对较低。

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

- **短期因素：资本市场——“前一年险资投资收益率-当年银行理财收益率”与人身险需求正相关。** 1) 需求与前一年险资投资收益率正相关。因为前一年的险资投资收益率影响当年的分红水平与利益演示水平，从而影响分红险的销售。2) 需求与银行理财产品预期收益率负相关。因为储蓄型保险产品和银行理财产品存在竞争关系，因此银行理财收益率的上升会降低储蓄型产品的吸引力。3) “人身险保费增速”和“前一年险资投资收益率-当年银行理财收益率”存在非常强的正相关关系，2007年至今仅有2012年出现了走势的小背离。2017年以来的利率上行，保险产品吸引力下降，导致2018年人身险保费的短期调整。
- **人身险保障缺口测算：2016年缺口总额达到38万亿美元。** 1) 参考瑞士再保险 sigma 数据，我们定义“保障缺口=需求资源-可用资源”。2) 2016年，中国人身险保障缺口(保额)高达37.7万亿美元，人均保障缺口达到94578美元。2004-2016年，中国人均保障缺口和总保障缺口的年均复合增长率分别为15.16%和15.71%。这表明中国人身险市场的潜在需求非常大，经济发展和居民收入提升将会逐渐激发需求，扩大市场。
- **人身险深度仍低，保障缺口巨大，我们预计35-54岁人口占比的提升、人均GDP的向上突破、居民杠杆率的高位将在未来5年进一步提升人身险需求，医疗支出的持续扩大将在长期促进健康险的发展。** 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的当前股价对应2018年P/EV分别为1.09、0.80、0.86和0.75倍，处于历史低位。给予行业“增持”评级，公司推荐中国平安、中国太保。
- **风险提示：** 1) 利率趋势性下行； 2) 股票市场大跌； 3) 保障型增长不及预期。

目 录

1. 中国人身险市场：2016 年寿险深度仅为全球平均水平的 67%	6
2. 人身险需求的长期影响因素：35-54 岁人口占比的提升、人均 GDP 的向上突破、医疗支出的增长和居民杠杆率高位将扩大需求.....	8
2.1 长期影响因素 1：人口结构——35-54 岁人口规模与占比的提升能扩大需求 ..	8
2.2 长期影响因素 2：经济发展——人均 GDP 的攀升能提高人身险深度.....	11
2.3 长期影响因素 3：医疗支出——医疗支出/GDP 的增加能提高健康险深度 ...	14
2.4 长期影响因素 4：居民负债——居民杠杆率的增加能扩大需求.....	15
3. 人身险需求的短期影响因素：资本市场——“前一年险资投资收益率- 当年银行理财收益率”与人身险需求正相关.....	17
4. 人身险保障缺口测算：2016 年缺口总保额达到 37.7 万亿美元.....	18
5. 投资建议：人身险需求长期向好，“增持”评级	20
6. 风险提示	20

图目录

图 1	人身险历年保费收入及其同比增速	6
图 2	寿险、健康险和意外险在人身险中的占比	6
图 3	全球不同国家与地区的寿险保费收入（百万美元）	7
图 4	全球不同国家与地区的寿险深度（%）	7
图 5	2010 年美国主要挣钱人年龄与家庭寿险保障水平的关系	8
图 6	美国寿险深度与人口年龄结构的关系	9
图 7	中国台湾寿险深度与人口年龄结构的关系	9
图 8	35-54 岁人口占比对人身险深度的影响	10
图 9	未来 5 年内新增与消亡的人身险需求	10
图 10	未来 5-10 年新增与消亡的人身险需求	10
图 11	中国历年出生人口（千人）	11
图 12	人均 GDP 对寿险深度的影响	11
图 13	中国人身险深度与人均 GDP 的变化趋势	12
图 14	经济增长期与各类保险产品需求	13
图 15	日本寿险业产品结构（单位：%）	14
图 16	各类区域的医疗支出/GDP	14
图 17	美国医疗卫生支出情况	15
图 18	中国医疗支出/GDP 与健康险占比	15
图 19	美国居民杠杆率与寿险保费	16
图 20	美国居民长期按揭贷款与寿险保费收入的正相关	16
图 21	中国个人住房贷款余额增速与居民保险资产增速的正相关	17
图 22	“前一年险资投资收益率-当年银行理财收益率”与人身险需求正相关	17
图 23	日本家庭平均保单件数（单位：件）	18
图 24	中国香港寿险保额与人均寿险保额	18
图 25	2004-2016 年中国人身险保障缺口（十亿美元）	19
图 26	2004-2016 年中国人均人身险保障缺口（美元）	19
图 27	上市保险公司的动态 PEV（倍）	20

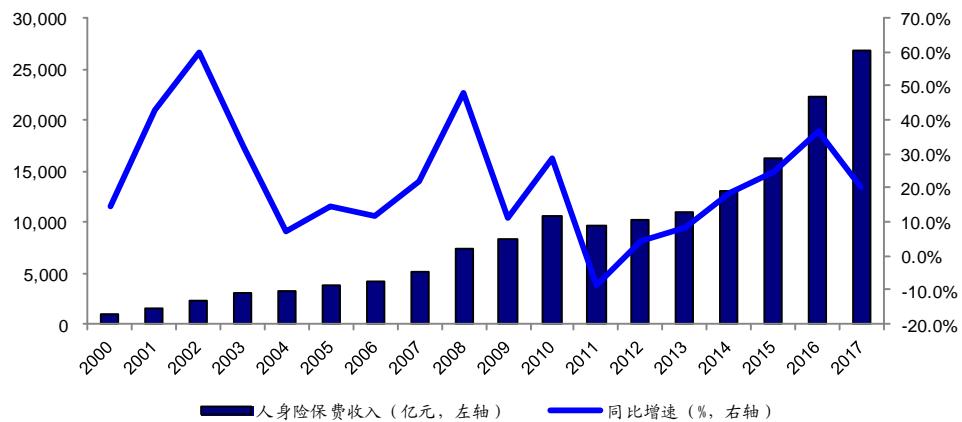
表目录

表 1	美国不同年代的寿险保费复合增速与人均 GDP.....	12
表 2	台湾不同年代的寿险保费复合增速与人均 GDP.....	12
表 3	中国香港个人长期寿险保额快速提升（百万港元）.....	18
表 4	上市保险公司估值及盈利预测	21

1. 中国人身险市场：2016 年寿险深度仅为全球平均水平的 67%

中国（大陆）人身险行业经历了近 25 年的快速发展，2017 年人身险保费收入已达到 2.67 万亿元（不含万能险等），保费规模仅次于美国和日本，位列世界第三，并且即将超越日本。其中，仅 2004 年、2011-2013 年的人身险保费同比增速低于 10%。

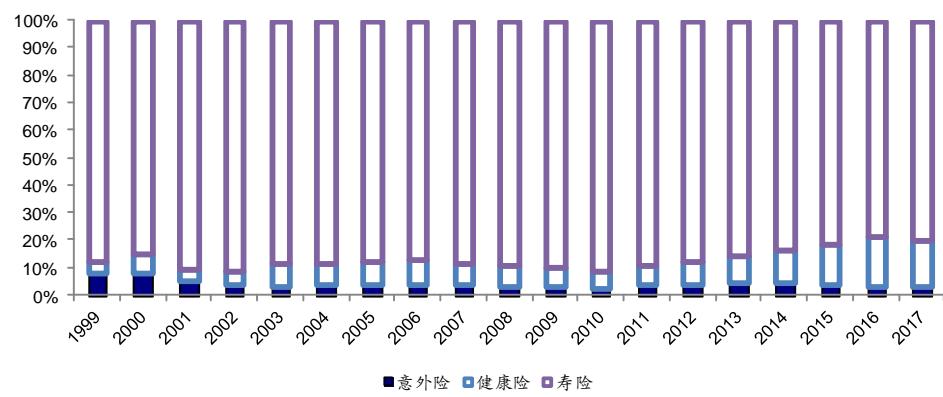
图1 人身险历年保费收入及其同比增速



资料来源：银保监会官网，海通证券研究所

健康险占比显著提升。按照中国银保监会的分类，人身险分为寿险（包括定期/终身寿险、两全险、年金险等）、健康险和意外险，其中寿险、健康险、意外险的占比分别从 2000 年的 88%、4% 和 8% 变为 2017 年的 80%、16% 和 3%，健康险从 2011 年开始取得了飞速发展。

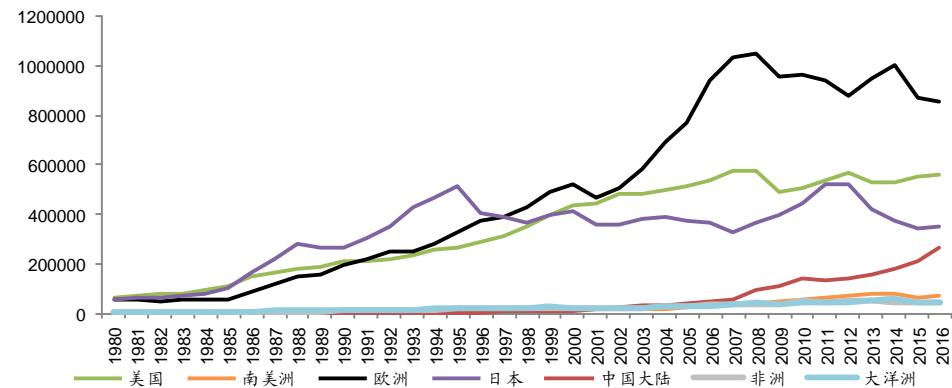
图2 寿险、健康险和意外险在人身险中的占比



资料来源：银保监会官网，海通证券研究所

2001-2016 年中国寿险保费收入的年均复合增速高达 20.7%，远高于 4.1% 的全球平均水平，是世界保险增长的首要引擎。同期，美国、日本、欧洲、亚洲、南美洲、非洲、大洋洲的年均保费复合增速分别为 1.6%、-0.1%、4.2%、5.4%、11.5%、5.5% 和 4.2%，其中仅南美洲的增速达到了两位数水平。由于经济增长持续低迷，叠加日益严重的老龄化，日本的寿险保费 2012 年开始呈现出明显下降趋势；美国和欧洲则从 2008 年金融危机以来持续震荡。经过多年发展，发达国家和地区的寿险市场目前已趋于饱和。

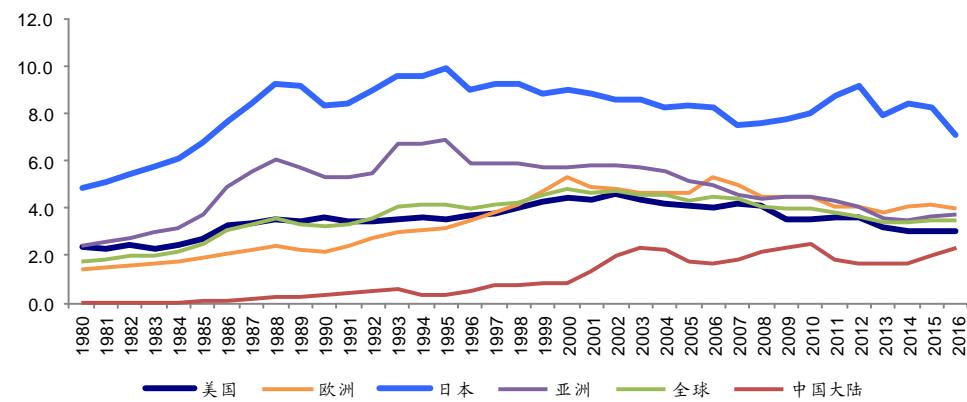
图3 全球不同国家与地区的寿险保费收入（百万美元）



资料来源：瑞士再保险 sigma, 海通证券研究所

2017 年中国人身险深度（保费/GDP）已从 2000 年的 0.99% 攀升至 3.23%，人身险保费占居民可支配收入的比例达 5.9%，人身险密度（保费/总人口）从 2000 年的 61 元/人大幅增至 1543 元/人。“保险深度”指标更能反映保险行业的相对发展程度，虽经过多年发展，这一指标距离全球平均水平尚有明显差距。中国寿险深度仅为全球平均水平的 67.4%，且仅为日本的 32.7% 和欧洲的 58.6%。我们判断中国的经济环境、社会保障制度、财税体制、政策导向和其他社会因素并没有显著区别于其他国家，而且没有严重制约商业人身险发展的因素，因此这一定程度上能够表明中国的人身险深度依然有较大的提升空间。

图4 全球不同国家与地区的寿险深度（%）



资料来源：瑞士再保险 sigma, 海通证券研究所

2. 人身险需求的长期影响因素：35-54岁人口占比的提升、人均GDP的向上突破、医疗支出的增长和居民杠杆率高位将扩大需求

人身险的长期需求受到人口结构、经济发展水平、医疗费用支出、居民负债等因素的影响，下面我们将详细介绍每个因素对于需求的影响程度。

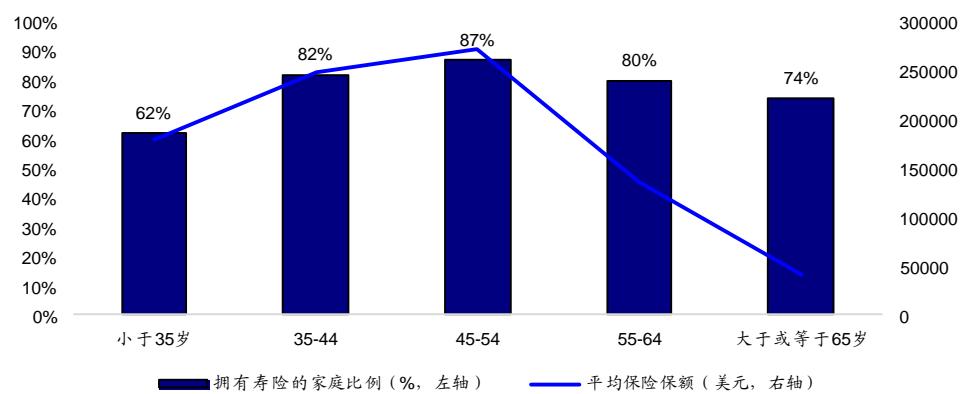
2.1 长期影响因素1：人口结构——35-54岁人口规模与占比的提升能扩大需求

人口的年龄结构显著影响人身险需求。35-54岁的人是购买人身险（以及作为被保险人）的主要人群：1) 低于35岁的群体往往既缺乏保障意识，又缺乏富余资金，因此购买人身险的概率偏低。2) 高于55岁的群体一般在购买重疾险或寿险时会被保险公司拒保，已不是保险公司的目标客户，因此成功投保的概率很低。所以，35-54岁的人群既有需求，又能获得优质供给，从而基本决定了整个人身险市场的需求规模。

国际经验：美国

根据瑞再研究院的介绍，在美国主要挣钱人年龄在45-54岁的家庭中有87%的家庭拥有寿险产品，而相反主要挣钱人年龄低于35岁的家庭中只有62%拥有寿险产品。同样，主要挣钱人年龄在45-54岁的家庭的平均保险保障为27万美元，而主要挣钱人年龄低于35岁的家庭的平均保险保障仅为18万美元。此外，当主要挣钱人的年龄大于55岁后，保障水平开始大幅下降。

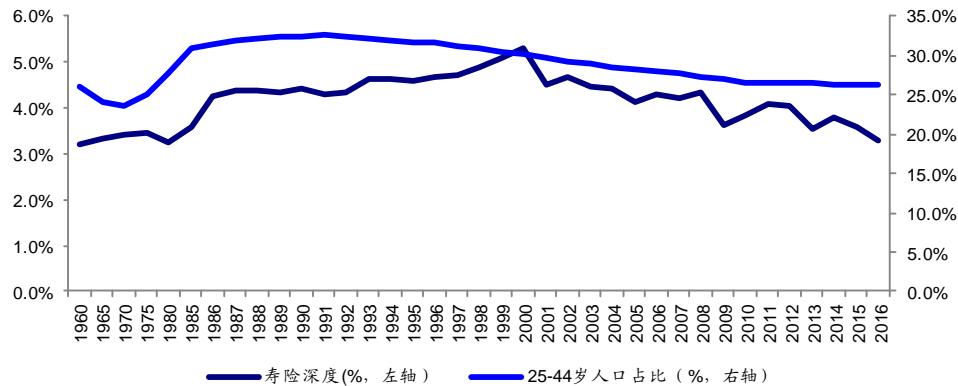
图5 2010年美国主要挣钱人年龄与家庭寿险保障水平的关系



资料来源：瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

根据美国商务部普查局的数据，1970-1991年美国25-44岁的人口占比单向逐年提升，从1970年的23.6%（最低点）提升至1991年的32.6%（最高点）。因此，我们可以推测出**1980-2001年大致是美国35-54岁人口大幅增加的时间段**，这个推测与常识相符——美国婴儿潮是1946年至1964年，期间婴儿潮人口高达7600万人，这部分人群正好从1981年开始进入35岁的“寿险需求的启动年龄”，持续将近20年。巧合的是二战后美国的寿险深度（寿险公司的总保费/GDP）的最低点正是1980年的3.2%，最高点正是2000年的5.3%，2000年以后美国的寿险深度逐渐降至2016年的3.3%。因此，婴儿潮人群刚开始进入35岁时，寿险深度处于最低点；婴儿潮人群刚开始进入55岁时，寿险深度到达了最高点。**美国35-54岁人口占比与其寿险深度趋势完全一致**，验证了我们的观点。

图6 美国寿险深度与人口年龄结构的关系



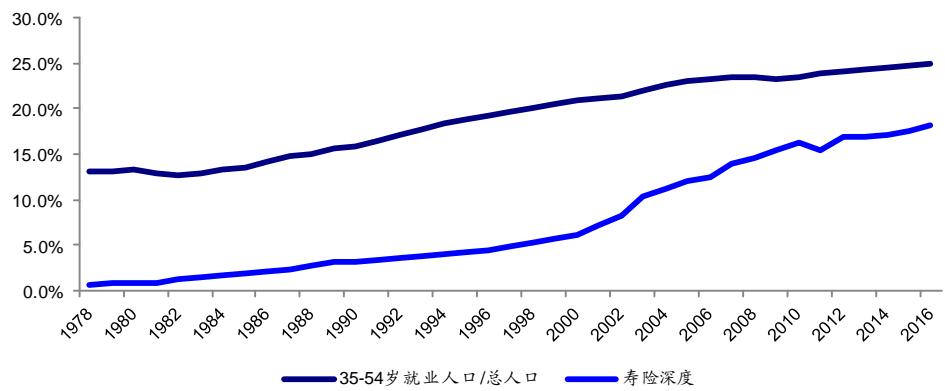
资料来源：美国商务部普查局，瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

国际经验：中国台湾

中国台湾是全球寿险深度最高的地区，寿险深度从 20 世纪 60 年代开始不断上升。2016 年中国台湾和中国香港的寿险深度分别高达 16.7% 和 16.2%，分列世界前两位，且远高于排名世界第三的南非（11.5%）。另外，韩国（7.4%）、日本（7.2%）的寿险深度的世界排名分别为第 6 和第 7，数据表明亚洲发达国家/地区的寿险深度整体远高于欧美发达国家，这其中是否存在深层次的社会、文化、地缘因素有待进一步研究。

中国台湾寿险深度的不断攀升伴随着“35-54 岁就业人口/总人口（可得数据）”的持续增加。35-54 岁就业人口/总人口从 1978 年的 13.1% 逐渐提升到了 2017 年的 25.3%，但随着人口老龄化的加剧这种趋势或将在未来 5 年内改变。

图7 中国台湾寿险深度与人口年龄结构的关系

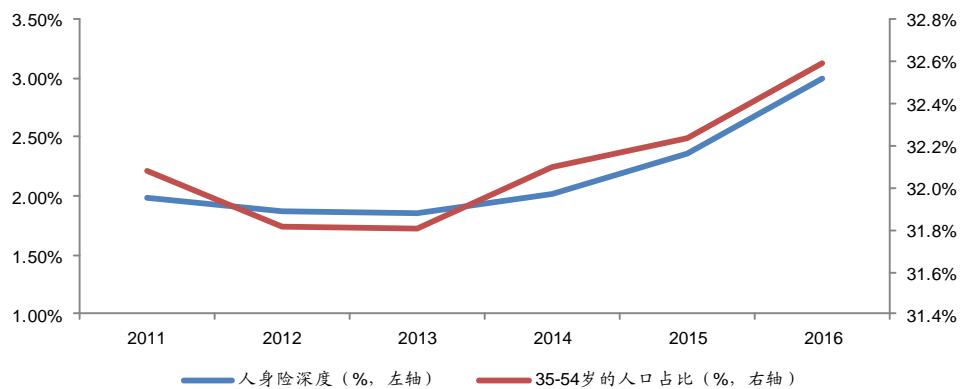


资料来源：台湾统计局，瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

中国情况

中国历史数据同样能够支撑上述结论，2011-2016 年的人身险深度与 35-54 岁的人口占比存在着非常契合的关系。2014 年以来的保费增长（告别 2011-2013 年的调整期）正和 35-54 岁人口占比的上升完全同步。

图8 35-54岁人口占比对人身险深度的影响

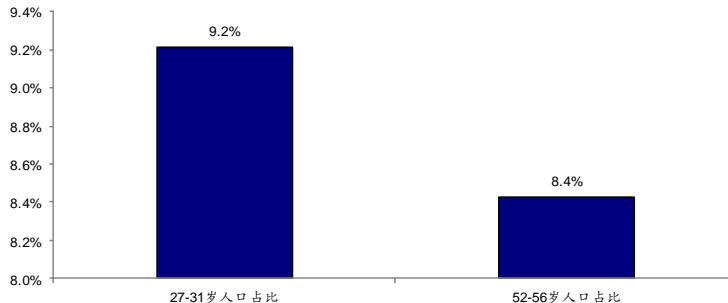


资料来源：国家统计局，保监会官网，海通证券研究所

基于人口因素，我们预计未来5年内人身险深度能够持续提升，因为未来5年35-54岁的人口占比大概率会进一步增加。原因如下：基于国家统计局2016年的抽样统计数据，我们推算出目前（2018年）27-31岁的人口占比为9.2%，而52-56岁的人口占比为8.4%，前者是新需求的贡献者，后者则会带来需求的逐渐消亡，但前者的占比大于后者有望提升人身险需求。

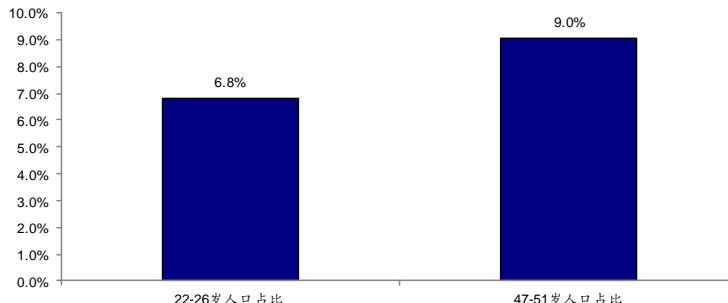
5-10年后，人口因素或将对人身险深度造成负面影响，因为当前22-26岁人口占比为6.8%，而47-51岁的人口占比高达9.0%，前者显著小于后者。从另一个角度上看，中国建国后最大规模婴儿潮的人群（出身于1962-1970年）将在7年后全部高于55岁，退出寿险市场。因此我们判断届时寿险需求将相对减少，而养老与医疗服务的需求将激增，有利于目前积极布局养老与健康产业的金融保险集团。

图9 未来5年内新增与消亡的人身险需求



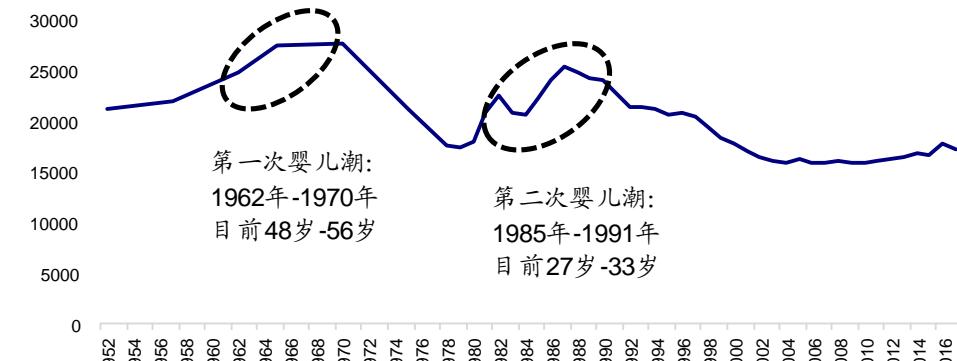
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图10 未来5-10年新增与消亡的人身险需求



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图11 中国历年出生人口（千人）

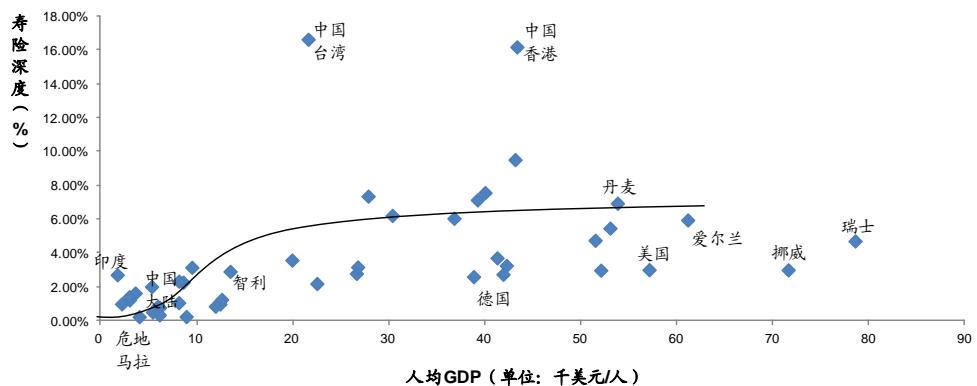


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.2 长期影响因素 2：经济发展——人均 GDP 的攀升能提高人身险深度

经济发展与人身险保费之间的实证关系可用一条 S 型曲线来表示：由于人身险产品属于档次较高的消费品，需求的收入弹性理应较高。世界银行的研究表明，实际人均收入每上升 10%，有效寿险保费会上升 19%。随着人均 GDP 的增长，人身险深度会在某一个水平上（人均 GDP5000-15000 美元）加速攀升，而大幅超过该水平后寿险保费增速会放慢。简单而言，人身险产品的销售对象一般是中产阶级，因为低收入阶层无力支付保费，而高净值人群实际上并不需要人身险的收入补偿功能。理论上，人身险深度会与中产阶级人群的占比正相关。

图12 人均 GDP 对寿险深度的影响



资料来源：瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

国际经验：美国

美国寿险业保费在二战后至 2000 年之间增长稳健，20 世纪 50 年代、60 年代、70 年代、80 年代和 90 年代的寿险公司总保费的年均复合增速分别为 7.8%、7.8%、9.7%、11.0% 和 7.5%。可见，1970-1990 年期间的寿险保费增速最高，数据显示美国 1970-1980 年的年均人均 GDP 为 8545 美元，1980-1990 年的年均人均 GDP 为 19732 美元。因此，美国保费加速期的人均 GDP 水平与上述国际经验区间大致相符。2000 年以后，美国人均 GDP 超越了 35000 美元，保费增速开始明显下降，并且在 2008 年以后出现了寿险保费负增长。

表1 美国不同年代的寿险保费复合增速与人均GDP

时期	寿险公司保费的复合增速	人均GDP(美元)
1950-1960	7.8%	2521
1960-1970	7.8%	4026
1970-1980	9.7%	8545
1980-1990	11.0%	19732
1990-2000	7.5%	29283
2000-2010	0.5%	43218
2010-2016	1.1%	52959

资料来源：ACLI，美国经济分析局，海通证券研究所

国际经验：中国台湾

中国台湾寿险业保费在1960-1990年间高速增长（复合增速高于25%），1990至2010年年均复合增速调整至15%附近，2010年后出现了进一步的增长放缓。台湾寿险业在20世纪80年代增速最快，1980-1990年的复合增速高达28%，这个期间台湾年人均GDP为4440美元，其中1990年人均GDP为8216美元，与上述国际经验区间大致相符。2011年以后，台湾人均GDP超过了20000美元，保费增速放缓。

表2 台湾不同年代的寿险保费复合增速与人均GDP

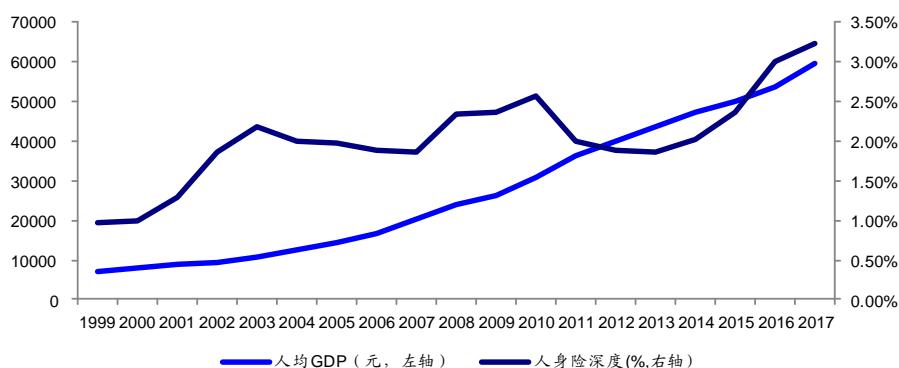
时期	寿险公司保费的复合增速	人均GDP(美元)
1960-1970	25.0%	279
1970-1980	25.4%	1131
1980-1990	28.0%	4440
1990-2000	15.7%	12178
2000-2010	14.0%	16129
2010-2016	5.2%	21581

资料来源：台湾统计局，台湾人寿保险商业同业公会，海通证券研究所

中国情况

2017年中国人均GDP为5.95万元，约为8836美元，较2000年年均复合增长12.6%。按照国际经验，目前中国人均GDP水平意味着人身险保费正处于加速期，人均GDP离15000美元的区间上限仍有很大的距离，因此人身险深度有望至少在未来5年在2017年的3.23%基础上进一步提升。

图13 中国人身险深度与人均GDP的变化趋势



资料来源：国家统计局，银保监会官网，海通证券研究所

此外，瑞士再保险 sigma 的研究与我们的观点相一致：随着经济迈向成熟期，未来人身险的主要增长点在于健康险与养老保险（包括储蓄型年金险）。

图14 经济增长期与各类保险产品需求



资料来源：瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

国际经验：日本

日本一直是全球保险业大国，2016 年寿险保费高达 3541 亿美元，高居世界第二；2016 年寿险密度 2803 美元，寿险深度为 7.15%。日本寿险业在不同的经济发展阶段，主力产品更迭明显，生死两全保险、附加定期生死两全保险、附加定期终身寿险、第三领域保险（健康保险等）和年金险逐一登台。

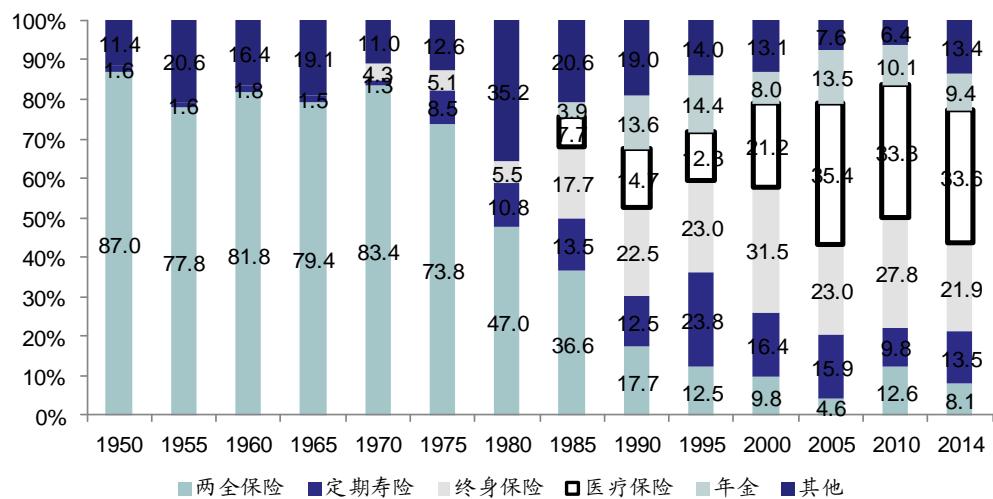
1、1955-1965 年以生死两全保险为主，原因在于经济和人口发展初期，客户的储蓄需求很高，尚不愿意接受所交保费最终大概率会“颗粒无收”的死亡保险。

2、1966-1980 年以附加定期生死两全保险为主。随着经济快速发展，作为家庭经济支柱的户主为了保证稳定的家庭经济来源，死亡保障需求逐渐加大。在这种趋势下，附加定期生死两全保险定期部分的死亡保险金和满期保险金（生存保险金）的倍率从最初的 2-3 倍向 15 倍、20 倍、25 倍等高倍率转变，这种产品既能提供高额死亡保障，又有生存保险金，因此既符合传统保险消费观念（储蓄），又满足随着经济发展而急速高涨的死亡保障需求。

3、1981-1999 年以附加定期终身寿险为主。这个时期，日本中老年人口增加，个人可支配收入增长放缓，中老人人群“保费更低、死亡保障更多”的保险需求不断增加。附加定期终身寿险应时而兴。

4、2000 年至今以第三领域保险（健康保险等）为主，个人年金增长迅速。随着平均寿命的逐年上升、“少子老龄化”社会的加速形成、现代医疗技术的发展、疾病治愈率和有效控制率的提升，人们的观念从“为遗属留下更多生活费”转变为“为自己生前准备充足的医疗费用和养老费用”，医疗保障的需求不断升温。另外，2001 年第三领域保险市场终于获准向大型寿险公司和产险公司解禁，市场准入带来了众多实力强大的市场经营主体。目前各家保险公司看到了以健康保险为中心的第三领域保险产品的广阔前景和巨大的市场规模，正在竭力实现产品和服务的差异化和多样化，并提供诸如介绍医生及医疗机构、医疗咨询等附加服务。除健康保险以外，个人年金险同样增长迅速。

图15 日本寿险业产品结构 (单位: %)

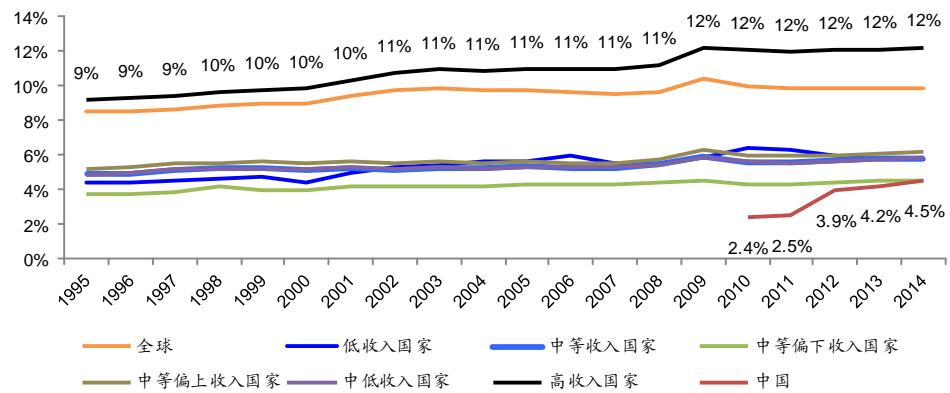


资料来源：LIAJ，海通证券研究所

2.3 长期影响因素 3：医疗支出——医疗支出/GDP 的增加能提高健康险深度

近年来，全球主要国家的医疗支出占 GDP 的比重均在不断上升，其中高收入国家的占比远高于其他国家。医疗费用过高的主要原因在于医疗通胀、医疗服务的过度使用（过度医疗）、昂贵新医疗技术的应用、第三方付费制度和人口老龄化趋势。我们预计医疗费用增长持续快于 GDP 的趋势不会改变。

图16 各类区域的医疗支出/GDP



资料来源：世界银行，海通证券研究所

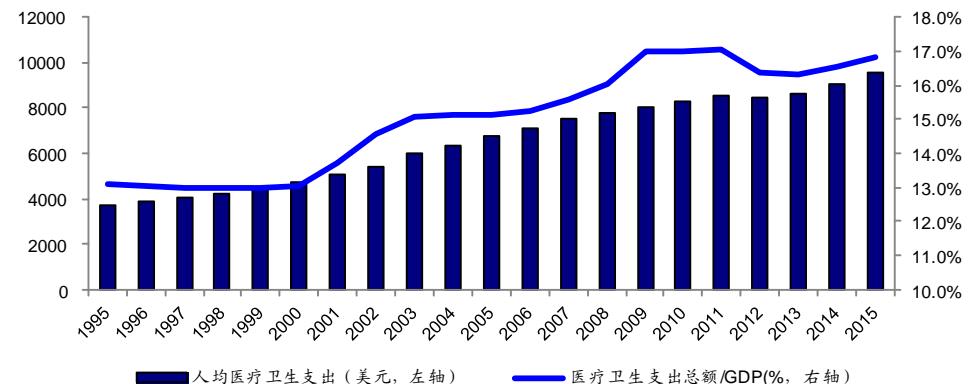
国际经验：美国

美国拥有世界上规模最大和发展水平最高的健康保险市场。美国是唯一的以商业健康保险作为医疗保障主体的西方发达国家。美国商业健康保险包括雇主资助型团体健康保险、职工或个人购买的健康保险和蓝十字、蓝盾等其它类型医疗保险。

美国超过 70% 的医疗总费用通过商业健康险支出，因此健康险规模随着医疗费用支出的增长而扩大。世界银行数据显示，1995-2015 年美国医疗卫生支出总额占 GDP 的

比例从 13.1% 升至 16.8%; 人均医疗卫生支出从 3748 美元升至 9536 美元, 年均复合增长 4.8%。

图17 美国医疗卫生支出情况

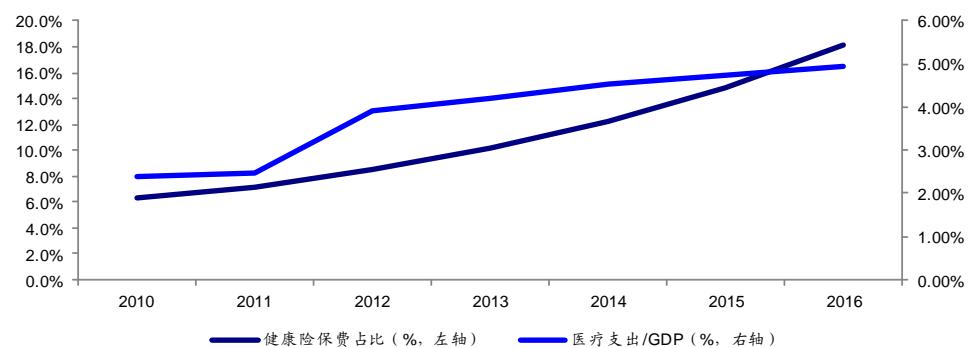


资料来源：世界银行，海通证券研究所

中国情况

2016 年中国医疗支出/GDP 仅为 4.95%，但上升趋势明显。此外，中国的个人医疗费用支出远高于发达国家水平，因此商业健康险（重疾险+医疗险）作为支付方式必然将伴随着医疗支出的增长而持续发展，详见《得健康险者得天下》。

图18 中国医疗支出/GDP 与健康险占比



资料来源：国家统计局，保监会官网，海通证券研究所

2.4 长期影响因素 4：居民负债——居民杠杆率的增加能扩大需求

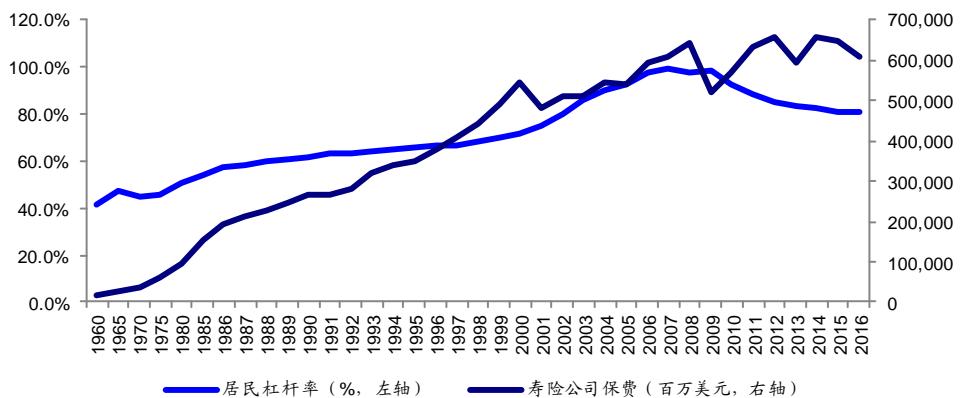
定期/终身寿险、重疾险等主要人身险品种的首要功能在于收入补偿，即保证被保险人罹患重疾或身故后，家庭能够获得足够的经济赔偿，从而减少对于家庭生活水平的负面影响。确定保额时（收入补偿的金额），我们应当至少考虑 1) 当前收入水平；2) 抚养小孩和老人的费用；3) 自身负债。其中，保额应当不低于自身负债，这样才能保证任何情况下的债务可偿还。

住房抵押贷款是最重要的一项居民负债，因此我们判断当房贷增加时，相应地增加人身险保额的需求也会扩大。所以新增房贷或房贷余额应当与保费收入或保险总资产正相关。

国际经验：美国

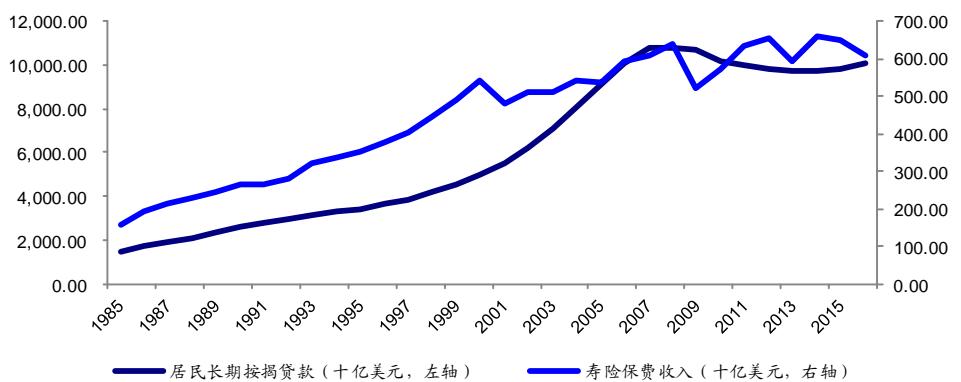
美国居民部门宏观杠杆率在 1960-1984 年基本稳定在 40%-50% 的水平，1985 年以后出现一轮快速攀升，在 2007 年达到历史最高值 99.4%。2008 年国际金融危机爆发后，美国居民部门持续“去杠杆”，宏观杠杆率持续回落，2016 年居民杠杆率已降至 80.8%。与之对应，美国寿险公司总保费正是从 2008 年（历史新高点）开始进入震荡期，2016 年寿险保费 6101 亿美元，低于 2008 年的 6404 亿美元。

图19 美国居民杠杆率与寿险保费



资料来源：世界银行，ACLI，海通证券研究所

图20 美国居民长期按揭贷款与寿险保费收入的正相关

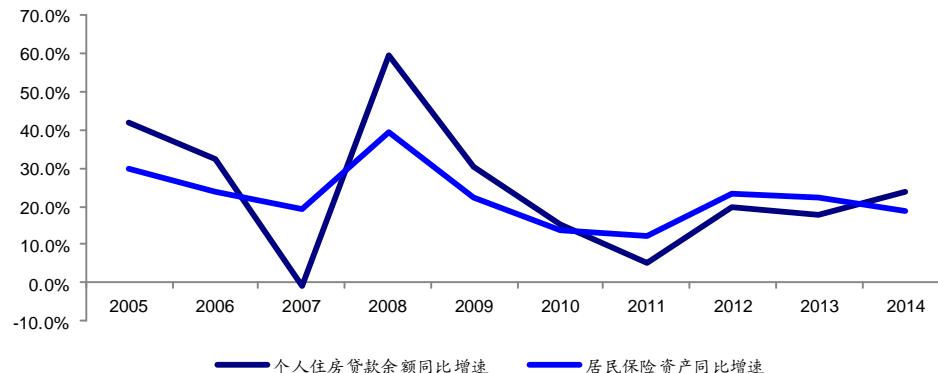


资料来源：ACLI，海通证券研究所

中国情况

去杠杆是中国正在推动的供给侧结构性改革五大任务之一，但去杠杆的重点在于企业部门杠杆率，中国居民部门和政府部门的杠杆率相对国际水平仍然较低。根据中国社科院国家金融与发展实验室发布的《中国去杠杆进程报告（2017 年度）》，非金融企业部门杠杆率由 2016 年的 158.2% 回落至 156.9%，下降了 1.3 个百分点；居民部门杠杆率从 2016 年的 44.8% 上升到 49.0%，提高了 4.1 个百分点。目前居民债务尚处于可控范围之内，居民仍有大量的存量金融资产来应对流动性风险，居民高储蓄率也保证了有足够的清偿能力。我们预计居民杠杆率的高位能够持续激发的寿险需求。

图21 中国个人住房贷款余额增速与居民保险资产增速的正相关



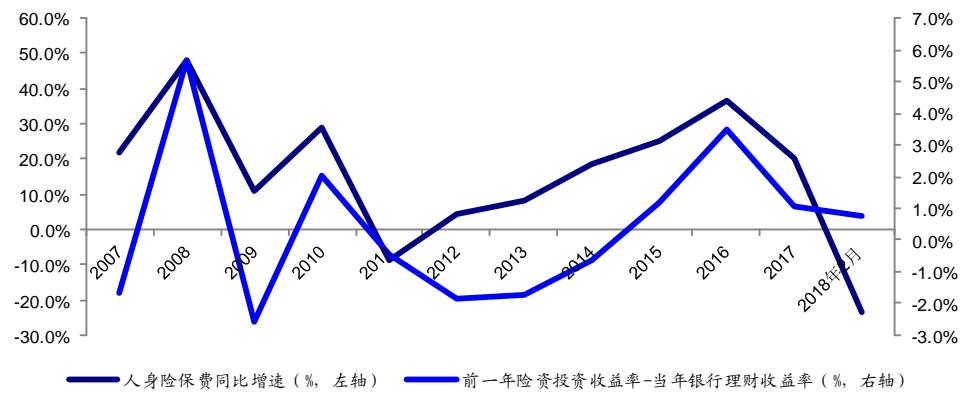
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

3. 人身险需求的短期影响因素：资本市场——“前一年险资投资收益率 - 当年银行理财收益率”与人身险需求正相关

资本市场对人身险的短期需求有着非常大的影响。1) 需求与前一年险资投资收益率正相关。因为前一年的险资投资收益率影响当年的分红水平与利益演示水平，从而影响分红险的销售结果。2) 需求与银行理财产品预期收益率负相关。因为分红年金险等储蓄型产品和银行理财产品一定程度上存在竞争关系，因此银行理财产品收益率的上升一般会降低储蓄型保险产品的吸引力。虽然储蓄型产品和保障型产品的销售存在“共振效应”，但我们预计随着保障型产品占比逐渐提升，上述关系会逐渐减弱。

图 22 显示出了两者非常强的正相关关系，2007 年至今仅有 2012 年出现了走势的背离。2017 年以来的利率上行，导致了“前一年险资投资收益率 - 银行理财收益率”的下降，因此促成了 2018 年人身险保费的短期调整。

图22 “前一年险资投资收益率-当年银行理财收益率”与人身险需求正相关

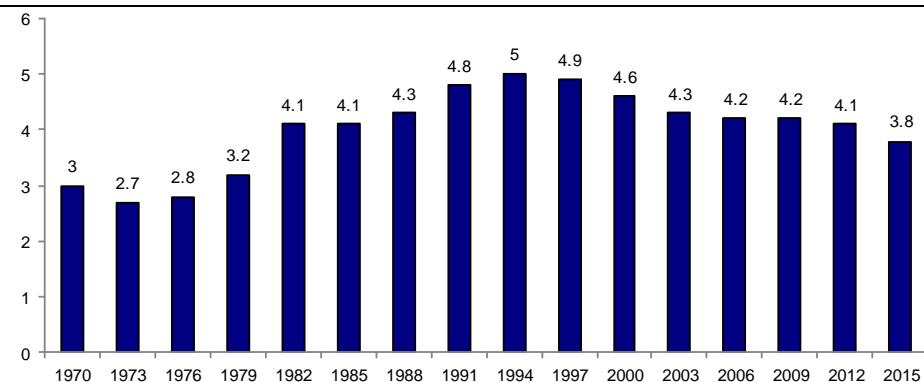


资料来源：中国人民银行，保监会官网，海通证券研究所

4. 人身险保障缺口测算：2016年缺口总保额达到37.7万亿美元

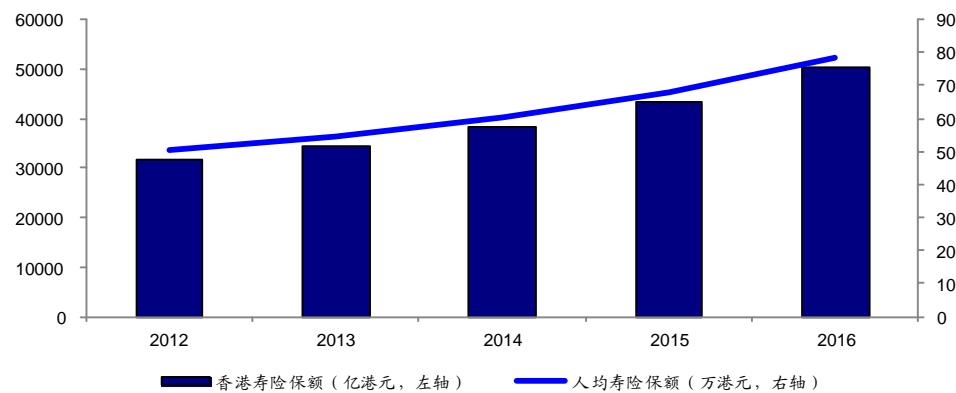
目前中国保险覆盖程度极低，未来增长空间巨大。银保监会副主席黄洪2017年11月称我国在医疗、养老、农业、巨灾、责任保险等领域，仍然存在巨大的保障缺口，中国寿险保单持有人只占总人口的8%，人均持有保单仅有0.13张，而日本的家庭平均保单件数接近4张。保监会披露2017年，保险业为全社会提供寿险风险保障31.73万亿元，人均寿险保额仅2.3万元，因此全社会的身故保障是远远不足的；而中国香港2016年寿险保额为5.03万亿港元，约合人民币4.07万亿，人均寿险保额为人民币63.4万，远高于中国大陆。

图23 日本家庭平均保单件数（单位：件）



资料来源：LIAJ，海通证券研究所

图24 中国香港寿险保额与人均寿险保额



资料来源：香港保险业监管局，海通证券研究所

表3 中国香港个人长期寿险保额快速提升（百万港元）

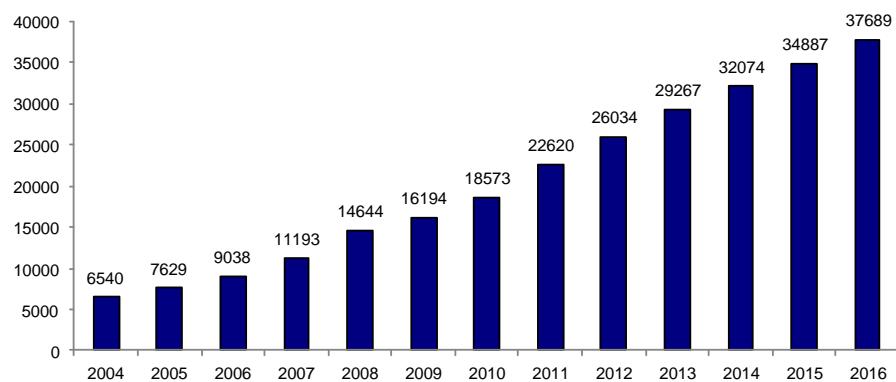
	2012	2013	2014	2015	2016
终身 Whole Life	2,023,904	2,284,698	2,580,491	2,969,528	3,467,948
储蓄 Endowment	305,416	307,718	300,013	293,580	357,820
定期 Term	339,092	356,078	371,333	386,583	359,450
其他 Others	488,036	490,110	566,460	692,216	845,693
合计	3,156,448	3,438,604	3,818,298	4,341,907	5,030,911

资料来源：香港保险业监管局，海通证券研究所

参考瑞士再保险 sigma 数据，我们测算中国的人身险保障缺口。保障缺口指抚养人身故后受抚养者维持生活标准所需资源与可用资源之间的差额。我们使用以下等式计算人身险保障缺口：保障缺口=需求资源- 可用资源。需求资源包括三个部分：1) 配偶、子女以及其他被抚养人保持现有生活水平不变所需的收入；2) 退休需要、子女大学教育以及其他重大支出需要；3) 支付债务。可用资源包括的三个部分为：1) 社会保障给付；2) 金融资产；3) 由外部保险计划提供的寿险保障与职工福利。测算的方法基于瑞再报告：1) 抚养和重大支出的需要定为工作者 10 倍的年薪收入；2) 可用于保障需求的金融资产占比为 50%；3) 债务与已有的寿险保额直接使用披露数据。

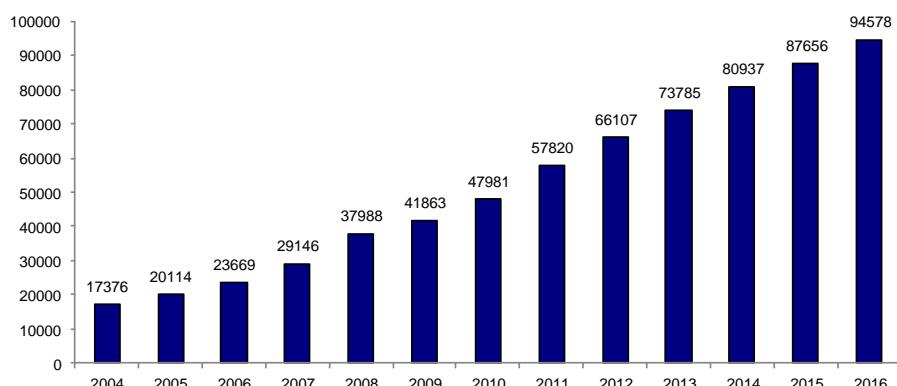
2016 年，中国人身险保障缺口总规模（保额）高达 37.7 万亿美元，人均保障缺口达到 94578 美元。2004-2016 年，中国人均保障缺口和总保障缺口的年均复合增长率分别为 15.16% 和 15.71%。这表明中国人身险市场的潜在需求非常大，经济发展和居民收入提升将会逐渐激发需求，扩大市场。

图25 2004-2016 年中国人身险保障缺口（十亿美元）



资料来源：瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

图26 2004-2016 年中国人均人身险保障缺口（美元）

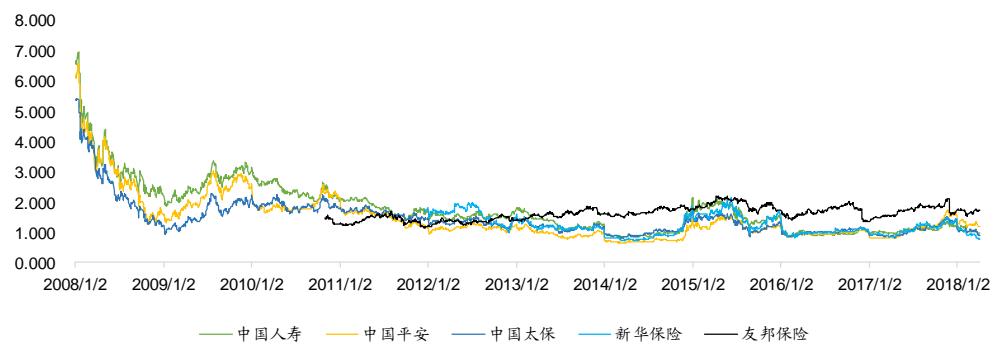


资料来源：瑞士再保险 sigma，海通证券研究所

5. 投资建议：人身险需求长期向好，“增持”评级

人身险深度仍低，保障缺口巨大，我们预计 35-54 岁人口占比的提升、人均 GDP 的向上突破、居民杠杆率的高位将在未来 5 年进一步提升人身险需求，医疗支出的持续扩大将在长期促进健康险的发展。我们判断寿险保障型业务进入黄金增长期，保险公司的利润与 EV 均已进入了确定性较强的中长期增长阶段。中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的当前股价对应 2018 年 P/EV 分别仅为 1.09、0.80、0.86 和 0.75 倍，处于历史低位。随着保障型业务占主导带来的 NBV 稳定增长，估值水平将持续提升，同时对标友邦保险，我们认为 2018 年 P/EV 的合理估值应在 1.5-2 倍。公司推荐中国平安、中国太保。

图27 上市保险公司的动态 PEV (倍)



资料来源：Wind，上市保险公司历年年报，海通证券研究所

6. 风险提示

- 1) 利率趋势性下行；2) 股票市场大跌；3) 保障型业务增长不及预期。

表4 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称 A股	价格(元) 人民币	EV(元)				1YrVNB(元)			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.71	34.89	45.14	55.72	68.27	2.78	3.68	4.24	5.08
中国人寿-A	24.35	23.07	25.97	30.27	35.50	1.74	2.13	2.23	2.50
新华保险-A	44.02	41.49	49.19	58.56	69.52	3.35	3.87	4.45	5.11
中国太保-A	32.65	27.14	31.58	37.98	45.30	2.10	2.95	3.24	3.73
证券简称 A股	价格 人民币	P/EV(倍)				VNBNX(倍)			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.71	1.74	1.34	1.09	0.89	9.29	4.23	1.18	-1.49
中国人寿-A	24.35	1.06	0.94	0.80	0.69	0.73	-0.76	-2.65	-4.46
新华保险-A	44.02	1.06	0.89	0.75	0.63	0.76	-1.34	-3.27	-4.99
中国太保-A	32.65	1.20	1.03	0.86	0.72	2.62	0.36	-1.64	-3.39
证券简称 A股	价格 人民币	EPS(元)				BVPS(元)			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.71	3.41	4.87	5.87	7.45	20.98	25.89	31.20	37.98
中国人寿-A	24.35	0.68	1.14	1.43	1.92	10.74	11.35	12.93	14.52
新华保险-A	44.02	1.58	1.73	2.55	3.26	18.95	20.42	22.97	26.24
中国太保-A	32.65	1.33	1.62	2.27	3.08	14.54	15.17	16.44	19.81
证券简称 A股	价格 人民币	P/E(倍)				P/B(倍)			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.71	17.79	12.46	10.35	8.15	2.89	2.34	1.95	1.60
中国人寿-A	24.35	35.98	21.34	17.05	12.65	2.27	2.14	1.88	1.68
新华保险-A	44.02	27.86	25.51	17.26	13.49	2.32	2.16	1.92	1.68
中国太保-A	32.65	24.55	20.18	14.37	10.59	2.25	2.15	1.99	1.65

资料来源：保险公司历年财报，WIND，海通证券研究所（基于2018年5月4日收盘价）

信息披露 分析师声明

孙婷 非银行金融行业、银行行业

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：第一创业，五矿资本，晨鸣纸业，中国太保，国金证券，越秀金控，中国人寿，国泰君安，东吴证券，光大证券，东方财富，兴业证券，中国银河，浙商证券，华安证券，招商证券，中原证券，中金公司，中国平安，华泰证券，安信信托，众安在线，中国财险，中国太平，东方证券，宝硕股份，长江证券，新华保险，广发证券，国元证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

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，报告发布日后的 6 个月内公司的股价（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；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

	类别	评级	说明
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%。	
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形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

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
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@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
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩森(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@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
梁镇(021)23219449 lz11936@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 chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@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
姜珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@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
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zxz12149@htsec.com

中小市值团队
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymnii@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@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 wuypiping@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
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@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
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 021-23219630 fgq12116@htsec.com

汽车行业
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@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
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tl5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@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 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李森(010)58067998 lm10779@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)32319171 xbq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@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 zcc11726@htsec.com 孙维容 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 张峰青 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@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	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 张恒晅 zhx10170@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 联系人 张宇轩 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@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(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@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 liuj4900@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 宗亮 zl11886@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 季唯佳(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 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 张丽壹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@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