

2017年07月05日

西水股份 (600291.SH)

公司动态分析

证券研究报告

保险

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价: **30元**
股价 (2017-07-04) **21.53元**

交易数据

总市值 (百万元)	23,533.68
流通市值 (百万元)	21,075.52
总股本 (百万股)	1,093.06
流通股本 (百万股)	978.89
12个月价格区间	13.96/22.40元

股价表现

资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.42	50.31	3.43
绝对收益	25.9	49.08	9.93

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

马琦

报告联系人

maqi@essence.com.cn
021-35082773

相关报告

控股天安财险，投资收入大增

■ **公司主业转型保险。**2013 年以来西水股份逐步剥离原主业水泥业务，目前公司主营业务已变更为保险业，且在天安财险的持股占比 50.87%，截至 2016 年公司的保险业务营业收入占比已达到 99%，西水股份完成保险业转型。

■ **承保端业务质量优化。**2012 年至 2015 年间天安财险原保险保费收入同比增速维持在 4%-22% 之间，业绩发展较为稳定。2016 年末天安财险原保险保费收入 138.7 亿元，在行业内排名前十。

(1) **保险业务结构优化。**公司主要保险业务收入来源为车险，2014 年以来车险业务收入占比在 77% 以上，不过公司业务结构也在逐年优化，2016 年末车险业务占比达到 81%，预计未来公司业务结构将更加多元化。

(2) **综合成本率维持下降趋势。**2016 年天安财险综合成本率为 99.7%，比 2014 年下降约两个百分点，综合赔付率为 54.28%，比 2014 年的 61.22% 下降约 8 个百分点。预计 2017 年公司综合成本率 (97.4%) 和综合赔付率 (51%) 将继续向好，维持下降趋势。

(3) **规模优势厚积薄发。**天安财险资型保险产品年转化收益率是在中国人民银行同期公布的 1 年/2 年/3 年期存款基准利率基础上，上浮 0.7 个百分点，竞争优势明显。2014 年以来公司保户储金及投资款净增加额逐年提升，2016 年该数据达到 1114 亿元，同比增速达到 11%。虽然目前收到监管影响该类保险产品规模将有所收缩，不过公司历年来累计的规模优势为未来产品转型发展打下良好基础，预计未来将持续带动公司业绩和规模稳步提升。

■ **投资端预计维持平稳。**

(1) **公司投资收入占比较高。**2014 年以来公司投资收入/(投资收入+保险业务收入)比例逐渐提升，从 2014 年 13.85% 提升至 2016 年末 57%；同时，从行业横向比较来看，2016 年中国平安 (19%)、新华保险 (23%)、中国太保 (16%)、中国人寿 (20%) 该比例均低于天安财险 (57%)。

(2) **利率上行有利有弊。**2017 年二季度以来债市波动变大 (10Y 国债+0.25pc)，市场利率温和上行，对保险公司投资收益率影响有利有弊。从债券投资角度来看，利率上行会改善新增债券资产收益率，但计入 AFS 存量债券资产浮亏增加，短期来看新增资产收益率改善幅度不及存量资产浮亏增加幅度。此外 2017 年二季度以来上证综指回调 3%，对权益类投资浮盈带来负面影响。

(3) **投资收益率将维持平稳。**2013 至 2015 年间公司投资收益率维持高于行业平均水平，其中 2013 年 (6.03%)、2014 年 (7.31%)、2015 年 (8.15%)，而行业 2013 年 (5.04%)、2014 年 (6.3%)、2015 年 (7.56%)，2016 年，受到市场波动影响天安财险投资收益率回落至 6.42%，预计 2017 年公司投资收益率约为 4.7%。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 30 元。我们预计公司 2017 年-2019 年根据归母净利润计算的 EPS 分别为 2.01 元、2.27 元和 2.4 元。

■ **风险提示：**宏观风险、市场风险、利率风险

摘要 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,029	30,604	41,429	43,772	45,250
保险业务收入	12,906	13,898	14,871	16,358	17,994
归母净利润	178	36	2,196	2,480	2,628
投资收益率	8.15%	6.42%	4.70%	5.00%	5.10%
ROE	1.71%	0.32%	17.59%	18.90%	18.28%
EPS (元)	0.27	0.03	2.01	2.27	2.40

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. 主业转型保险

西水股份成立于 1998 年，是由内蒙古西卓子山草原水泥集团总公司、内蒙古乌海西卓子山第三产业开发公司、内蒙古乌海西卓子山建筑安装公司、北京新天地、乌海市工业设计研究所共同发起设立的股份有限公司。

表 1：西水股份十大股东明细

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	上海银炬实业发展有限公司	117,550,574	10.7500
2	北京绵世方达投资有限责任公司	117,550,574	10.7500
3	深圳市德景新投资有限公司	116,076,150	10.6200
4	正元投资有限公司	114,173,553	10.4500
5	中江国际信托股份有限公司	55,515,504	5.0800
6	北京新天地互动多媒体技术有限公司	52,447,968	4.8000
7	乌海市城建投融资有限责任公司	49,705,512	4.5500
8	长信基金-浦发银行-聚富 3 号资产管理计划	37,190,083	3.4000
9	上海德莱科技有限公司	37,164,180	3.4000
10	长信基金-浦发银行-聚富 4 号资产管理计划	30,991,735	2.8400
	合计	728,365,833	66.64

资料来源：Wind，安信证券研究中心

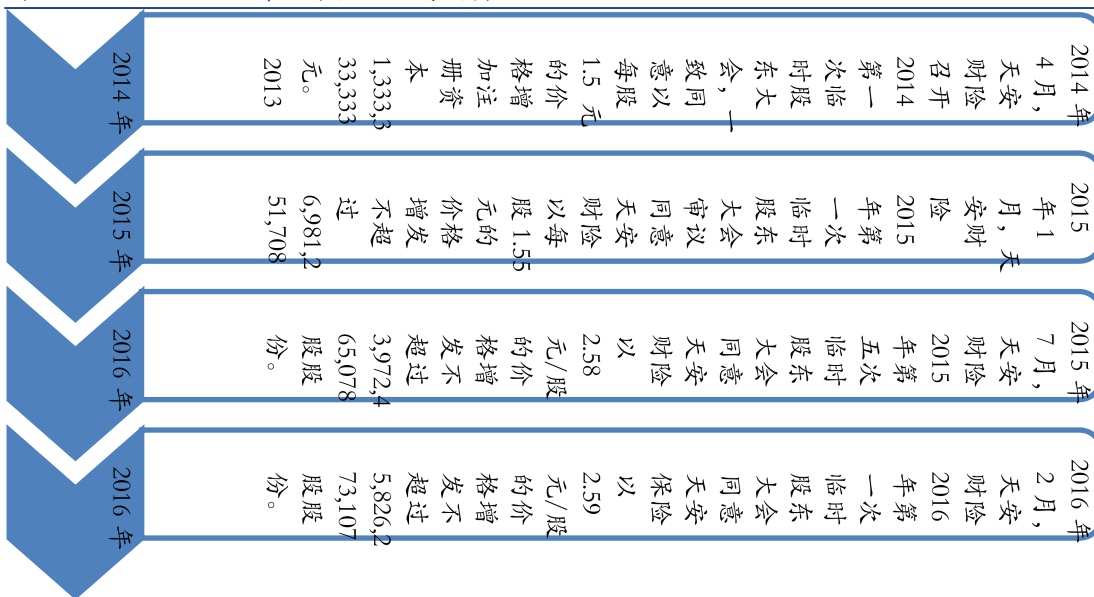
整合水泥业务，主业转型保险。2013 年公司完成对水泥资源的整合，出售了控股子公司乌海西水 55% 的股权，不再持乌海西水的股权；受让包头西水 45% 的股权，包头西水成为公司全资子公司；出售了控股子公司上海益凯 90% 的股权，不再持上海益凯的股权；根据包头市政府要求，包头西水 2013 年末已进入停产状态。目前，公司下属子公司仅有天安财险正常营业，公司主营业务已变更为保险业，公司保险业务营业收入占比已达到 99%。

图 1：西水股份保险业务营业收入占比已达到 99%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

历次增资提振天安财险业绩。2013 年以来天安财险多次获得增资，净资产逐年提升，由 2013 年的 36 亿元提升至 2016 年上半年的 314 亿元，两年半时间内提升约 8.7 倍，同时增资对业绩带来推动，2013 年以来天安财险营业收入增速有所提升，2016 年营业收入同比增速达到 53%，增速比 2013 年提升约 23 个百分点。目前，西水股份在天安财险的持股占比达到 50.87%。

图 2：天安财险 2013 年以来多次获得增资



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：天安财险净资产逐年提升

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：天安财险营业收入增速提升

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：天安财险总资产在西水股份中占比 2016 年达到 99%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 承保端：业务质量优化

天安财险原保险保费收入稳步增长，行业内排名前十。2012 年至 2015 年间，天安财险原保险保费收入同比增速维持在 4%-22%之间，业绩发展较为稳定。2016 年末天安财险原保险保费收入 138.7 亿元，在行业内排名前十，比较靠前。预计 2017 年天安财险原保险保费收入同比增速约为 7%左右。

图 6：天安财险原保险保费 2012 年以来维持正增长

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：天安财险原保险保费收入行业内排名前十

资料来源：保监会，安信证券研究中心

2.1. 保险业务结构优化

天安财险保险业务收入结构优化。公司主要保险业务收入来源为车险，2014 年以来，车险业务收入占比在 77% 以上，不过公司业务结构也在逐年优化，2016 年末车险业务占比达到 81%，预计未来公司业务结构将更加多元化。

图 8：天安财险保险业务收入结构优化

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 财险核心指标向好

天安财险综合成本率维持下降趋势。2016 年天安财险综合成本率为 99.7%，比 2014 年下降约两个百分点，综合赔付率为 54.28%，比 2014 年的 61.22% 下降约 8 个百分点。预计 2017 年公司综合成本率（97.4%）和综合赔付率（51%）将继续向好，维持下降趋势。

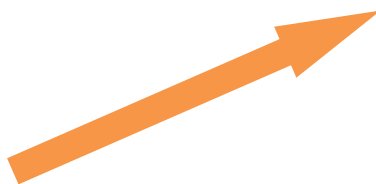
图 9：综合成本率和综合赔付率下降

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 规模优势厚积薄发

保户储备及投资款净增加额稳步提升。天安财险经营的主要产品包括传统财产险和投资型理财险两大方面。其中，传统财产险包括机动车辆保险、非机动车辆保险以及短期意外健康保险；投资型保险则主要为“保赢1号”投资型保险系列，包括投资型家庭财产保险、投资型家用驾车人员意外伤害保险以及投资型交通意外伤害保险三大类，公司投资型保险产品年转化收益率是在中国人民银行同期公布的1年/2年/3年期存款基准利率基础上，上浮0.7个百分点，竞争优势明显。2014年以来公司保户储备及投资款净增加额逐年提升，2016年该数据达到1114亿元，同比增速达到11%。虽然目前收到监管影响该类保险产品规模将有所收缩，不过公司历年来累计的规模优势为未来产品转型发展打下良好基础，未来将持续带动公司业绩和规模提升。

图 10：投资型保险产品推动保户储备及投资款净增加额逐年增加



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 资产端：股债双杀带来投资端承压

公司投资收入占比较高。2014年以来公司投资收入/(投资收入+保险业务收入)比例逐渐提升，从2014年13.85%提升至2016年末57%；同时，从行业横向比较来看，2016年中国平安(19%)、新华保险(23%)、中国太保(16%)、中国人寿(20%)该比例均低于天安财险(57%)。

图 11: 投资收入占比逐年提升

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 横向比较, 天安财险投资收入占比较高 (2016 年数据)

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

利率上行有利有弊。2017 年二季度以来债市波动变大 (10Y 国债+0.25pc), 市场利率温和上行, 对保险公司投资收益率影响有利有弊。从债券投资角度来看, 利率上行会改善新增债券资产收益率, 但计入 AFS 存量债券资产浮亏增加, 短期来看新增资产收益率改善幅度不及存量资产浮亏增加幅度。此外 2017 年二季度以来上证综指回调 3%, 对权益类投资浮盈带来负面影响。

投资收益率将维持平稳。2013 至 2015 年间公司投资收益率维持高于行业平均水平, 其中 2013 年 (6.03%)、2014 年 (7.31%)、2015 年 (8.15%), 而行业 2013 年 (5.04%)、2014 年 (6.3%)、2015 年 (7.56%), 2016 年受到市场波动影响天安财险投资收益率回落至 6.42%,

预计 2017 年公司投资收益率约为 4.7%。

图 13：预计投资收益率将维持平稳

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

- (1) 负债端：预计天安财险 2017 年-2019 年原保险保费收入同比增长分别为 7%、10%、10%
- (2) 投资端：预计天安财险 2017 年-2019 年投资收益率分别为 4.7%、5.0%、5.1%。
- (3) 预计天安财险 2017 年-2019 年归母净利润分别为 21 亿元、24 亿元、26 亿元。

表 2：天安财险盈利预测（单位：百万元）

	2017E	2018E	2019E
营业收入	41,429	43,772	45,250
保险业务收入	14,871	16,358	17,994
投资收益率	4.70%	5.00%	5.10%
归母净利润	2,196	2,480	2,628

资料来源：安信证券研究中心

4.2. 估值

预计天安财险 2017 年净资产 298 亿元，参考可比公司给予给 1.1 倍 PB（可比公司 PB：中国财险 1.45），对应目标市值 328 亿元，股本 10.93 亿股，对应目标价 30 元。

表 3：天安财险估值表格

指标	估值数据
2017E 净资产（百万元）	29,828
PB	1.1
股本（百万股）	1,093
目标市值（百万元）	32,811
目标价（元）	30.02

资料来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

主要财务数据 (单位: 百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
归母净利润	178	36	2,196	2,480	2,628
同比%	108.6%	-79.8%	6000.5%	12.9%	6.0%
总资产	172,956	305,866	306,070	323,320	331,999
同比%	254.8%	76.8%	0.1%	5.6%	2.7%
净资产	21,671	27,026	29,828	31,340	34,326
同比%	149.2%	24.7%	10.4%	5.1%	9.5%
财务预测					
损益表					
营业收入	20,029	30,604	41,429	43,772	45,250
已赚保费	9,161	12,018	12,859	14,145	15,560
投资收益	10,739	17,995	28,000	29,000	29,000
营业支出	19,303	30,794	21,003	20,707	20,809
提取保险责任准备金	196	122	199	161	164
赔付支出	8,222	8,625	4,779	3,859	4,230
业务及管理费	3,295	3,507	3,752	4,127	4,540
营业利润	726	-190	20,426	23,065	24,441
利润总额	762	8	20,426	23,065	24,441
所得税	275	-324	204	231	244
净利润	488	331	20,222	22,834	24,196
资产负债表					
货币资金	37,595	37,873	24,486	29,099	29,880
交易性金融资产	0	0	0	0	0
买入反售金融资产	20,920	16,609	6,121	6,466	6,640
可供出售金融资产	96,251	183,810	116,307	126,095	461,479
持有至到期投资	3,092	5,155	5,158	5,449	5,595
资产合计	172,956	305,866	306,070	323,320	331,999
保护储备金及投资款	126,699	247,482	243,743	257,932	262,036
准备金	9,151	9,957	10,156	10,317	10,481
负债合计	151,285	278,840	276,242	291,979	297,673
股东权益	21,671	27,026	29,828	31,340	34,326

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

I 销售联系人

上海联系人	葛娇娇	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034