



2017-07-20

公司点评报告

买入/维持

天茂集团(000627)

目标价: 13.56

昨收盘: 9.93

非银金融 保险 II

天茂集团(000627): 审时度势, 上半年业绩变现亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,259/1,354
总市值/流通(百万元)	42,294/13,441
12个月最高/最低(元)	9.95/6.79

■ 相关研究报告:

《天茂集团(000627): 成功转型保险, 业绩表现亮眼》--2016/08/30

《天茂集团(000627): 从医药到保险, 从保险到金控》--2016/08/05

■ 证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

■ 证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件: 2017年7月19日, 天茂集团公布2017年半年报。2017年上半年, 天茂集团总资产1299.1亿, 同比增长10.2%, 营业收入382.2亿, 同比增长559.6%, 扣非归母净利润6.24亿, 同比增长80.5%。

■ 点评:

原保费收入同比大幅增长, 上半年业绩达成亮眼。2017年上半年, 公司实现营业收入382.2亿元, 同比559.6%, 主要受去年3月合并报表以及今年上半年国华人寿保费收入实现高增长所致。去年3月16日公司将国华人寿纳入合并报表, 营业收入仅包含国华人寿3月16日至6月30日营业收入数据。今年上半年国华人寿实现原保费收入343亿元, 同比增长68%, 实现保费高速增长。

扣非归母净利润大幅改善。2017年上半年, 公司实现归母净利润6.26亿, 同比下降24.6%, 主要原因为2016年上半年控股国华人寿实现一次性损益4.8亿, 扣除非经常性损益后, 归母净利润6.24亿, 同比增长80.5%, 主要得益于保险业务负债成本降低以及利率曲线上升企稳带来准备金计提压力减少, 上半年国华人寿实现净利润12.7亿。

审时度势, 大力压缩中短存续期产品和万能险产品业务, 走“优化与成长”转型路。国华人寿自2013年起, 依靠“资产驱动负债”模式实现规模快速扩张。从去年3月起, 保监会逐步加大了对中短存续期产品的监管力度。公司审时度势, 及时调整产品结构, 大幅缩减中短存续期以及万能险产品的销售, 走“优化与成长”的转型发展路。2017年上半年, 公司实现总规模保费359亿元, 其中长期储蓄及风险保障型业务规模保费占比70%以上, 中短存续期业务占比低于30%, 中短存续期业务远低于监管要求的限额, 业务结构持续优化。上半年实现原保险保费收入342.6亿元, 同比增长68.3%, 占规模保费的95%。

银行渠道仍为核心渠道, 逐步培育营销员渠道发展。银行渠道仍是公司核心销售渠道, 2017年上半年原保费同比增长72%。在发展银保渠道的同时, 公司重视对营销员渠道的培育, 上半年营销员渠道累计实现保费4.8亿元, 同比31%。

投资能力依然强劲, 与去年同期基本持平, 低于全年全年水平。2017年上半年国华人寿实现总投资收益36.2亿元, 同比增长22%, 年化总投资收益率为7.05%, 与去年同期基本持平, 低于去年全年8.86%。公司高水平的投资收益率主要依赖于公司较为激进的投资结构, 今年积极调整投资策略, 根据上半年市场原因和宏观经济因素,

适当降低了股票、债券等资产的投资比例，大幅增加信托计划、定期存款投资比例，信托投资占比 23%，较年初增加 12 个百分点，定期存款占比 8%，较年初增加 3 个百分点。

综合偿付能力接近监管红线，定增有望年内获批。截止 2017 年 6 月 30 日，公司综合偿付能力充足率 118.51%，较年初下降 10.7 个百分点，接近 100% 的监管红线，成影响公司业务发展和投资的重要因素。公司申请非公开发行不超过 48.45 亿股票的融资方案，将全部用于国华人寿资本补充，已于 2017 年 3 月 29 日获得证监会审核通过，目前在等待证监会的书面核准文件，具体批复时间视证监会内部流程而定，有望年底获批。

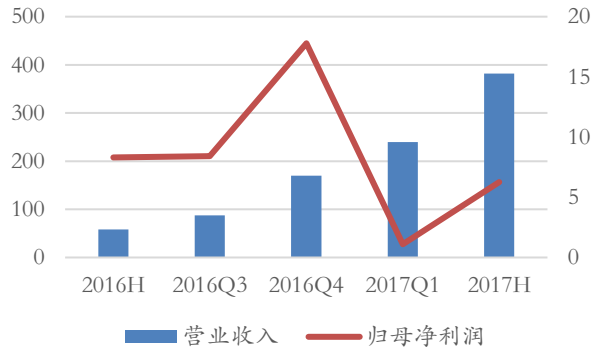
投资建议：天茂集团目前为市值最小的寿险标的，看好公司行业性机遇和转型发展，维持“买入”。

■ 主要财务指标

	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,085	16,996	63,388	82,137
净利润(百万元)	251	3,109	2,711	3,497
摊薄每股收益(元)	0.18	0.42	0.41	0.53

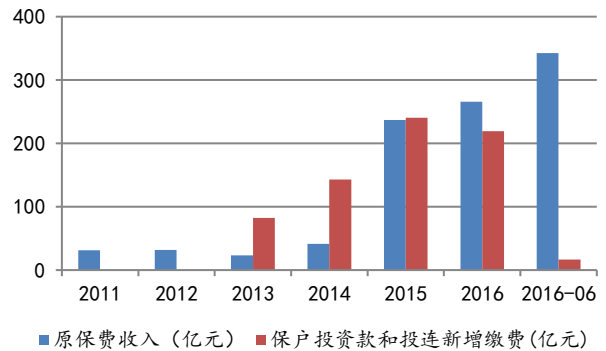
资料来源：Wind，太平洋证券

图表 1 天茂集团营业收入和净利润(单位: 亿)



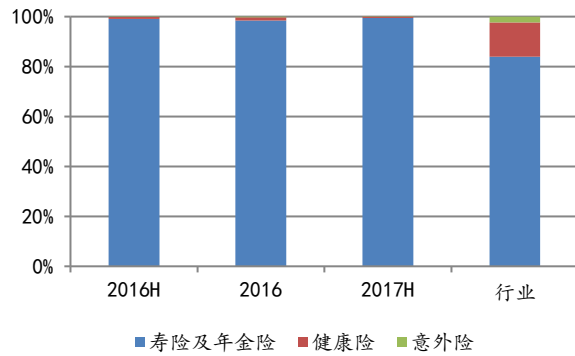
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 2 国华人寿原保费和保储及投连新增缴费情况



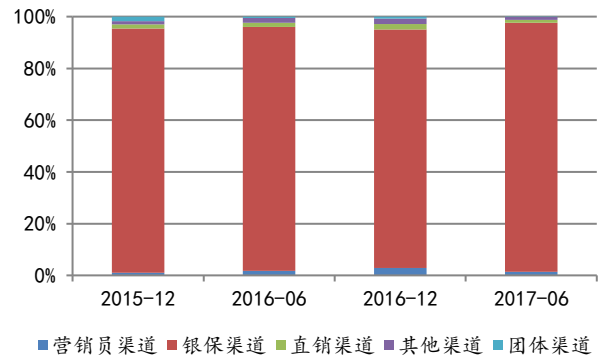
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 3 国华人寿业务结构



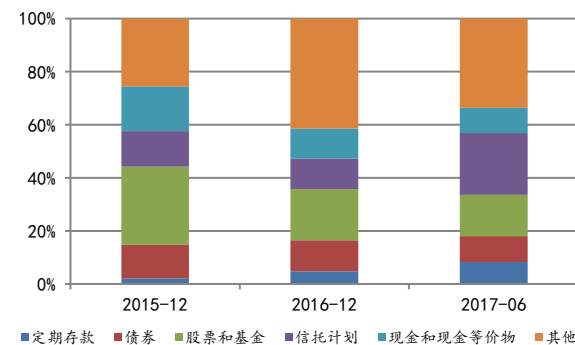
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 4 国华人寿渠道结构



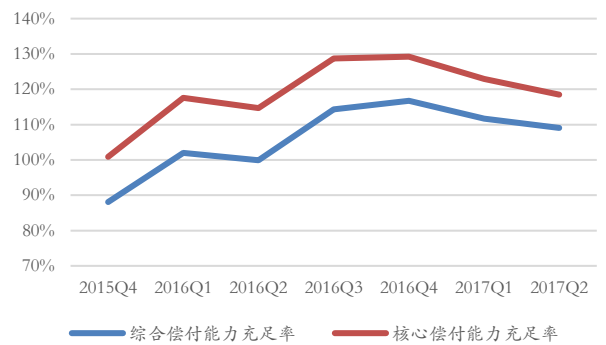
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 5 国华人寿投资结构



资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 6 国华人寿偿付能力情况



资料来源: 保监会, 太平洋证券整理

资产负债表(百万)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	62	10,953	5,189	6,727	8,408
交易性金融资产	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	419	47,944	54,030	70,040	87,541
持有至到期投资	0	2,824	42,778	55,453	69,310
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
应收分保准备金	0	42	28	37	46
应收保费	0	187	127	165	206
应收利息	0	956	648	841	1,051
保户质押贷款	0	353	239	310	387
存出保证金	0	0	0	0	0
定期存款	0	3,822	20,510	26,587	33,231
独立账户资产	0	6,067	4,115	5,334	6,667
长期股权投资	742	8,280	5,616	7,280	9,099
固定资产	323	504	144	187	234
存货	136	439	224	291	364
无形资产	490	549	49	63	79
商誉	0	6,186	21	27	34
递延所得税资产	69	70	47	61	77
投资性房地产	0	7,968	5,404	7,005	8,755
其他资产	2	207	140	181	226
资产总计	2,409	117,877	153,135	198,510	248,113
短期借款	304	414	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	1,000	244	-811	-373
应付赔付款	0	1,122	112	-373	-172
应付保单红利	0	199	49	-161	-74
保户储金及投资款	0	35,754	46,331	46,167	33,196
未决赔款准备金	0	63	15	-51	-23
寿险责任准备金	0	50,195	8,945,230	14,057,692	19,685,947
独立账户负债	0	6,067	775	-2,575	-1,185
应交税费	2	53	11	-35	-16
应付职工薪酬	5	66	15	-48	-22
应付利息	0	0	0	0	0
长期借款	42	0	0	0	0
递延所得税负债	139	1,186	150	-500	-230
其他负债	133	1,360	143	-477	-219
负债合计	625	97,479	138,474	181,205	227,506
股本	1,354	4,259	3,800	3,800	3,800
资本公积金	30	6917	4202	4202	4202
归母权益合计	1,740	13,802	14,584	17,194	20,453
所有者权益合计	1784	20398	14661	17305	20607
负债及股东权益总计	2409	117877	153135	198510	248113

利润表(百万)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,085	16,996	63,388	82,137	91,041
传统业务营收	541	462	485	510	535
已赚保费	0	8,814	53,058	68,975	75,873
投资收益	544	7,342	9,400	12,185	14,142
公允价值变动	0	2	0	0	0
汇兑收益	0	21	0	0	0
其他业务收入	0	355	445	467	491
营业总成本	752	13,571	60,068	77,850	85,615
传统业务营业成本	689	1,961	461	484	508
赔付支出	0	6,146	15,486	20,132	22,146
提取保险合同准备金净额	0	3,802	39,354	51,160	56,276
保户红利支出	0	52	134	174	192
手续费及佣金支出	0	284	1,666	2,166	2,382
管理费用	63	1,364	2,499	3,243	3,596
其他业务成本	0	1,554	467	491	515
营业利润	332	8	3,321	4,287	5,426
其他非经营损益	22	11	12	13	15
利润总额	334	3,433	3,333	4,301	5,441
所得税	84	324	622	804	1,019
净利润	251	3,109	2,711	3,497	4,421
少数股东损益	33	1,330	1,160	1,496	1,891
归母股东净利润	247	1,778	1,551	2,001	2,530

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长率	269.02%	16.74%	83.18%	29.77%	10.88%
净利润增长率	195.00%	1138.65%	-12.81%	29.01%	26.43%
盈利能力					
营业利润率	30.60%	0.05%	5.24%	5.22%	5.96%
净利润率	22.76%	10.46%	2.45%	2.44%	2.78%
回报率分析					
总资产收益率	0.36%	1.82%	1.18%	1.14%	1.13%
净资产收益率	2.68%	15.06%	11.16%	12.59%	13.44%
每股指标					
EPS-摊薄(元)	0.18	0.42	0.41	0.53	0.67
每股净资产(元)	1.29	3.24	3.84	4.52	5.38
每股股利(元)	0.01	0.03	0.12	0.16	0.20
估值分析					
市盈率	171.26	23.79	27.27	21.14	16.72
市净率	24.31	3.06	2.90	2.46	2.07
股息收益率	0.02%	0.06%	0.29%	0.38%	0.48%

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。